

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

**Bùi Đức Duy**

Chuyên viên phân tích

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

Điện thoại: (+84.24) – 3773 7070 - Ext: 4307

Người phê duyệt báo cáo:

**Nguyễn Thị Kim Chi**

Phó giám đốc Phân tích đầu tư

**Biến động giá VCS & VNIndex**


Thông tin giao dịch	17/06/2020
Giá hiện tại (VNĐ)	62.500
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	108.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	51.300
Số lượng CP niêm yết (triệu CP)	160,0
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	155,2
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	379,197
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0,0
Vốn điều lệ	1.600
Vốn hóa (tỷ VND)	9.653

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	(%)
CTCP Tập đoàn Phương Hoàng Xanh A&A	84,16
Ông Hồ Xuân Năng – Chủ tịch HĐQT	3,74
Ông Phạm Trí Dũng – Phó TGĐ	0,22
Ông Lưu Công An – Phó TGĐ	0,20
Khác	11,68

**Tổng doanh thu năm 2019 của VCS đạt 5.569 tỷ đồng (104,9% KH2019 & 123,2% TH2018).** Trong đó, 89,9% doanh thu từ bán thành phẩm đá ốp lát nhân tạo, ước tính đạt 5.006 tỷ đồng và 9,0% doanh thu tương đương với 500,4 tỷ đồng từ bán nguyên vật liệu & phụ tùng cho Phương Hoàng Xanh A&A và Style Stone.

**Lợi nhuận trước thuế 2019 đạt 1.652,7 tỷ đồng, tương đương tỉ lệ thực hiện 105,6% KH2019 và tăng 25,3% so với cùng kỳ 2019.** Tỉ suất lợi nhuận ròng trên tổng doanh thu đạt 34,4%; tăng 1,3 điểm phần trăm so với năm 2018.

**Kế hoạch phân phối lợi nhuận năm 2019.** Trả cổ tức bằng tiền mặt 6.000 đồng/cổ phiếu, tương đương 947 tỷ đồng. Trích quỹ khen thưởng và phúc lợi 6% (84 tỷ đồng) và trích thưởng ban quản lý điều hành 2%, tương đương 28 tỷ đồng.

**VCS mở rộng quy mô sản xuất với việc đầu tư dây chuyền rung ép số 3.** Tổng mức đầu tư 220 tỷ đồng và dự kiến hoàn thành trong quý 3/2020. Như vậy, VCS sẽ có 3 dây chuyền rung ép đồng bộ công nghệ Breton với tổng công suất thiết kế từ 1,5 - 1,8 triệu m<sup>2</sup>/năm.

**Năm 2020, dưới ảnh hưởng của dịch Covid-19, VCS đặt kế hoạch thận trọng với doanh thu thuần hợp nhất đạt 5.632 tỷ đồng (+1,25% TH2019) và lợi nhuận trước thuế 1.669 tỷ đồng (+0,98% TH2019).**

**KHUYẾN NGHỊ:** Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VCS với mức giá mục tiêu là **86.300 VNĐ/cp**, cao hơn **38,1%** so với mức giá đóng cửa ngày 17/06/2020. ([Chi tiết](#))

**Luận điểm đầu tư:**

- Chính sách áp thuế chống bán phá giá đối với đá nhân tạo của Trung Quốc (2019) cùng Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ (2020) đã mở ra triển vọng gia tăng thị phần sản lượng xuất khẩu của VCS tại Mỹ, thị trường chiếm tới 70% doanh thu xuất khẩu hàng năm của VCS.
- FPTS ước tính doanh thu và lợi nhuận hợp nhất VCS năm 2020 tăng 1,7% và 1,3% so với 2019. Mức tăng trưởng dưới 2% do ảnh hưởng của dịch Covid-19 trong Q2/2020 (doanh thu xuất khẩu trong kỳ ước giảm 30% yoy). Tuy nhiên, kết quả kinh doanh Q1/2020 tăng trưởng cao và tình hình dịch bệnh dự kiến được kiểm soát trong nửa cuối năm kỳ vọng giúp VCS có tăng trưởng trong hoạt động kinh doanh so với 2019 (đến từ xây dựng dân dụng nhà để ở tại Mỹ kỳ vọng phục hồi và thị phần xuất khẩu gia tăng của VCS tại quốc gia này).
- Do dịch Covid-19, trong 5 tháng đầu năm 2020, giá polyester resin đã giảm mạnh 17,3% so với trung bình 2019. Chi phí polyester chiếm 36% chi phí nguyên liệu đầu vào của VCS, do vậy, VCS kỳ vọng sẽ tăng biên lợi nhuận gộp trong năm 2020.

**Rủi ro đầu tư:**

- Rủi ro biến động giá polyester resin do phụ thuộc vào biến động giá dầu thế giới.

**I. ĐÁNH GIÁ KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2019**

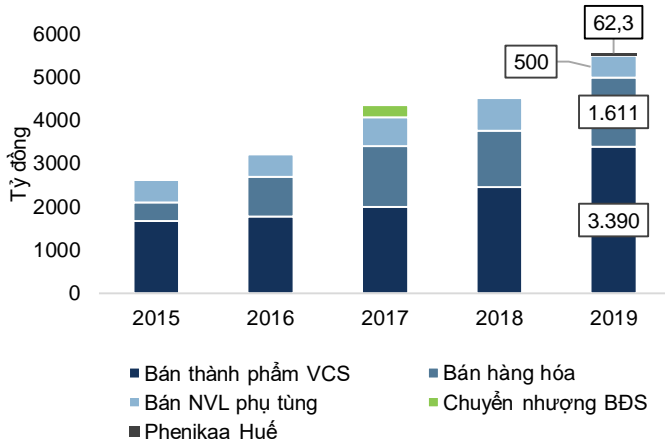
Đơn vị: Tỷ VND	2018	2019	%YoY	KH 2019	% KH	FPTS dự phóng	Nhận xét
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>4.522</b>	<b>5.569</b>	<b>+23,2%</b>	<b>5.310</b>	<b>104,9%</b>	<b>5.200</b>	Tổng doanh thu hợp nhất năm 2019 của VCS đạt 5.569 tỷ đồng (+23,2% yoy). Giá trị xuất khẩu đá nhân tạo đạt 182,3 triệu USD (+29,9% yoy). Mức tăng trưởng doanh cao tới từ: (1) Diễn biến có lợi cho VCS tại thị trường chính Mỹ từ vụ kiện Trung Quốc bán phá giá, (2) Nhu cầu đá nhân tạo tăng mạnh trong năm 2019 từ xây dựng nhà ở.
Doanh thu thuần	4.521	5.563	23,0%			5.195	
Giá vốn hàng bán	3.026	3.651	20,7%			3.411	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.496</b>	<b>1.912</b>	<b>27,8%</b>			<b>1.784</b>	Trong khi biên lợi nhuận gộp từ bán nguyên vật liệu và xuất đá nhân tạo sản xuất của Phenikaa và Style Stone dự kiến không thay đổi, biên lợi nhuận gộp của đá sản xuất bởi VCS cải thiện trong năm 2019 từ giá nguyên liệu chính đầu vào (quartz và nhựa polyester resin) giảm.
Doanh thu tài chính	41,4	26,3	-36,5%			50,8	
Chi phí tài chính	69,9	68,0	-2,7%			85,8	Chi phí lãi vay tăng mạnh so với cùng kỳ đến từ việc hợp nhất báo cáo tài chính Phenikaa Huế.
<i>Chi phí lãi vay</i>	32,2	60,0	86,3%			65,4	
Chi phí bán hàng	99,9	154,1	54,3%			129,6	
Chi phí quản lý	46,1	62,4	35,4%			52,8	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.321</b>	<b>1.654</b>	<b>25,2%</b>			<b>1.567</b>	
Lợi nhuận khác	-2,6	-1,3				-2,6	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1.319</b>	<b>1.653</b>	<b>25,3%</b>	<b>1.565</b>	<b>105,6%</b>	<b>1.564</b>	
Thuế thu nhập doanh nghiệp	195	243				235	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1.124</b>	<b>1.410</b>	<b>25,4%</b>			<b>1.329</b>	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	33,1%	34,4%				34,3%	
CP bán hàng/Doanh thu	2,2%	2,8%				2,5%	
CP quản lý/Doanh thu	1,0%	1,1%				1,0%	
Tỷ suất lợi nhuận từ HĐKD	29,2%	29,7%				30,2%	
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	24,9%	25,3%				25,6%	

Nguồn: BCTC hợp nhất VCS 2019, FPTS Tổng hợp.

## 1. Bắc Mỹ, Úc và châu Âu tiếp tục là thị trường trọng điểm, tổng chiếm 98% doanh thu xuất khẩu

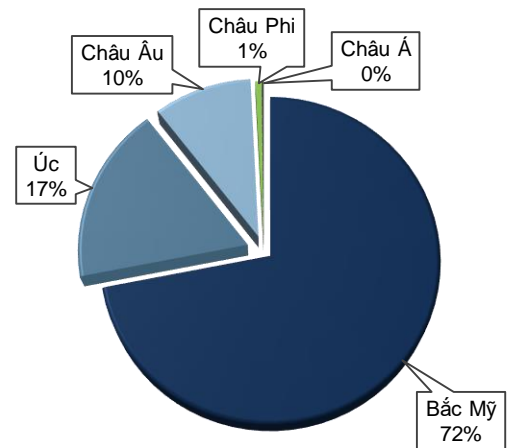
Kết thúc năm 2019, doanh thu thuần hợp nhất của VCS đạt 5.563 tỷ đồng (+23,0% yoy & 104,9% KH2019). Trong đó, doanh thu từ bán thành phẩm sản xuất bởi VCS ước tính đạt 3.390 tỷ đồng (+38,2% yoy). Doanh thu từ bán hàng hóa (sản phẩm đá nhân tạo sản xuất bởi nhà máy của Phenikaa và Style Stone) ở mức 1.611 tỷ đồng (+23,0% yoy) và doanh thu bán nguyên vật liệu, phụ tùng đạt 499,8 tỷ đồng, giảm 34,1% so với cùng kì. Doanh thu thuần của Phenikaa Huế ước tính ở mức 62,3 tỷ đồng trong năm 2019.

**Cơ cấu doanh thu VCS (ước tính)**



(\*) Hàng hóa là sản phẩm đá nhân tạo sản xuất bởi 2 nhà máy của Phenikaa và nhà máy Stylestone được VCS mua lại và phân phối

**Cơ cấu doanh thu xuất khẩu 2019**



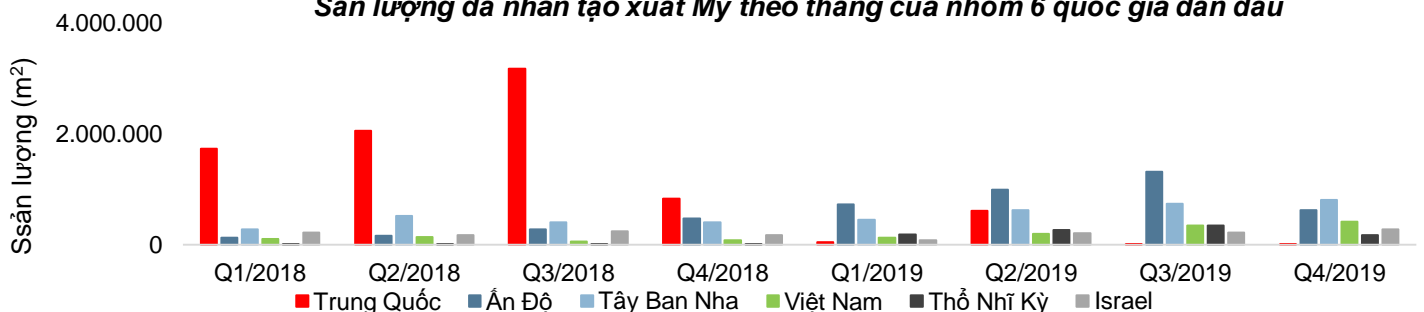
Nguồn: VCS, FPTS Tổng hợp & ước tính.

Doanh thu thuần bán thành phẩm tại thị trường nước ngoài của VCS ước đạt 4.600 tỷ đồng (+29,8% yoy) với động lực tăng trưởng chính đến từ diễn biến có lợi cho Việt Nam tại thị trường chính Mỹ. Đối với thị trường trong nước, mức đóng góp vào doanh thu của VCS còn thấp. Doanh thu tại Việt Nam ước tính 401,2 tỷ đồng (+82,1% yoy). Đây là mức tăng trưởng doanh thu nội địa đáng ghi nhận khi xét trong bối cảnh thị trường Việt Nam vẫn ưa chuộng các sản phẩm đá tự nhiên với giá bán thấp hơn cùng một số đối thủ sản xuất đá nhân tạo nội địa như Royal Stone, Phú Sơn Stone hay Khang Minh Conslab Thạch Anh.

### Tăng trưởng doanh thu 2019 của VCS tới từ hai động lực chính:

**(a) VCS gia tăng sản lượng đá nhân tạo xuất Mỹ khi các đối thủ từ Trung Quốc, Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ bị áp thuế chống bán phá giá**

**Sản lượng đá nhân tạo xuất Mỹ theo tháng của nhóm 6 quốc gia dẫn đầu**



Nguồn: USITC, FPTS Tổng hợp.

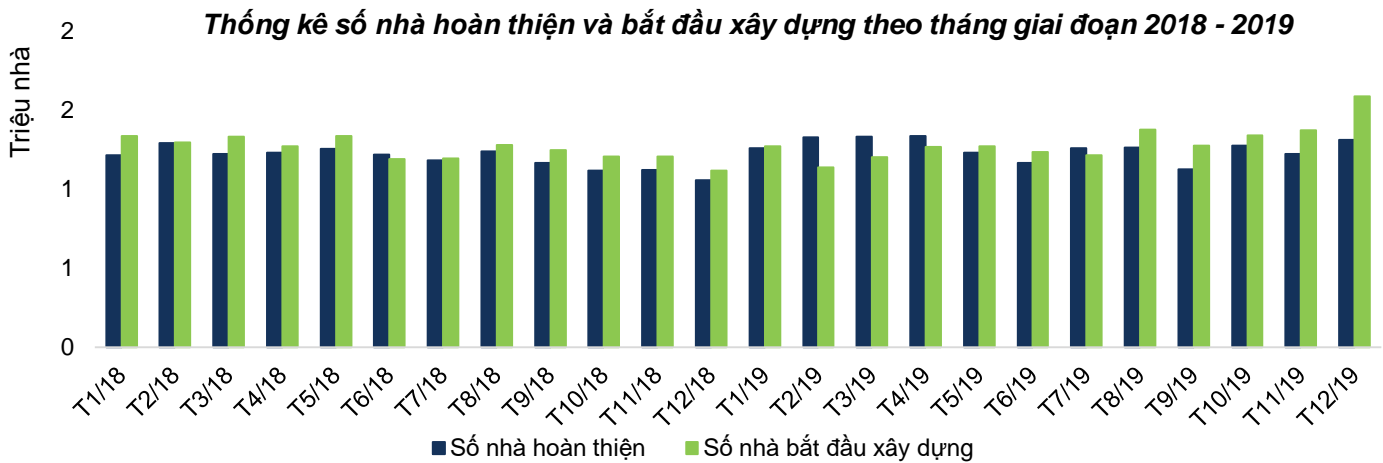
Kể từ tháng 9/2018, vụ kiện bán phá giá và nhận trợ cấp từ chính phủ đối với sản phẩm đá nhân tạo Trung Quốc đã khiến sản lượng đá nhân tạo của quốc gia này vào Mỹ suy giảm mạnh.. Tổng sản lượng xuất Mỹ của Trung Quốc chỉ là 680 nghìn m<sup>2</sup> trong năm 2019, giảm mạnh 91,3% so với 2018. Điều này mở ra cơ hội gia tăng mạnh mẽ thị phần sản lượng xuất vào Mỹ của các quốc gia vốn trước đây gặp áp lực cạnh tranh gay gắt với Trung Quốc như Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ, Tây Ban Nha, Israel và Việt Nam. Trong đó, Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ là hai nước nhanh chóng mở rộng thị phần từ sự suy giảm của Trung Quốc khi sản lượng xuất Mỹ của hai quốc gia lần lượt tăng 252,5% và 196,4% so với cùng kỳ. Tuy

nhiên, sản lượng trong quý 4/2019 của Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ có sự suy giảm khi Mỹ bắt đầu điều tra bán phá giá đối với đá nhân tạo từ hai nước này và bước đầu đưa ra mức thuế chống phá giá dự kiến.

Sản lượng đá nhân tạo xuất vào Mỹ của Việt Nam cả năm 2019 đạt gần 1,1 triệu m<sup>2</sup>, tăng trưởng mạnh 189,5% so với cùng kỳ. Tổng giá trị xuất khẩu đạt 204,5 triệu USD (+105,3% yoy). Kết thúc năm 2019, Việt Nam đứng thứ 3 về sản lượng và thứ 4 về giá trị xuất khẩu đá nhân tạo vào thị trường Mỹ. Đây là động lực chính giúp VCS tăng trưởng 23,0% về doanh thu năm 2019 do đá nhân tạo Vicostone chiếm chủ yếu trong sản lượng đá nhân tạo Việt Nam xuất Mỹ.

**(b) Nhu cầu đá nhân tạo năm 2019 tại Mỹ gia tăng từ đà tăng trưởng tốt của xây dựng dân dụng nhà ở ở**

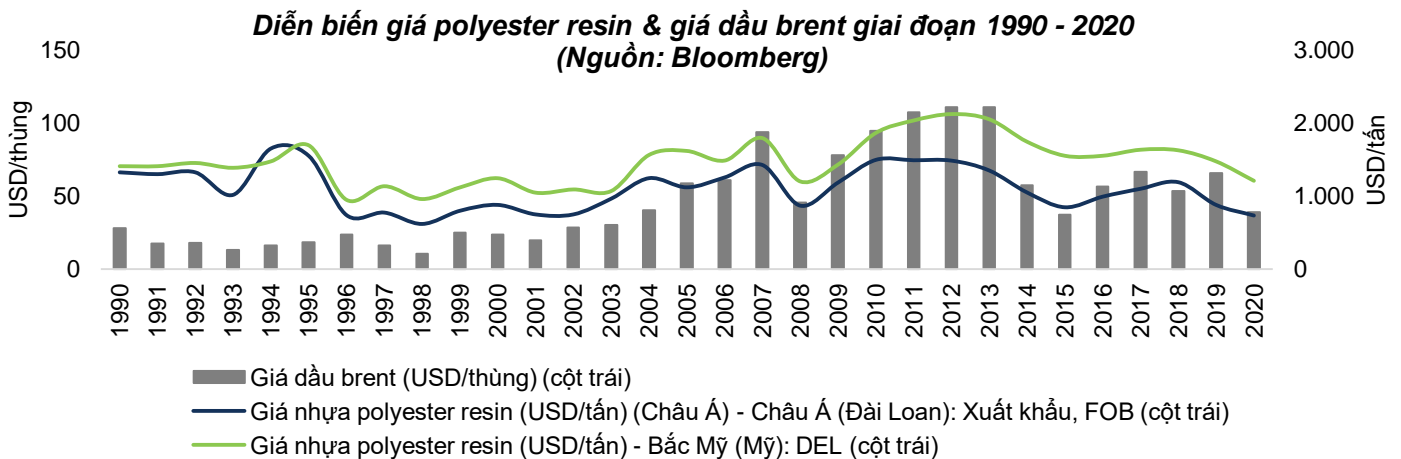
Các sản phẩm countertop đá thạch anh, với đặc thù sử dụng làm mặt bàn và bộ bếp, chủ yếu được tiêu thụ trong xây dựng và hoàn thiện nhà ở. Vì vậy, tăng trưởng nhà ở bắt đầu xây và nhà ở hoàn thiện là động lực thúc đẩy hoạt động tiêu thụ đá nhân tạo, đặc biệt tại thị trường Mỹ – thị trường chiếm tới 72% doanh thu 2019 của VCS.



Nguồn: Cục thống kê Mỹ, FPTS Tổng hợp.

Trong năm 2019, tổng số nhà bắt đầu xây dựng tại Mỹ đạt 15,543 triệu (+3,59% yoy) và số nhà hoàn thiện là 15,098 triệu (+5,59% yoy). Mức tăng trưởng cao hơn nhiều so với giai đoạn 2017 – 2018 khi chỉ ở mức 3,43% đối với nhà đang xây và 3,44% đối với nhà hoàn thiện. Nhu cầu đá nhân tạo từ thị trường xây dựng dân dụng tăng trưởng tốt cùng với thị phần VCS tại Mỹ gia tăng (hưởng lợi từ sự rút lui của đá nhân tạo Trung Quốc) giúp kim ngạch xuất khẩu của VCS đạt 182,25 triệu USD, tăng trưởng mạnh 29,95% so với 2018.

**2. Giá nguyên liệu chính (đá thạch anh – quartz và nhựa polyester resin) giảm trong năm 2019**



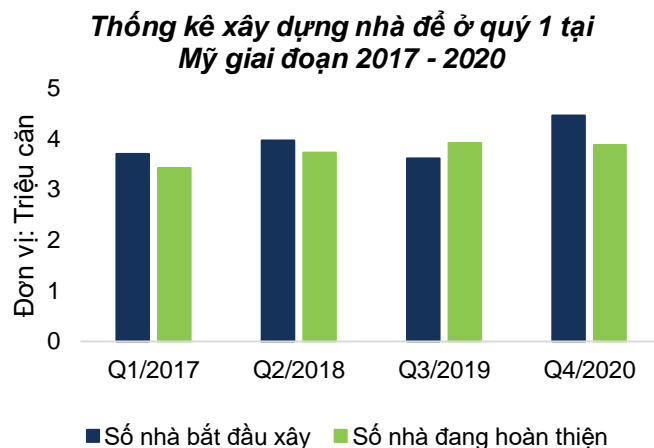
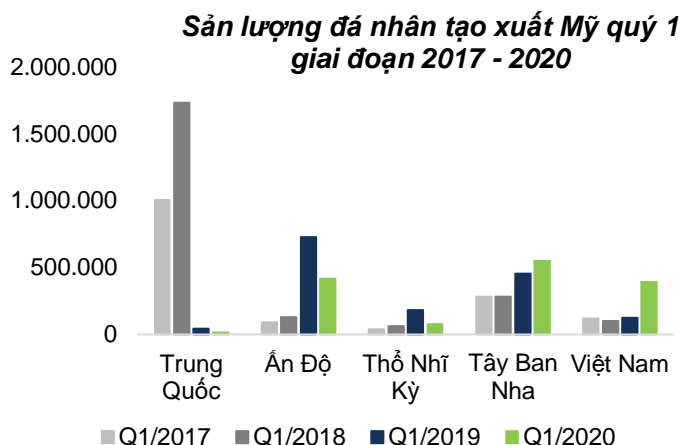
Đá quartz và chất kết dính polyester resin là hai nguyên liệu chính trong sản xuất đá nhân tạo của VCS, chiếm tỉ trọng lần lượt khoảng 34% và 36% chi phí nguyên liệu của doanh nghiệp. Trong năm 2019, giá hai nguyên liệu này đều giảm giúp VCS gia tăng tỉ suất lợi nhuận gộp. Cụ thể, theo báo cáo về nguyên liệu của Caesarstone, giá quartz giảm trung bình 3,5% so với 2018 và giá polyester resin giảm gần 12,0%. Diễn biến giá này ước tính giúp giá thành sản xuất đá nhân tạo sản xuất của VCS giảm 1,1% (đá quartz giảm) và 3,8% (polyester resin giảm).

**II. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH QUÝ 1 NĂM 2020**

Đơn vị: Tỷ VND	Q1/2020	%YoY	%KH 2020	2020(F)	%YoY	% KH2020
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>1.376</b>	<b>+21,6%</b>	<b>24,4%</b>	<b>5.661</b>	<b>+1,7%</b>	<b>100,5%</b>
Doanh thu thuần	1.368	+20,8%		5.656	+1,7%	
Giá vốn hàng bán	919	+18,6%		3.695	+1,2%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>449</b>	<b>+25,8%</b>		<b>1.961</b>	<b>+2,6%</b>	
Doanh thu tài chính	8,5	+24,4%		38,7	+46,8%	
Chi phí tài chính	43,9	+372,0%		110,2	+62,0%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	20,1	+28,4%		82,3	+37,1%	
Chi phí bán hàng	38,1	+7,6%		143,0	-7,2%	
Chi phí quản lý	18,9	+47,7%		71,3	+14,3%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>357</b>	<b>+16,7%</b>		<b>1.675</b>	<b>+1,3%</b>	
Lợi nhuận khác	-3,4			-1,3		
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>354</b>	<b>+15,7%</b>	<b>21,2%</b>	<b>1.674</b>	<b>+1,3%</b>	<b>100,3%</b>
Thuế thu nhập doanh nghiệp	50			251,1	+3,5%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>304</b>	<b>+17,2%</b>		<b>1.423</b>	<b>+0,9%</b>	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	32,8%			34,7%		
CP bán hàng/Doanh thu thuần	2,8%			2,5%		
CP quản lý/Doanh thu thuần	1,4%			1,3%		
Tỷ suất lợi nhuận từ HĐKD	26,1%			29,6%		
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	22,2%			25,2%		

Nguồn: BCTC Quý 1/2020 hợp nhất VCS, FPTS Tổng hợp & ước tính.

Trong quý 1/2020, tại thị trường chính Mỹ, VCS tiếp tục hưởng lợi từ sự suy giảm sản lượng của các quốc gia cạnh tranh gồm Trung Quốc, Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ chính sách áp thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp. Đồng thời, nhu cầu đá nhân tạo trong quý 1/2020 tăng trưởng tốt so với cùng kì với động lực từ xây dựng nhà để ở tại Mỹ.



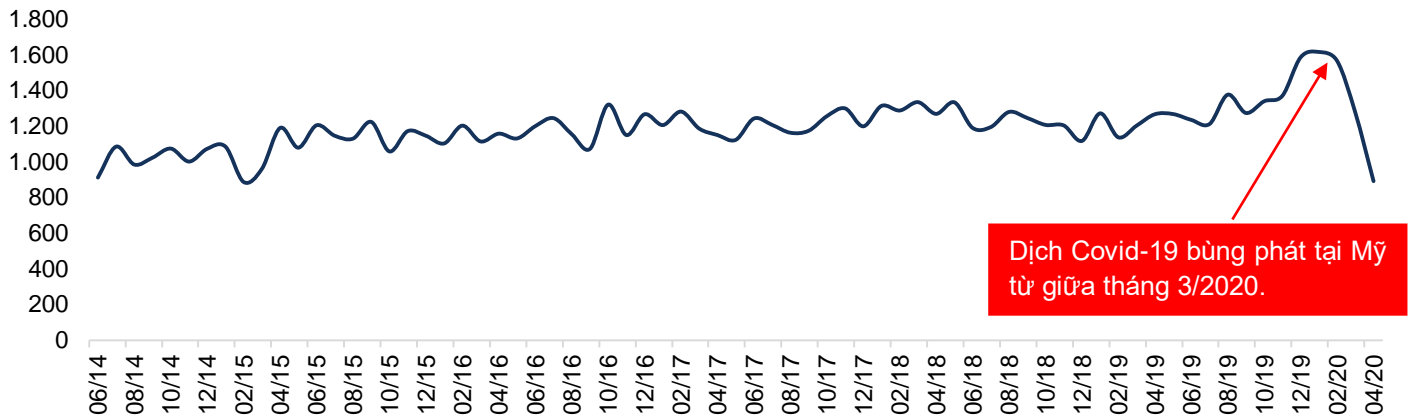
Nguồn: USITC, US Census, FPTS Tổng hợp.

Trong nhóm 5 nước có sản lượng đá nhân tạo vào Mỹ lớn nhất, chỉ có Việt Nam và Tây Ban Nha có sản lượng tăng trưởng trong quý 1/2020, lần lượt đạt 212,6% và 21,7% so với cùng kì 2019. Dưới tác động từ áp thuế chống bán phá

giá và chống trợ cấp, sản lượng đá nhân tạo từ Trung Quốc, Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ đồng loạt suy giảm mạnh, lần lượt cụ thể ở mức 74,4%; 42,7% và 58,8% so với cùng kỳ. Cùng với tăng trưởng tích cực từ nhu cầu xây và hoàn thiện nhà để ở tại Mỹ trong quý 1/2020, doanh thu riêng của VCS cùng kỳ đạt 1.352 tỷ đồng (+19,4% yoy) và lợi nhuận sau thuế riêng của VCS ở mức 297 tỷ đồng (14,2% yoy). Tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn tăng trưởng doanh thu đến từ khoản lỗ tỷ giá 23,8 tỷ đồng (tăng 46,6x so với cùng kỳ).

Tuy nhiên, tình hình dịch bệnh Covid-19 bắt đầu trong tháng 3 và bùng phát mạnh trong quý 2 tại thị trường Mỹ đã khiến hoạt động xuất khẩu và kinh doanh đá nhân tạo Vicostone bị ảnh hưởng rất tiêu cực. Ngành xây dựng Mỹ, đặc biệt là xây dựng dân dụng nhà để ở chững lại nhanh chóng.

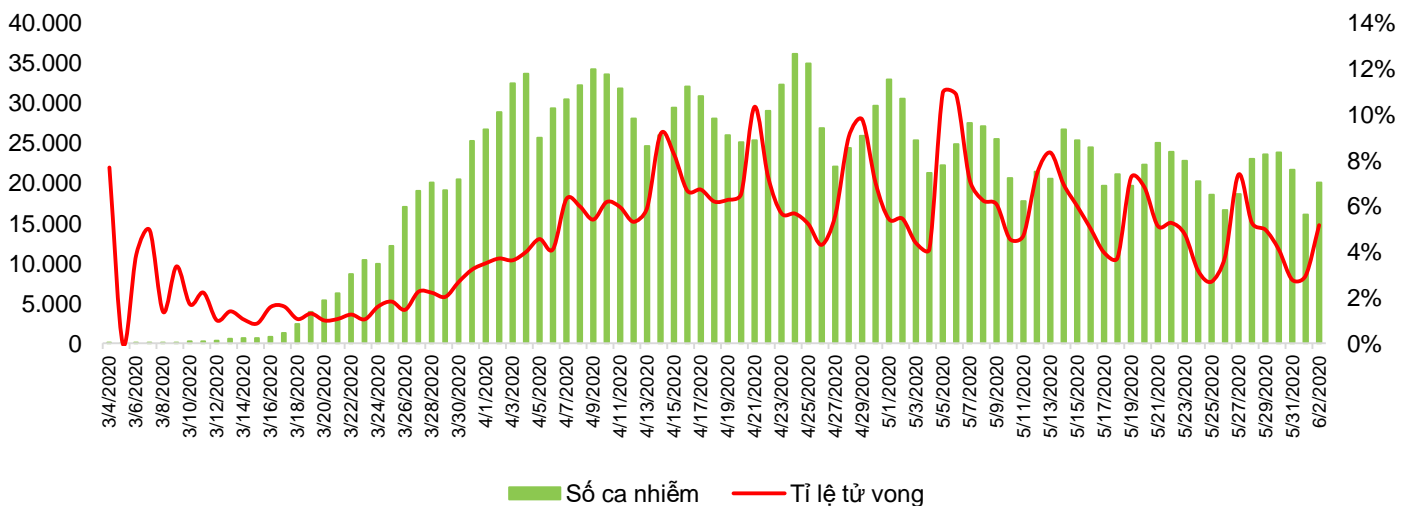
### Số nhà bắt đầu xây tại Mỹ theo tháng (Đv: Nghìn)



Nguồn: US Census.

Cụ thể, theo số liệu cập nhật của US Census đến tháng 4/2020, số nhà bắt đầu xây (sau khi tăng trưởng mạnh trong quý 1) chỉ đạt 891 nghìn, giảm 29,7% so với cùng kỳ. Số nhà hoàn thiện cũng giảm 11,8% yoy, ở mức 1,176 triệu. Theo thông tin từ VCS, doanh thu xuất khẩu trong hai tháng 4 và 5/2020 đã giảm 30% - 40%. Cùng với kỳ vọng khả năng cải thiện tình hình trong tháng 6 ở mức thấp, doanh thu trong quý 2/2020 của VCS dự kiến sẽ không có tăng trưởng so với cùng kỳ.

### Diễn biến dịch Covid-19 tại Mỹ



Nguồn: FPT S Tổng hợp.

### III. KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2020

Đầu năm 2020, VCS đặt kế hoạch doanh thu thuần hợp nhất 6.654 tỷ đồng (+19,61% TH2019) và lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt 1.980 tỷ đồng (+19,79% TH2019). Tuy nhiên, dưới tác động của dịch Covid-19, VCS đã đưa ra kịch bản thận trọng và thông qua tại ĐHCĐ 2020 như sau:

STT	Chỉ tiêu	KH2020 riêng công ty mẹ	Tăng trưởng so với 2019	KH2020 hợp nhất	Tăng trưởng so với 2019
1	Doanh thu thuần hợp nhất	5.592	<b>1,67%</b>	5.632	<b>1,24%</b>
2	Lợi nhuận trước thuế hợp nhất	1.642	<b>0,02%</b>	1.669	<b>0,97%</b>

Nguồn: ĐHCĐ VCS năm 2020, FPTS Tổng hợp.

Theo ước tính của FPTS, doanh thu thuần hợp nhất của VCS năm 2020 dự kiến đạt 5.655 tỷ đồng (tương đương 100,4% KH2020 & 101,7% TH2019) và lợi nhuận trước thuế hợp nhất ở mức 1.674 tỷ đồng (tương đương 100,3% KH2020 & 101,3% TH2019).

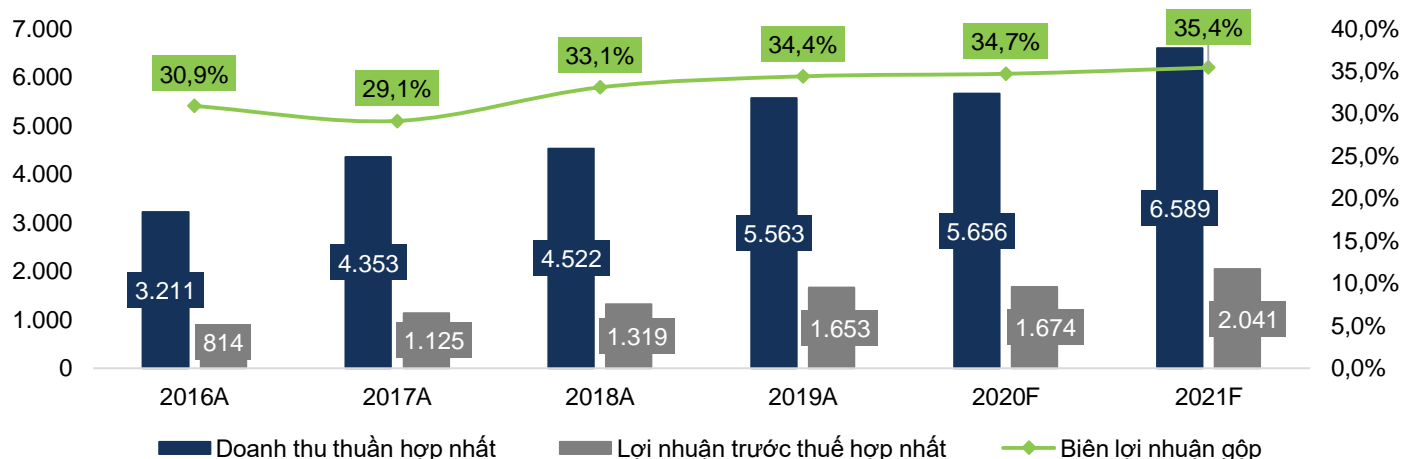
#### VỀ DOANH THU 2020:

Việc Mỹ tiếp tục đưa ra mức áp thuế chống bán phá giá sơ bộ (từ 3,0% đến 7,6%) đối với Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ đã giúp VCS tiếp tục mở rộng thị phần xuất khẩu đá nhân tạo tại thị trường chính này trong năm 2020. Trong quý 1/2020, sản lượng đá nhân tạo Việt Nam vào Mỹ tăng mạnh 212,6%. Trong cùng thời gian, số lượng nhà bắt đầu xây dựng cũng như hoàn thiện tại Mỹ đạt đỉnh kể từ năm 2014 đã khiến nhu cầu tiêu thụ đá nhân tạo tăng mạnh. Cụ thể, doanh thu riêng của VCS cùng kỳ đạt 1.352 tỷ đồng (+19,4% yoy) và lợi nhuận sau thuế riêng của VCS ở mức 297 tỷ đồng (14,2% yoy). Trong quý 2/2020, dịch Covid-19 bùng phát tại các thị trường trọng điểm như Bắc Mỹ, Úc và châu Âu ước tính khiến doanh thu xuất khẩu của VCS suy giảm 30% so với cùng kỳ. Đối với doanh thu và lợi nhuận hợp nhất năm 2020, FPTS nhận định vẫn sẽ có tăng trưởng khoảng 2% so với năm 2019. Kỳ vọng đến từ tình hình dịch bệnh dự kiến được kiểm soát trong nửa cuối năm nay, dẫn tới nhu cầu đá nhân tạo tăng trở lại từ phục hồi xây dựng dân dụng cùng với thị phần sản lượng tại thị trường chính Mỹ được mở rộng (nhờ áp thuế bán phá giá đối với các đối thủ cạnh tranh chính Trung Quốc, Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ).

#### VỀ LỢI NHUẬN:

Mặt bằng giá bán đá nhân tạo dự kiến không có biến động so với năm 2019. Tuy nhiên, VCS kỳ vọng hưởng lợi từ chi phí giá polyester giảm. Theo Bloomberg thống kê, trong 5 tháng đầu năm 2020, giá polyester resin trung bình tại thị trường châu Á đã giảm 17,3% so với trung bình năm 2019.

**Dự phóng doanh thu thuần & lợi nhuận trước thuế hợp nhất VCS**



Nguồn: FPTS

#### IV. KHUYẾN NGHỊ, KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ VÀ GIÁ ĐỊNH CẬP NHẬT ([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 **86.300 VNĐ/cp**, cao hơn **38,1%** so với mức giá đóng cửa ngày 17/06/2020.

Mức giá mục tiêu của VCS tăng 10,1% so với [Báo cáo cập nhật định giá gần nhất tháng 04/2019](#) (78.200VNĐ/cp). Mức giá mục tiêu tăng chủ yếu đến từ thay đổi trong giả định chiết khấu 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)	<b>85.068</b>	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	<b>87.603</b>	50%
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>		<b>86.300</b>	

##### Lịch sử khuyến nghị:

Khuyến nghị	Thời gian	Báo cáo chi tiết
<b>MUA</b>	04/2019	<a href="#">Báo cáo cập nhật định giá</a>
<b>MUA</b>	11/2018	<a href="#">Báo cáo định giá lần đầu</a>

##### Cập nhật giả định kinh doanh cho năm 2020

Chỉ tiêu	Báo cáo cập nhật định giá T4/2019	<u>Báo cáo cập nhật định giá T4/2020</u>	Diễn giải
Doanh thu thuần hợp nhất (Tỷ VNĐ)	5.684	<u>5.655</u>	
Bán thành phẩm	3.079	<u>3.342</u>	
Bán hàng hóa	1.656	<u>1.692</u>	Mức tăng trưởng giả định giữ nguyên nhưng do doanh thu bán hàng hóa ước tính cho 2019 thấp hơn 6,5% so với thực tế.
Bán nguyên vật liệu	949	<u>550</u>	Mức tăng trưởng giả định giữ nguyên nhưng do doanh thu thực tế 2019 thấp hơn 42,1% so với dự phóng
Phenikaa Huế	-	<u>72</u>	Giả định tăng trưởng 16% so với 2019 dựa trên báo cáo tài chính quý 1/2020.
Biên lợi nhuận gộp	33,4%	<u>34,7%</u>	Giá quartz cùng polyester resin tiếp tục giảm trong 6 tháng đầu năm 2020.
Nợ vay dài hạn (Tỷ VNĐ)	295	<u>211</u>	VCS tiếp nhận nghĩa vụ trả nợ với khoản vay 252,7 tỷ (thấp hơn so với 368,8 tỷ dự phóng năm 2019) đối với Vietcombank do nhận chuyển nhượng sở hữu Phenikaa Huế.
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	1.689	<u>1.674</u>	Cập nhật giả định doanh thu giảm và biên lợi nhuận gộp cải thiện dẫn tới lợi nhuận sau thuế dự phóng giảm.



**Thay đổi giả định mô hình DCF**

Giả định mô hình	04/2019	<u>06/2020</u>	Giả định mô hình	04/2019	<u>06/2020</u>
WACC	13,71%	<u>10,76%</u>	Phần bù rủi ro	10,00%	<u>8,31%</u>
Chi phí sử dụng nợ	6,61%	<u>5,96%</u>	Hệ số Beta	0,91	<u>0,90</u>
Chi phí sử dụng VCSH	15,48%	<u>12,38%</u>	Tăng trưởng dài hạn	2%	<u>2%</u>
Lãi suất phi rủi ro	4,74%	<u>3,07%</u>	Thời gian dự phóng	7 năm	<u>7 năm</u>

**Tổng hợp kết quả định giá**

<b>Tổng hợp định giá FCFF</b>		<b>Giá trị</b>
Lãi suất chiết khấu		10,76%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		2%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		14.686.778
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)		906
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		1.091.770
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>		<b>13.595.914</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		155,2
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>		<b>87.603</b>
<b>Tổng hợp định giá FCFE</b>		<b>Giá trị</b>
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		13.202.498
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>		<b>85.068</b>

**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 1.747 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: (84.24)3 773 7070/271 7171

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: (84.28) 6 290 8686

Fax: (84.28) 6 291 0607

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

Tầng 3, tòa nhà Tràng Tiền, 130  
Đống Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà  
Nẵng, Việt Nam.

ĐT: (84.236) 3553 666

Fax: (84.236) 3553 888