CÔNG TY CỔ PHẦN VICOSTONE

Mã CK: VCS Sàn: HNX/Vietnam Ngành: Vật liệu xây dựng

NẮM GIỮ [+8.43%]

Ngày cập nhật: 10/07/2019

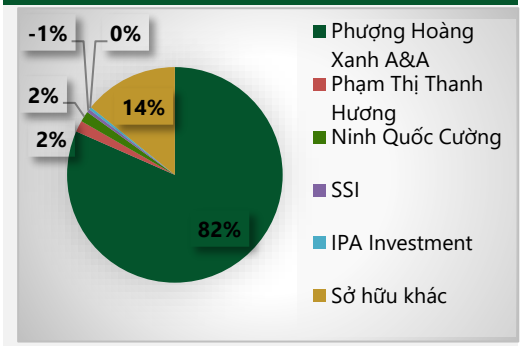
Giá mục tiêu	74,930	VNĐ
Giá hiện tại	69,100	VNĐ

Văn Tiến Hưng
(+84) 28 5413 5479 - hungvan@phs.vn

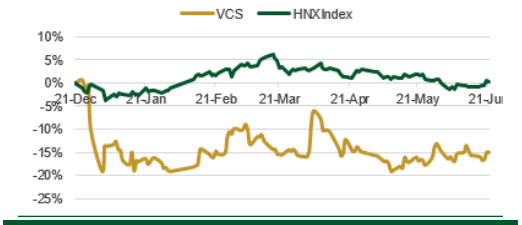
Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	156.8
Free-float (triệu)	31.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	10,662.4
KLGD TB 3 tháng	122,887.4
Sở hữu nước ngoài	2.49%
Ngày niêm yết đầu tiên	17/12/2007

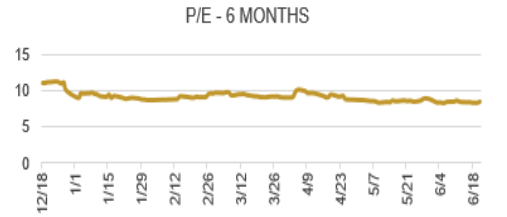
Cổ đông lớn



Biến động giá cổ phiếu so với Index



Lịch sử định giá



Nguồn: FiinPro

Triển vọng từ thị trường Hoa Kỳ và gia tăng tỷ trọng doanh thu từ thị trường nội địa

Sơ lược công ty: Là công ty con của Tập đoàn PHENIKAA, là công ty đầu ngành trong sản xuất vật liệu thạch anh nhân tạo (quartz), có 17 năm kinh nghiệm sản xuất và phát triển sản phẩm đá thạch anh nhân tạo - sản phẩm vật liệu nội thất được sử dụng trong các ứng dụng bề mặt, hiện tại VICOSTONE cung cấp ra thị trường 1 triệu m2 mỗi năm. 98% doanh thu của VCS đến từ thị trường xuất khẩu. Sản phẩm của VICOSTONE hiện đã có mặt tại hơn 40 quốc gia, cùng hệ thống các đại lý phân phối trên toàn cầu trong đó có những thị trường khắt khe như Mỹ, Canada, Úc, châu Âu.

Cập nhật kết quả kinh doanh 2019Q2: Kết quả 2 quý đầu năm cho thấy doanh thu VCS đang trên đà tăng trưởng trở lại nhờ xuất khẩu vào thị trường Hoa Kỳ đang phục hồi. Doanh thu quý 2 đạt 1,132 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế (LNTT) quý 2 đạt 392 tỷ đồng lần lượt tăng 17.3% và 31.4% so với cùng kỳ. Lũy kế 6 tháng, doanh thu đạt công ty đã đạt được 2,525 tỷ đồng doanh thu và 766 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế và tương ứng hoàn thành 47.6% kế hoạch doanh thu và 48.9% kế hoạch LNTT cả năm.

Động lực tăng trưởng: Doanh thu VCS tăng chủ yếu do xuất khẩu vào thị trường Bắc Mỹ tích cực trở lại sau giai đoạn bị ảnh hưởng bởi dư cung hàng tồn kho Trung Quốc tại Hoa Kỳ. Bên cạnh đó, lộ trình chuyển dịch cơ cấu doanh thu của VCS sang thị trường nội địa sẽ mở ra thêm hướng đi mới cho sản phẩm đá tấm thạch anh ốp lát. Biên lãi gộp kỳ vọng giữ ở mức 33.1% nhờ chủ động nội địa hóa nguyên liệu đầu vào và giải quyết bài toán tồn kho thành phẩm trong giai đoạn trước, ước tính doanh thu 2019F của công ty đạt 5,168 tỷ đồng (+14.3%), LNST 2019F đạt 1,325.38 tỷ (+18.0%). Bằng phương pháp DCF và P/E, mức giá mục tiêu của cổ phiếu VCS ở 74,930 VND/cổ phiếu, tương đương mức P/E Forward 9.05x, ứng với mức tăng 8.43%. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị NẮM GIỮ dành cho cổ phiếu này.

Rủi ro:

(1) **Chiến tranh thương mại,** dù VCS được đánh giá là sẽ được hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ -Trung, tuy nhiên rủi ro từ cuộc chiến vẫn có thể khá khó lường.

(2) **Áp lực cạnh tranh,** trong ngành sản xuất đá nhân tạo, áp lực cạnh tranh gay gắt không chỉ từ các nhà sản xuất đá thạch anh khác, từ các nhà cung cấp đá tự nhiên, mà còn từ các nhà sản xuất các vật liệu thay thế khác trên thị trường như laminate,ceramic tấm lớn hay gỗ ép, bê tông..

(3) **Sở hữu và thanh khoản của cổ phiếu,** vấn đề sở hữu tập trung của các tổ chức và cá nhân liên quan làm lượng free-float của VCS ở mức thấp, thanh khoản đối với cổ phiếu VCS là vấn đề mà nhà đầu tư cần chú ý khi tham gia giao dịch.

(4) **Ghi nhận khoản nợ dài hạn mới** khi nhận chuyển nhượng nhà máy Phenikaa Huế từ công ty mẹ sau giai đoạn không duy trì nợ vay dài hạn.

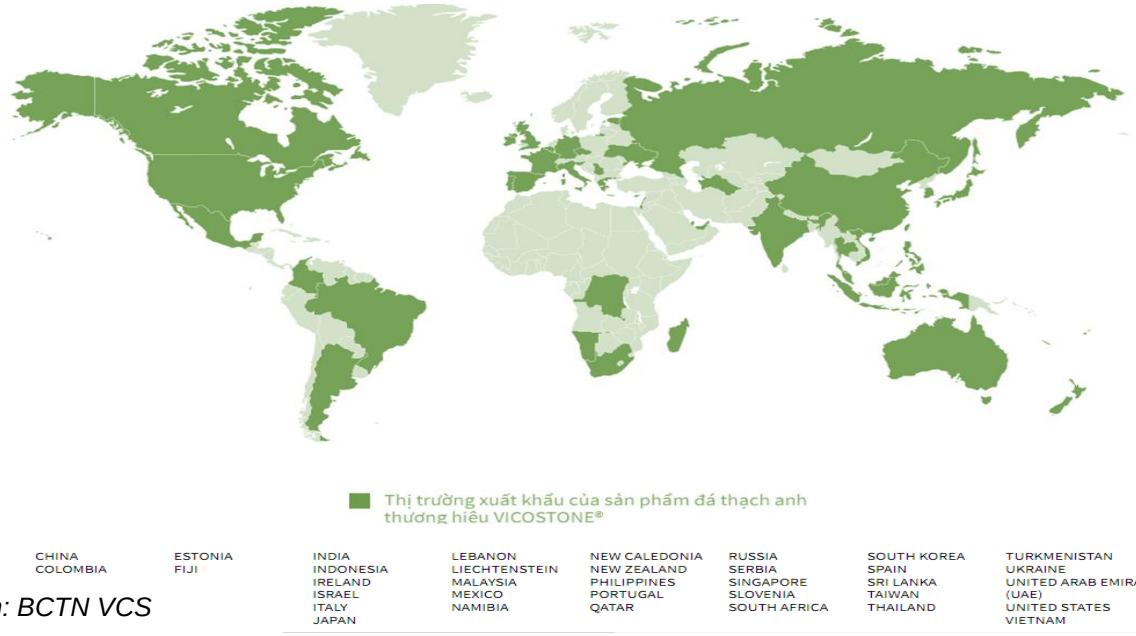
(5) **Các khoản phải thu cao,** chiếm đến 32% tổng tài sản trong đó các khoản phải thu nội bộ của các bên liên quan chiếm đến hơn 50% tổng phải thu.

Chỉ số tài chính	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,064	2,616	3,211	4,353	4,522	5,168
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	212	405	676	1,122	1,124	1,325
EPS (VND)	4,001	7,635	11,266	14,022	7,022	8,284
Tăng trưởng EPS (%)		90.8%	47.6%	24.5%	-49.9%	18.0%
P/E						9.04x
Cổ tức tiền mặt (VND)	25%	40%	40%	20%	40%	40%

Nguồn: PHS Dự phóng

Tổng quan thị trường đá ốp lát và VICOSTONE

VICOSTONE là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong cung cấp sản phẩm ốp lát từ thạch anh nhân tạo (Quartz), doanh thu bán hàng phần lớn đến từ hoạt động xuất khẩu (98% doanh thu) với thị trường quan trọng ở Bắc Mỹ (chiếm trên 60% doanh thu giai đoạn 2014-2018) và Úc (chiếm 24.66%). Tên tuổi của VCS thuộc top đầu trong ngành sản xuất chế tạo đá ốp lát bên cạnh các tên tuổi lớn trong thị trường như CaesarStone, Silestone, LG Hausys, Cambria. *(Nguồn BCTN VCS 2018).*



Nguồn: BCTN VCS

Sản phẩm chính của VCS là thành phẩm đá tấm thạch anh nhân tạo với chất lượng và mẫu mã đa dạng, VCS cung cấp cho thị trường đầy đủ các loại khổ đá ốp lát sản xuất theo dây chuyền Breton có kích thước tiêu chuẩn (normal size)-144cmx305cm(119”x56”) và kích thước khổ lớn (jumbo size)-165cmx330cm(129"x65") với 120 mẫu mã đa dạng cho nhu cầu trang trí, thiết kế bếp, cầu thang, sảnh, nhà tắm và các kết cấu ngoại thất khác.

Ước tính 60-70% sản lượng được sử dụng trong lĩnh vực thi công dân dụng với chủ lực tập trung vào khu vực ở bếp và nhà tắm.

Nguồn: VCS Website

Đá ốp lát từ thạch anh nhân tạo (Quartz) của VICOSTONE là vật liệu chứa khoảng 90% cốt liệu là thạch anh tự nhiên được kết dính bởi nhựa polymer cùng với các thành phần tạo màu sắc, có độ cứng, khả năng chống thấm, chống xước cao hơn nhiều so với các loại vật liệu ốp lát khác.*(Nguồn: BCTN VCS)*

Bảng đánh giá các tiêu chí Theo thang điểm 1- Xấu 5-Rất tốt

	Màu sắc	Hình khối	Chống trầy	Chống thấm	Chống nứt	Kháng nhiệt	Trung bình
Thạch anh (Quartz)	4	2	4	4	4	4	3.67
Ceramic	5	5	3	1	1	5	3.33
Bê tông (Concrete)	5	5	5	3	3	5	4.33
Đá Granite	5	5	3	5	3	5	4.33
Laminate (Đá ép)	5	2	3	3	5	3	3.50
Đá cẩm thạch (Marble)	4	5	3	3	3	4	3.67
Gỗ	3	5	2	2	5	1	3.00
Thép	2	1	2	2	5	5	2.83

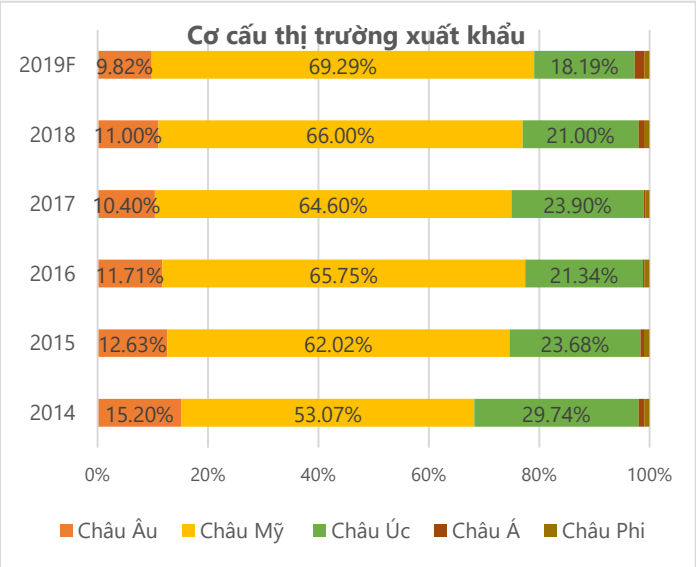
Nguồn: Solid Surface, PHS tổng hợp

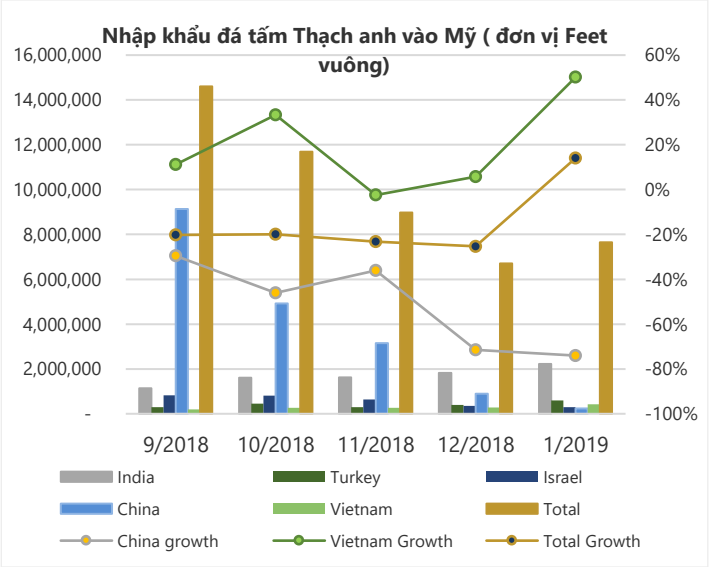
Thị trường xuất khẩu

Nhiều năm qua chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu VCS, 3 thị trường chủ lực ở khu vực Bắc Mỹ, Châu Âu và Úc chiếm tỷ trọng hơn 90% doanh thu bán hàng.

Thị trường Bắc Mỹ - Tập trung chủ lực vào thị trường Hoa Kỳ

Với mức độ tập trung trên 64% doanh thu bán hàng của VCS qua các năm 2015-2018, thị trường Bắc Mỹ được đánh giá có tầm quan trọng hàng đầu trong cơ cấu doanh thu của VCS. Hiện tại với mạng lưới 4 nhà phân phối trực tiếp ở Hoa Kỳ và 2 nhà phân phối trực tiếp ở Canada. Trong đó, thị trường Canada được dự báo giữ nhịp tăng ổn định và duy trì ở mức tỷ trọng ngang giai đoạn trước khi động lực chính của tăng trưởng thị trường Bắc Mỹ đến từ đà phục hồi của Hoa Kỳ.



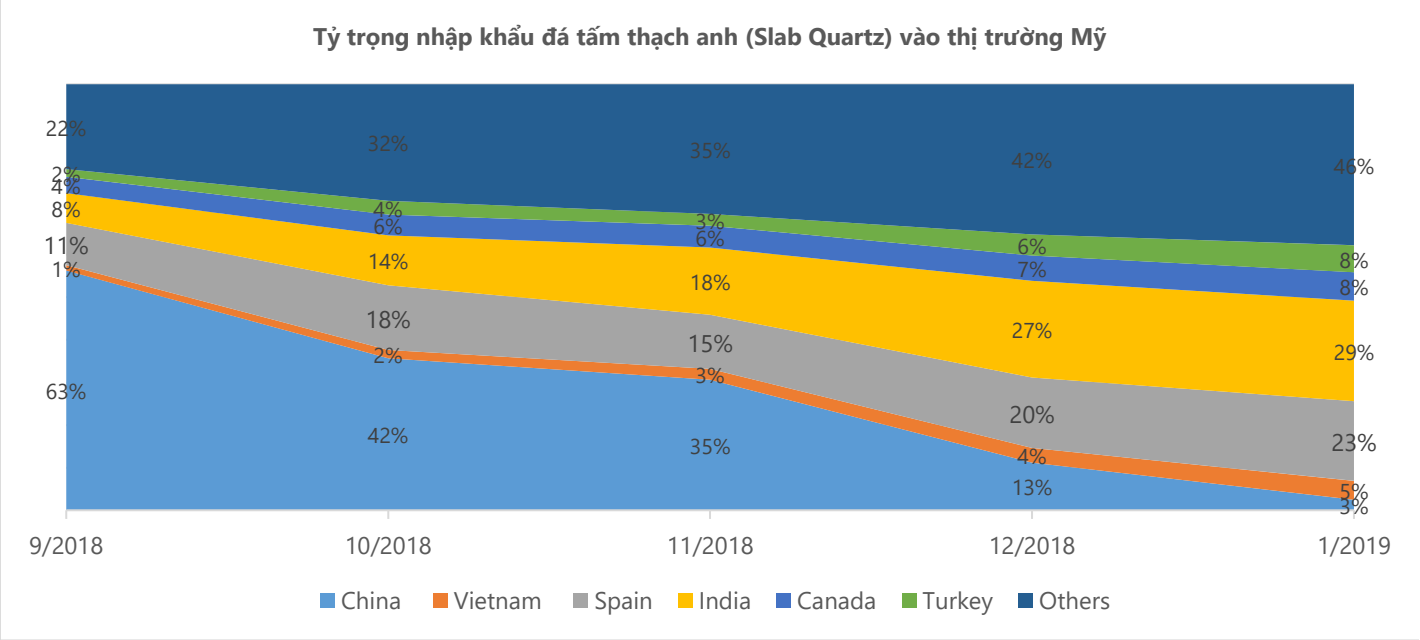


Nguồn: Ủy ban Thương mại Hoa Kỳ, PHS tổng hợp

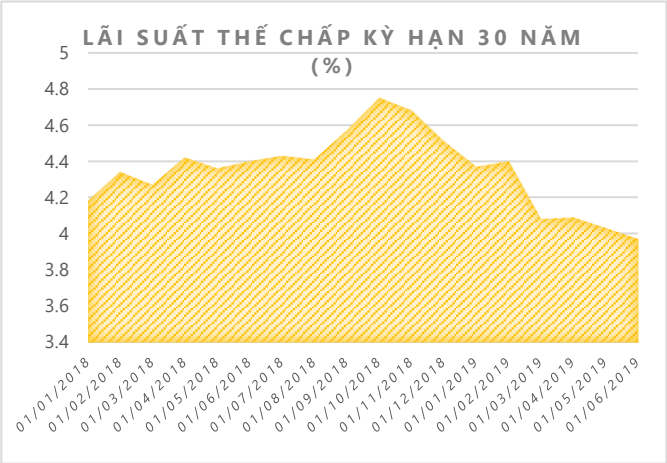
Hoa Kỳ - Kỳ vọng tăng trưởng tích cực

Nhập khẩu đá tấm Thạch anh của Việt Nam tăng mạnh vào thị trường Hoa Kỳ, số liệu của Ủy ban Thương mại Hoa Kỳ cũng cho thấy xu hướng nhập khẩu đá tấm Thạch anh (Slab Quartz) vẫn đang trên đà tăng trở lại trong tháng 1/2019 sau giai đoạn tăng trưởng sụt giảm mạnh. Đợt giảm trước nguyên do ghi nhận nhập khẩu từ Trung Quốc đi xuống do Mỹ áp thuế nhập khẩu lên mặt hàng đá ốp lát của Trung Quốc với mức áp thuế chống bán phá giá sơ bộ ở mức 242.1% - 314.1% và thuế chống trợ cấp sơ bộ ở mức 34.38% - 178.45% tùy vào nhà sản xuất đối với các sản phẩm đá tấm thạch anh của Trung Quốc từ tháng 11/2018. *(Nguồn: Bộ Thương mại Hoa Kỳ)*

Ngoài ra, số liệu thống kê cũng đang củng cố triển vọng của đá tấm Thạch anh nhập khẩu của Việt Nam khi nhập khẩu đá nhân tạo Việt Nam duy trì tăng trưởng tốt ngay từ cuối tháng 11/2018, thể hiển phần thiếu hụt do miếng bánh thị phần của Trung Quốc đã và đang được thay thế và bù đắp bởi sản phẩm nhập từ Việt Nam và các quốc gia khác.



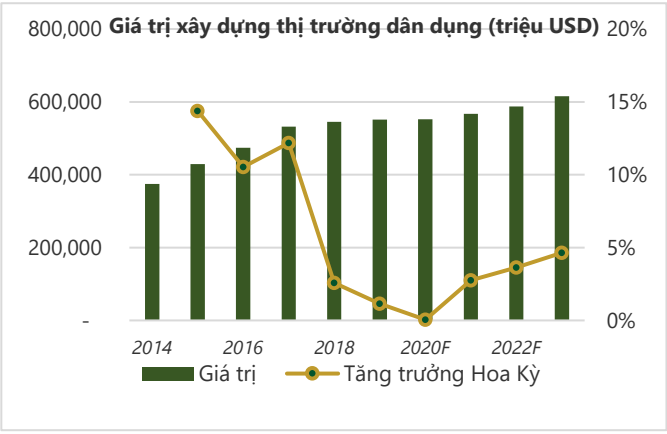
Tỷ trọng nhập khẩu đá tấm thạch anh từ Việt Nam đã tăng gấp 5 lần kể từ tháng 9/2018 cho thấy dư địa và triển vọng mới cho Đá ốp lát Vicostone tại thị trường Hoa Kỳ sau khi chiến tranh thương mại tác động tiêu cực đến sản phẩm đá của Trung Quốc. Ước tính gần 60% thị phần xuất khẩu của Trung Quốc sẽ được chia sẻ bởi các quốc gia xuất khẩu khác mà Việt Nam là nước được hưởng lợi.



Nguồn: Bloomberg, Bankrate

Bên cạnh đó, tăng trưởng thị trường nhà ở (housing real estate) cũng là yếu tố thúc đẩy doanh thu bán hàng các sản phẩm đá ốp lát, đang cho triển vọng phục hồi trở lại sau giai đoạn 2015-2018 tăng trưởng sụt giảm mạnh. Tác động từ việc FED có khả năng phát đi tín hiệu giảm lãi suất trong thời gian tới để thúc đẩy đầu tư, tiêu dùng trong năm 2019 được cho là sẽ tác động tích cực đến thị trường nhà ở Hoa Kỳ.

Số liệu lãi suất Bankrate chỉ ra bình quân lãi suất thế chấp 30-năm đã trên đà giảm mạnh sau khi lập đỉnh từ cuối năm ngoái 2018 đang ủng hộ cho một xu hướng tăng trưởng xây dựng nhà ở sớm trở lại tại Hoa Kỳ. Với lãi suất thế chấp nhà ở kỳ hạn 30 năm tiếp tục duy trì ở mức thấp, kỳ vọng ngành xây dựng trong lĩnh vực dân cư tại Hoa Kỳ tích cực hơn tạo ra dư địa cho các sản phẩm vật liệu đá ốp lát tăng trưởng.
Theo báo cáo của FMI, số liệu nghiên cứu cũng cho thấy triển vọng của ngành xây dựng Hoa Kỳ cũng đang ở mức khá khả quan với mức tăng trưởng bình quân của lĩnh vực xây dựng dân dụng sẽ cải thiện lên mức 2.5%/năm trong giai đoạn 2019-2023 sau đợt sụt giảm trước đó trong giai đoạn 2015-2018.

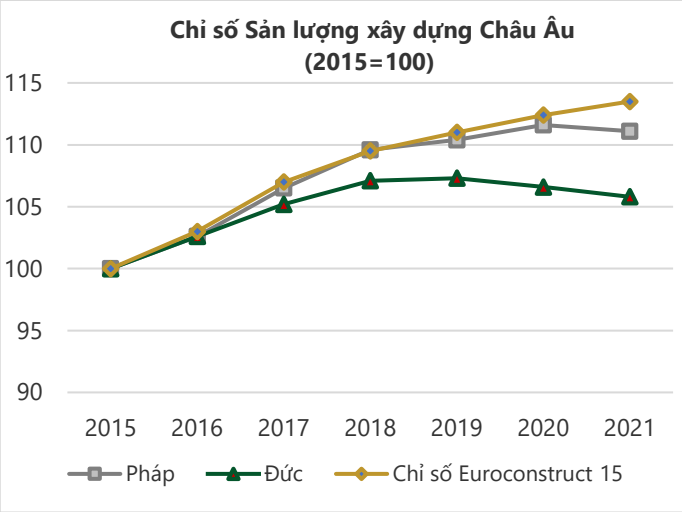


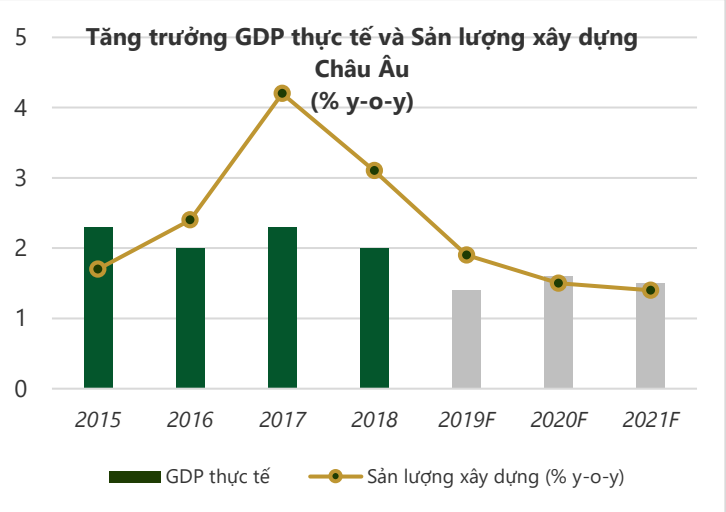
Nguồn: FMI Research

Do đó, chúng tôi đánh giá dư địa tăng trưởng của VCS tại Bắc Mỹ vẫn còn tiềm năng tăng trưởng, ước tính tỷ trọng doanh thu bán hàng của VCS tại khu vực tiếp tục duy trì ở mức cao và vẫn còn động lực để tăng khi tình hình thị trường chung đang có phục hồi khả quan. Dự phóng doanh thu Bắc Mỹ tăng trưởng 20% trong năm 2019 và 16% y-o-y giai đoạn 2020-2023.

Thị trường Châu Âu và Úc - Dự báo tăng trưởng khiêm tốn

Thị trường Châu Âu



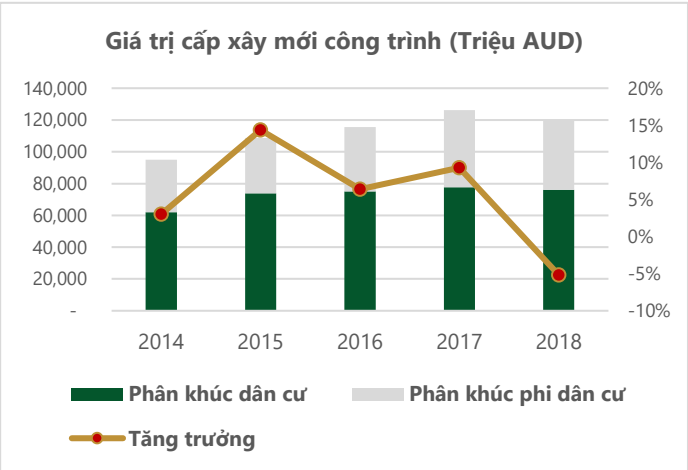


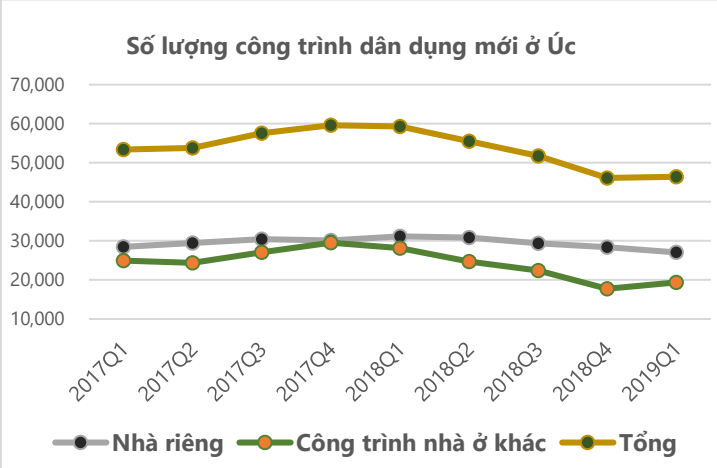
Nguồn: EuropeConstruct

Thị trường xây dựng châu Âu giai đoạn tới được đánh giá không có nhiều sự thay đổi với dự báo tăng trưởng ở mức khiêm tốn khoảng 2% trong năm 2019 và sẽ giảm dưới 1.5% trong giai đoạn 2019-2021 với nguyên nhân đến từ sự bão hòa của thị trường, áp lực nhân khẩu học. Động lực chính của thị trường châu Âu đến từ nền kinh tế Đức và Pháp tiếp tục được đánh giá kém khả quan khi đối diện với tình trạng trì trệ lĩnh vực xây dựng dân cư trong khi các thị trường này chiếm tới 66% tổng mức tiêu thụ các sản phẩm vật liệu ốp lát của châu Âu.*(Nguồn: BCTN VCS 2018*)

Do đó, đánh giá dư địa tăng trưởng của VCS tại Châu Âu không còn lớn, ước tính tỷ trọng doanh thu bán hàng của VCS tại khu vực cũng sẽ có thể chỉ duy trì ở mức ngang hiện tại và chưa có động lực để tăng nhiều khi tình hình thị trường chung cũng chưa có dấu hiệu sớm phục hồi khả quan. Dự phóng doanh thu tăng trưởng giai đoạn 2019-2023 ước đạt mức 2% y-o-y.

Thị trường Úc



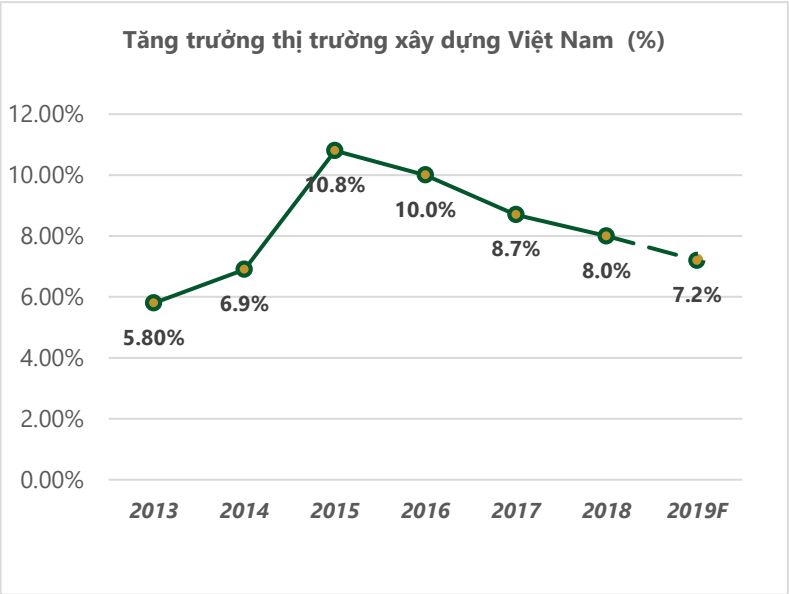


Nguồn: BMI

Tỷ trọng doanh thu của VCS được tại thị trường Úc đều giữ ở mức cao qua các năm 2014-2016, nhờ vào chiến lược kinh doanh hợp lý của công ty và mức tăng trưởng xây dựng tốt khiến nhu cầu sử dụng các sản phẩm ốp lát tăng cao. Tuy nhiên, số liệu ngành xây dựng của Úc cũng có những dấu hiệu của tăng trưởng chậm lại. Đánh giá những dữ liệu thu thập, chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu cho VCS ở Úc ước đạt mức giảm nhẹ -1% y-o-y giai đoạn 2019-2023.

Thị trường trong nước – Lợi thế từ thị trường mới

Nguồn: VCS Website



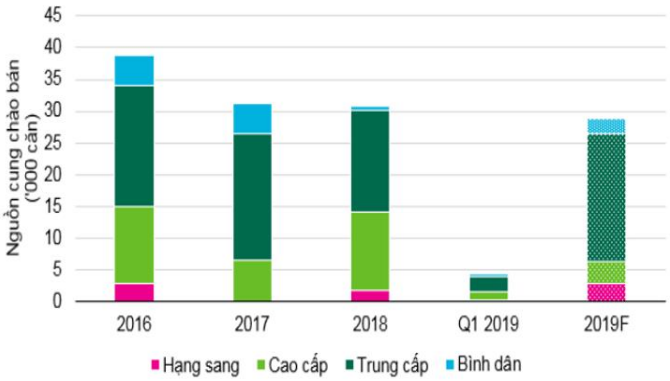
Nguồn: BMI

Giai đoạn 2016-2018 tăng trưởng ngành xây dựng Việt Nam có tín hiệu chững lại, tuy nhiên mảng doanh thu nội địa của VCS có mức tăng bình quân đạt 134% do tận dụng được quy mô thị trường mới và lộ trình chuyển dịch dần cơ cấu doanh thu theo hướng gia tăng thị phần trong nước.

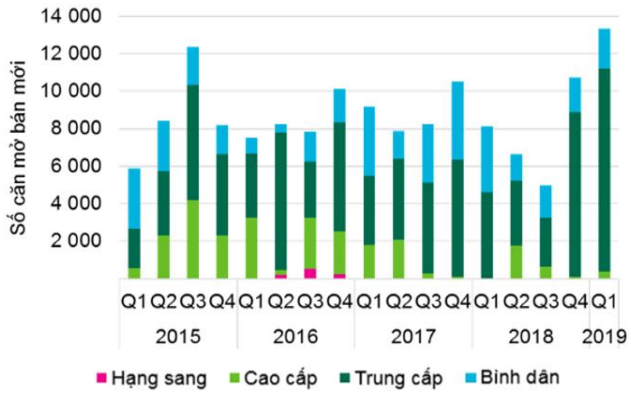
Chiến lược gia tăng thị phần trong nước, việc mở rộng hệ thống Showroom trên toàn quốc (tập trung vào các thành phố lớn) ở cả 3 miền Bắc-Trung-Nam cũng như đẩy mạnh các chiến dịch truyền thông đang được VCS thúc đẩy nhanh chóng. Chiến lược gia tăng thị phần nội địa so với thể hiện bước đi rõ ràng trong việc cụ thể hóa mục tiêu đưa doanh thu bán hàng nội địa lên mức 15% trong các năm tài chính tiếp theo khi bối cảnh nước ngoài tiềm ẩn rủi ro cho cơ cấu hơn 98% hàng xuất khẩu của VCS hiện tại.

Phân khúc chung cư trung cấp sẽ là động lực chính cho sản phẩm ốp lát nội địa, với giá đất ở TP HCM và Hà Nội ngày càng cao, đại bộ phận công chúng có xu hướng ngày càng dễ tiếp nhận nhà chung cư. Đây là nguồn cầu tiềm năng lớn trong tương lai cho các sản phẩm VCS tại thị trường nội địa. Báo cáo của CBRE cho thấy lượng mở bán mới trong năm 2019 dự kiến khoảng gần 50,000 căn tại Hà Nội và TP.HCM– mức tương đương với giai đoạn 2016 – 2018. Phân khúc trung cấp tiếp tục dẫn dắt thị trường, dự đoán chiếm khoảng 65%-70% tổng nguồn cung mở bán mới Hà Nội và 85% TP.HCM, cho thấy triển vọng mới cho sản phẩm ốp lát của VCS khi định vị sản phẩm ốp lát chủ yếu hướng đến phân khúc các trung và cao cấp tại thị trường nội địa.

Thị trường căn hộ bán TP.HCM, Nguồn cung chào bán



Thị trường chung cư Hà Nội, Số lượng căn mở bán mới theo phân khúc



Nguồn: CBRE

Thị phần thị trường đá ốp lát (countertops) hướng đến phân khúc tầm trung và cao cấp. Các sản phẩm ốp lát thay thế đều có mức giá cạnh tranh so với sản phẩm đá ốp lát của VICOSTONE. Với các phân khúc giá rẻ được đá Marble nhập khẩu và đá Nhân tạo Trung Quốc chiếm lĩnh khi các dòng sản phẩm này có mặt bằng giá thấp nhưng đi kèm với các đặc tính kỹ thuật không ưu việt như đá ốp lát VCS.

Ở phân khúc chất lượng cao cấp, các sản phẩm của VCS có những đặc tính sản phẩm cũng như định vị thương hiệu vượt trội so với các sản phẩm còn lại của thị trường đặc biệt là các sản phẩm có nguồn gốc Trung Quốc.

Việc hợp đồng Breton hết hạn không chứa đựng quá nhiều rủi ro. Hợp đồng Breton độc quyền đã kết thúc vào 7/2017, các doanh nghiệp khác có thể mua công nghệ gây áp lực cạnh tranh lên VCS trong tương lai. Tuy nhiên, để một doanh nghiệp đưa dây chuyền vận hành đi vào ổn định thì phải cần có thời gian để làm chủ công nghệ trong điều kiện quản trị tốt trong dài hạn, nên trong ngắn hạn rủi ro từ hết hạn hợp đồng độc quyền Breton sẽ không đáng kể đối với VCS. Chúng tôi đánh giá hiện tại rủi ro cạnh tranh đến từ việc hợp đồng Breton hết hiệu lực đối với VCS là không đáng kể trong ngắn hạn.

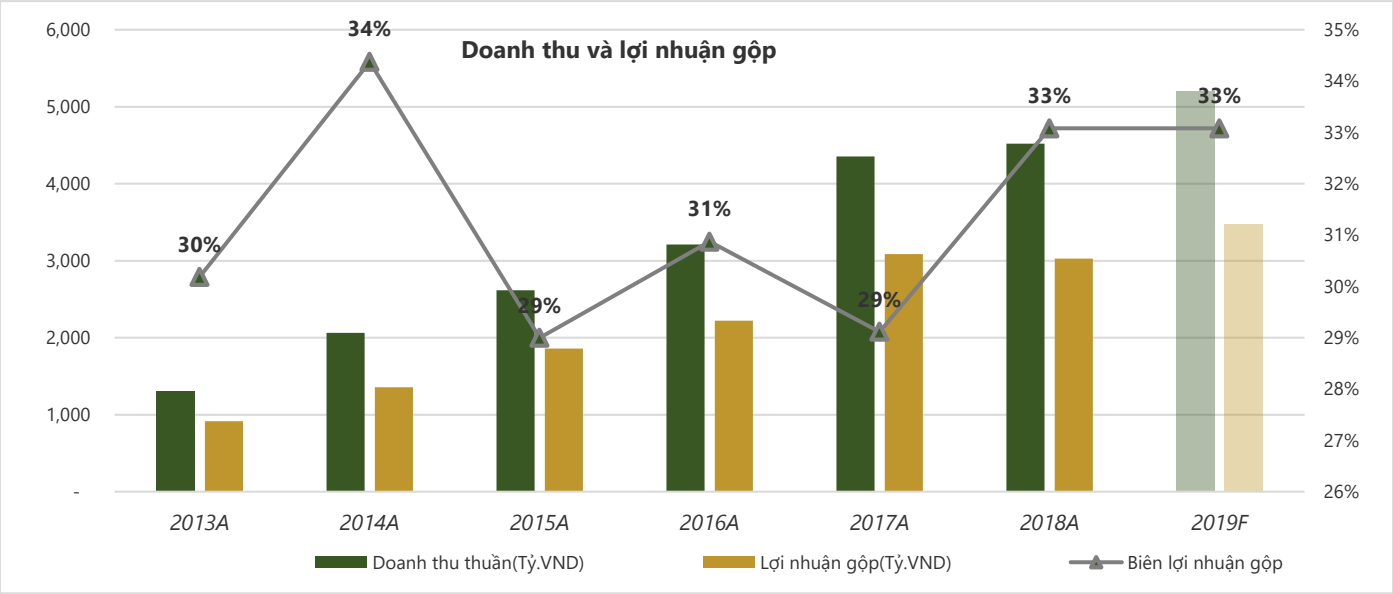
THỐNG KÊ TRUNG BÌNH GIÁ VẬT LIỆU ỐP LÁT TRONG NƯỚC

(VND/M2)	Bàn Bếp	Cầu thang	Mặt tiền
Đá Marble (nhập khẩu)	1,873,333	2,145,000	2,416,667
Đá Granite	1,310,000	1,520,000	1,560,000
Đá Nhân tao Trung Quốc	2,000,000-2,500,000	2,000,000-2,500,000	2,000,000-2,500,000
Đá Nhân tạo Hàn Quốc	3,800,000-4,300,000	3,800,000-4,300,000	3,800,000-4,300,000
Đá Dupont	4,000,000-4,700,000	4,000,000-4,700,000	4,000,000-4,700,000
Đá VICOSTONE	4,200,000-10,500,000	4,200,000-10,500,000	4,200,000-10,500,000

Nguồn: PHS tổng hợp, VCS websites

Nhìn chung, với lộ trình chuyển dịch cơ cấu doanh thu sang mảng thị trường nội địa rõ ràng, với dư địa tăng tích cực, chúng tôi vẫn đánh giá triển vọng tăng trưởng cho VCS tại thị trường nội địa sẽ đạt mức tăng trưởng khả quan với mức tăng trưởng bình quân xấp xỉ 100% năm 2019-2023.

Chi tiết định giá



Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Theo định giá, triển vọng phục hồi của VCS trong năm 2019 dựa vào thị trường Bắc Mỹ với sản lượng xuất khẩu tiếp tục lấy lại được đà tăng sau giai đoạn bị ảnh hưởng bởi nguồn cung tồn kho dư thừa sản phẩm trong giai đoạn Trung Quốc xuất ồ ạt để tránh thuế từ nửa đầu năm 2018. Thêm vào đó, việc nhận chuyển nhượng nhà máy Phenikaa từ công ty mẹ tại Huế sẽ hỗ trợ VCS giữ biên lợi nhuận gộp ở mức cao 33.1% nhờ tự chủ và nội địa hóa được nguồn nguyên liệu đầu vào hướng đến mục tiêu phát triển bền vững. Vì vậy chúng tôi đánh giá cao về tiềm năng tăng trưởng trong trung và dài hạn của VCS khi xu hướng sử dụng sản phẩm nhân tạo, ít thâm dụng tài nguyên thiên nhiên trở nên phổ biến hơn ở các quốc gia phát triển mà doanh thu VCS chiếm chủ đạo.

Với quan điểm thận trọng, chúng tôi ước tính doanh thu 2019 của công ty đạt 5,168 tỷ đồng (+14.3%), với giả định chính doanh thu từ thị trường Bắc Mỹ lấy lại mức tăng 20% trong năm 2019. Biên lợi nhuận kỳ vọng sẽ giữ ở mức cao 33.1% nhờ chủ động nội địa hóa nguyên liệu đầu vào và giải quyết bài toán tồn kho thành phẩm, qua đó ước tính LNST 2019F đạt 1,325.38 tỷ (+18.0%). Bằng phương pháp DCF và P/E, mức giá mục tiêu của cổ phiếu VCS vào khoảng 74,930 VND/ cổ phiếu, tương ứng với mức tăng 8.43%. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị NẮM GIỮ dành cho cổ phiếu này.

Chiết khấu dòng tiền DCF

Chỉ tiêu (triệu đồng)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
LNST	1,325,382	1,303,753	1,461,941	1,646,922	1,858,221
Lãi Vay Sau thuế	68,052	74,711	82,956	92,434	103,328
Khấu hao	94,497	71,651	72,146	72,808	72,789
Thay đổi VLĐ	-208,779	-226,335	-327,302	-356,653	-466,892
Chi TSCĐ	-489,408	-29,481	-28,618	-31,518	-29,727
FCFF	789,745	1,194,300	1,261,122	1,423,993	1,537,719
WACC	13.64%	-	-	-	-
Hệ số chiết khấu	1	2	3	4	5
PV CF	694,941	924,087	858,334	852,524	809,795

PV Giá trị cuối cùng	7,087,871
Giá trị DN	11,254,780
Nợ	-1,150,562
Tiền mặt	427,352
Giá trị vốn hóa	10,531,570
CP lưu hành (x1000)	156,800
Giá mỗi cổ phiếu (VND/CP)	67,166

Định giá so sánh P/E

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (Triệu USD)	P/E
CAESARSTONE LTD	Hoa Kỳ	502.1	**15.15x**
DYNASTY CERAMIC PUB CO LTD	Thái Lan	467.5	**12.94x**
WIJAYA KARYA BETON TBK PT	Indonesia	363.1	**10.29x**
	Mean	444.2	**12.8x**

Phương pháp	Giá	Tỷ lệ	
DCF	67,166	80%	53,732.50
PE	105,989	20%	21,197.80
		Tổng	74,930.30

Rủi ro

(1) **Chiến tranh thương mại,** dù VCS được đánh giá là sẽ được hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ -Trung, tuy nhiên rủi ro từ cuộc chiến vẫn có thể khá khó lường.

(2) **Áp lực cạnh tranh,** trong ngành sản xuất đá nhân tạo, áp lực cạnh tranh gay gắt không chỉ từ các nhà sản xuất đá thạch anh khác, từ các nhà cung cấp đá tự nhiên, mà còn từ các nhà sản xuất các vật liệu thay thế khác trên thị trường như laminate,ceramic tấm lớn hay gỗ ép, bê tông..

(3) **Sở hữu và thanh khoản của cổ phiếu,** vấn đề sở hữu tập trung của các tổ chức và cá nhân liên quan làm lượng free-float của VCS ở mức thấp, thanh khoản đối với cổ phiếu VCS là vấn đề mà nhà đầu tư cần chú ý khi tham gia giao dịch.

(4) **Ghi nhận khoản nợ dài hạn mới** khi nhận chuyển nhượng nhà máy Phenikaa Huế từ công ty mẹ sau giai đoạn không duy trì nợ vay dài hạn.

(5) **Các khoản phải thu cao,** chiếm đến 32% tổng tài sản trong đó các khoản phải thu nội bộ của các bên liên quan chiếm đến hơn 50% tổng phải thu.

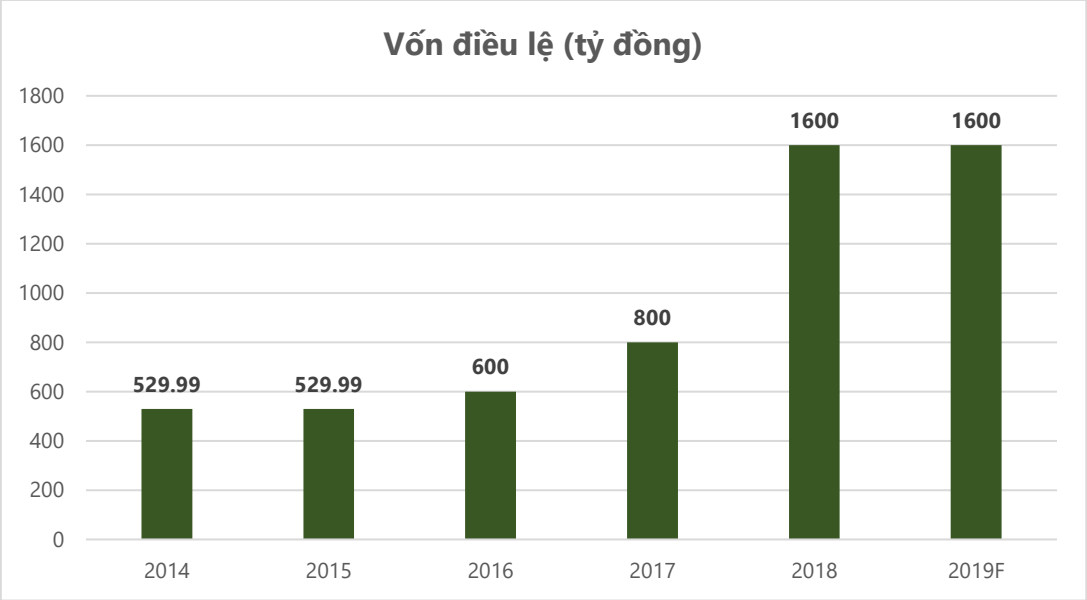
Sơ lược công ty

Ngày 19/12/2002, Nhà máy Đá ốp lát cao cấp Vinaconex, tiền thân của Công ty CP VICOSTONE, được thành lập. Ngày 02/06/2005, VICOSTONE chính thức đi vào hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần. Ngày 17/12/2007, VICOSTONE chính thức khai trương phiên giao dịch đầu tiên tại Trung tâm chứng khoán Hà Nội, nay là Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Năm 2008, công ty chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty mẹ-công ty con. Năm 2013, công ty đổi tên thành Công ty CP VICOSTONE. Đến ngày 13/08/2014, công ty thực hiện tái cơ cấu, trở thành công ty con của CTCP Phượng Hoàng Xanh A&A (Phenikaa).

Lĩnh vực hoạt động chính của VICOSTONE là sản xuất, kinh doanh đá ốp lát nhân tạo gốc thạch anh theo công nghệ được chuyển giao từ hãng Breton S. P. A (Ý). Với 2 dây chuyền sản xuất đá nhân tạo sử dụng kỹ thuật tiên tiến và công nghệ mới nhất hiện nay, VICOSTONE cung cấp ra thị trường trên 1 triệu m2 mỗi năm với hai nhóm sản phẩm chính là đá tấm và đá cắt thành phẩm.

VICOSTONE hiện đang đẩy mạnh việc phát triển hệ thống phân phối, đặc biệt là khu vực Bắc Mỹ. VICOSTONE hiện đang duy trì 02 kênh phân phối: gián tiếp và trực tiếp dưới thương hiệu VICOSTONE. Chiến lược đầu tư của công ty lấy sản xuất công nghiệp, vật liệu mới cao cấp là kinh doanh cốt lõi, vật liệu sinh thái là mũi nhọn, cân bằng giữa phát triển công ty bền vững và đóng góp ngày càng nhiều cho cộng đồng, đảm bảo môi trường lao động trong công ty xanh-sạch-không khói bụi, không độc hại và không gây hại môi trường bên ngoài.

Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



Nguồn: VCS và PHS tổng hợp

Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F
Doanh thu thuần	2,063.5	2,616.2	3,211.5	4,352.5	4,521.6	5,168.3
Giá vốn hàng bán	1,354.2	1,857.5	2,220.1	3,085.3	3,026.0	3,458.7
Lợi nhuận gộp	709.3	758.6	991.4	1,267.2	1,495.6	1,709.6
Chi phí bán hàng	67.7	77.0	76.8	95.6	99.9	99.9
Chi phí QLDN	88.0	55.5	59.4	52.2	46.1	52.7
Lợi nhuận từ HĐKD	553.7	626.1	855.2	1,119.4	1,349.6	1,556.9
Lợi nhuận tài chính	(302.8)	(144.5)	(45.0)	5.6	(28.5)	1.0
Chi phí lãi vay	89.4	81.1	50.2	40.6	32.2	79.9
Lợi nhuận trước thuế	261.5	479.2	813.8	1,125.0	1,318.5	1,555.4
Lợi nhuận sau thuế	212.2	404.6	676.0	1,121.8	1,123.5	1,325.4
Cân đối kế toán	**2014A**	**2015A**	**2016A**	**2017A**	**2018A**	**2019F**
Tài Sản Ngắn Hạn	**1,876.3**	**2,010.9**	**2,729.1**	**3,291.3**	**3,794.5**	4,034.7
Tiền và tương đương tiền	77.3	295.4	434.0	656.3	427.4	435.0
Đầu tư tài chính ngắn hạn	313.9	6.2	0.0	30.0	0.0	17.4
Phải thu ngắn hạn	440.1	496.5	699.4	951.3	1,250.0	1,258.2
Hàng tồn kho	905.7	1,122.0	1,458.2	1,513.9	1,986.8	2,122.2
Tài sản ngắn hạn khác	139.3	90.9	137.5	139.8	130.4	201.8
Tài Sản Dài Hạn	**741.6**	**735.3**	**568.8**	**518.4**	609.8	1,004.7
Phải thu dài hạn	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tài sản cố định	655.7	597.3	548.4	483.8	548.7	842.4
Bất động sản đầu tư	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Chi phí xây dựng dở dang	78.2	123.1	4.7	20.7	40.5	141.7
Đầu tư tài chính dài hạn	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tài sản dài hạn khác	7.7	15.0	15.7	13.9	20.6	20.6
Lợi thế thương mại	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tổng cộng tài sản	**2,647.9**	**2,781.5**	**3,337.9**	**3,809.8**	**4,404.3**	**5,116.9**
Nợ phải trả	**1,862.1**	**1,782.9**	**1,890.8**	**1,413.9**	**1,673.8**	**1,757.4**
Nợ ngắn hạn	1,507.2	1,457.9	1,714.2	1,413.4	1,673.4	1,451.1
Nợ dài hạn	355.0	324.9	176.6	0.4	0.3	306.3
Vốn chủ sở hữu	**785.6**	**998.4**	**1,447.1**	**2,395.9**	**2,730.6**	**3,359.5**
Vốn điều lệ	530.0	530.0	600.0	800.0	1,600.0	1,600.0
Thặng dư VCP	322.1	322.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Lợi nhuận GL	228.9	428.3	783.7	1,506.9	1,282.0	1,873.8
Quỹ đầu tư phát triển	46.5	87.6	63.4	89.0	89.0	126.1
Quỹ dự phòng	27.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tổng nguồn vốn	**2,647.9**	**2,781.5**	**3,337.9**	**3,809.8**	**4,404.3**	**5,116.9**

Lưu chuyển tiền tệ	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	9.1	230.9	785.2	707.3	321.0	1,138.6
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(182.0)	261.6	(114.3)	(61.0)	(110.9)	(530.6)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	141.0	(274.2)	(531.8)	(425.1)	(436.2)	(600.3)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(31.8)	218.4	139.0	221.2	(226.1)	7.7
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	109.3	77.3	295.4	434.0	656.3	427.4
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	77.3	295.4	434.0	656.3	427.4	435.0

Chỉ số tài chính (%)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F
Tăng trưởng						
Doanh thu		26.8%	22.8%	35.5%	3.9%	14.3%
Lợi nhuận sau thuế		90.8%	67.1%	65.9%	0.2%	18.0%
Tổng tài sản		5%	20%	14%	16%	16.2%
Tổng vốn chủ sở hữu		-4%	5%	20%	14%	15.6%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	34.4%	29.0%	30.9%	29.1%	33.1%	33.1%
Tỷ suất EBIT	26.8%	23.9%	26.6%	25.7%	29.8%	30.1%
Tỷ suất EBITDA	32.3%	26.6%	28.7%	27.3%	31.5%	32.0%
Tỷ suất lãi ròng	10.3%	15.5%	21.0%	25.8%	24.8%	25.6%
ROA	7.7%	15.3%	24.3%	33.6%	29.5%	30.1%
ROE	20.0%	51.5%	67.7%	77.5%	46.9%	48.5%
Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay khoản phải thu	5.1x	5.5x	5.3x	5.3x	4.1x	4.1x
Vòng quay hàng tồn kho	2.4x	2.5x	2.4x	2.9x	2.6x	2.4x
Vòng quay khoản phải trả	11.0x	14.1x	7.5x	6.4x	9.1x	9.6x
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.0x	1.2x	1.4x	1.6x	2.3x	2.3x
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.3x	0.5x	0.4x	0.7x	0.9x	1.3x
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.7x	0.6x	0.6x	0.4x	0.4x	0.3x
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	2.4x	1.8x	1.3x	0.6x	0.6x	0.5x
Vay ngắn hạn/VCSH	1.5x	1.2x	0.7x	0.4x	0.4x	0.3x
Vay dài hạn/VCSH	0.4x	0.3x	0.1x	0.0x	0.0x	0.1x

Nguồn: PHS

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%
Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%
Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.
Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).
Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM
Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479 Fax: (+84-28) 5 413 5472
Customer Service: (+84-28) 5 411 8855 Call Center: (+84-28) 5 413 5488
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng
Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM
Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478
Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3
Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068
Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Thanh Xuân
Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.
Phone: (+84-24) 6 250 9999
Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình
Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.
Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405
Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Hà Nội
Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Phone: (+84-24) 3 933 4560
Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng
Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng
Phone: (+84-22) 384 1810
Fax: (+84-22) 384 1801