

# BÁO CÁO PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ VCS



**Tóm tắt khuyến nghị**

**MUA**

Giá kỳ vọng (VND) 133,000

Giá thị trường 15/06/2021 (VND) 103,700

**Tỷ suất lợi nhuận (%) 28.4%**

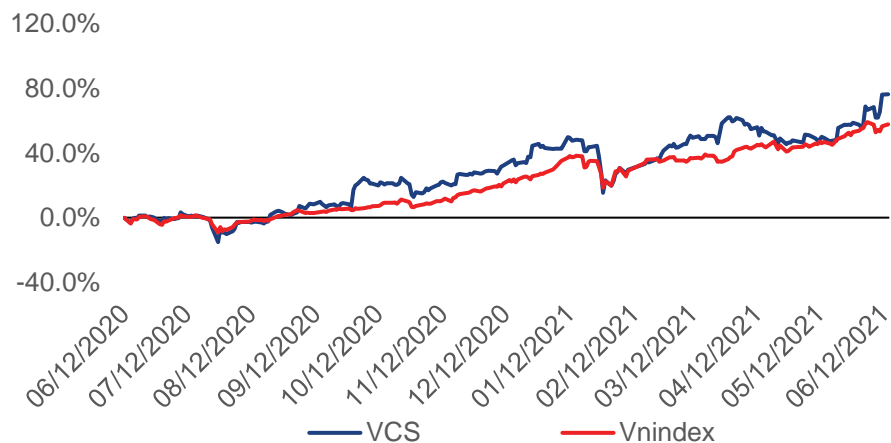
Khoảng giá 52 tuần (VND) 51,000 – 106,000

Giá trị giao dịch TB/ngày (tỷ VND) 40 - 50 tỷ

Giới hạn sở hữu nước ngoài – FOL (%) 49.0%

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) 4.0%

**Tỷ suất lợi nhuận quá khứ**



**Cơ hội đầu tư**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VCS cho những nhà đầu tư ưa thích một cổ phiếu đầu ngành trong lĩnh vực đá thạch anh nhân tạo, hồi phục mạnh sau ảnh hưởng của dịch Covid-19 và hưởng lợi nhờ xu hướng dịch chuyển tiêu thụ từ Trung Quốc sang Việt Nam tại thị trường Mỹ.

VCS là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực đá thạch anh nhân tạo tại Việt Nam và trên thế giới. Hiện nay, xu hướng sử dụng đá thạch anh nhân tạo trên thế giới ngày càng phổ biến, đặc biệt tại các nước phát triển như Mỹ, EU, Úc,...Sau năm 2020 bị ảnh hưởng mạnh bởi đại dịch Covid-19, ngành xây dựng tại các quốc gia trên thế giới bắt đầu hồi phục mạnh với sự hỗ trợ của môi trường lãi suất thấp. Ngoài ra, xu hướng dịch chuyển tiêu thụ đá thạch anh từ Trung Quốc sang Việt Nam tại thị trường Mỹ cũng đang giúp cho VCS hưởng lợi rất lớn.

**Định giá**

Giá trị hợp lý của cổ phiếu VCS được xác định ở mức **132,000 đồng/cổ phiếu**, tương đương mức PE forward 2021 khoảng 12 lần.

Đơn vị: Tỷ VND	2018	2019	2020	2021F	2022F
<b>Doanh thu</b>	<b>4,522</b>	<b>5,569</b>	<b>5,675</b>	<b>7,378</b>	<b>8,485</b>
<i>Tăng trưởng DT</i>	3.9%	23.2%	1.9%	30.0%	15.0%
<b>LNST</b>	<b>1,124</b>	<b>1,410</b>	<b>1,428</b>	<b>1,778</b>	<b>2,077</b>
<i>Tăng trưởng LNST</i>	0.2%	25.4%	1.3%	24.5%	16.8%
<b>EPS (Vnd)</b>	<b>9,367</b>	<b>8,813</b>	<b>8,925</b>	<b>11,113</b>	<b>12,981</b>

**Tổng quan doanh nghiệp**

**HSX: VCS**

Ngành nghề kinh doanh: Xuất khẩu đá thạch anh

Vốn điều lệ (tỷ VND): 1,600

Vốn hóa thị trường (tỷ VND): 16,864

Tăng trưởng DT 3 năm (%): 9.24%

Tăng trưởng LNST 3 năm (%): 8.37%

ROE (2020): 37%

Tỷ suất cổ tức 2020: 20% tiền mặt, 3% cổ phiếu quỹ

PE Trailing: 11.9x

**Cơ cấu cổ đông**

Phượng Hoàng Xanh A&A: 81.63%

Hồ Xuân Năng: 3.74%

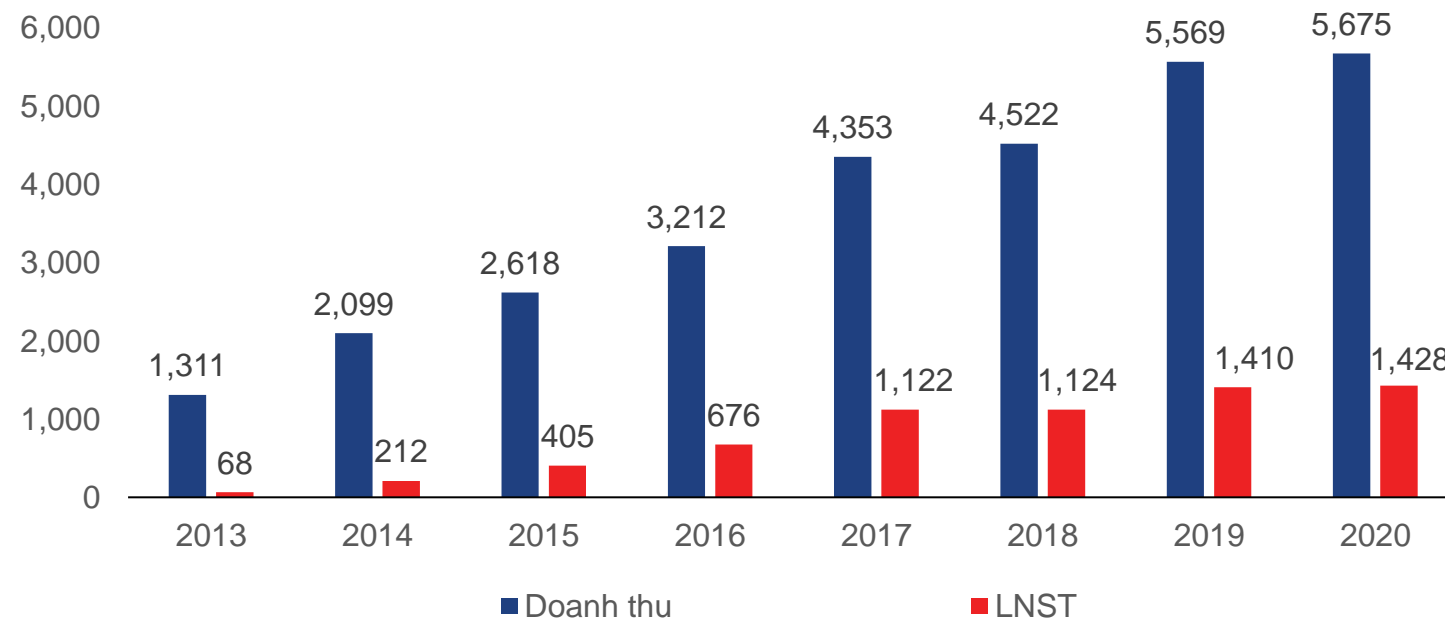
Khối ngoại: 3.73%

Khác: 10.90%

**Tổng quan doanh nghiệp**

- Vicostone được thành lập vào năm 2002, tiền thân là CTCP Đá ốp lát cao cấp Vinaconex, thuộc sở hữu của Tổng công ty Vinaconex.
- Năm 2014, Vicostone chính thức trở thành công ty con của Phenikka,
- Sau giai đoạn tái cấu trúc, VCS hiện nay đã vươn lên trở thành top 3 nhà sản xuất đá thạch anh lớn nhất trên thế giới.

**Kết quả kinh doanh VCS**





## Hệ sinh thái Phenikaa giúp Vicostone chủ động về nguyên vật liệu đầu vào và có hệ thống phân phối đầu ra rộng khắp

- **Đầu vào:** Vicostone hiện nay đã tự chủ hoàn toàn 100% quartzite và Cristobalite thông qua công ty con Phenikaa Huế. Về Polyester Resin, VCS chủ yếu mua từ Công ty TNHH Hóa chất Phenikaa (Công ty con cùng tập đoàn).
- **Đầu ra:** Các sản phẩm của VCS hiện nay chủ yếu được phân phối thông qua các công ty con cùng tập đoàn Phenikaa. Ở thị trường nội địa, VCS phân phối thông qua các công ty con cùng tập đoàn như Stylenquaza, CTCP Chế tác đá VN,... và 4 showroom lớn tại Hồ Chí Minh, Nha Trang, Đà Nẵng và Hà Nội. Ở thị trường xuất khẩu, Vicostone chủ yếu xuất khẩu thông qua hệ thống phân phối của Phenikaa như Vicostone USA, Vicostone Mexico,...

## CHUỖI GIÁ TRỊ SẢN XUẤT VICOSTONE

### Đầu vào

30% Quartzite, Cristobalite

35% Polyester Resin

35% Khác

### Sản xuất

Công nghệ Breton (Ý)

Năng lực sản xuất: 3,000,000 m<sup>2</sup>/năm

### Đầu ra

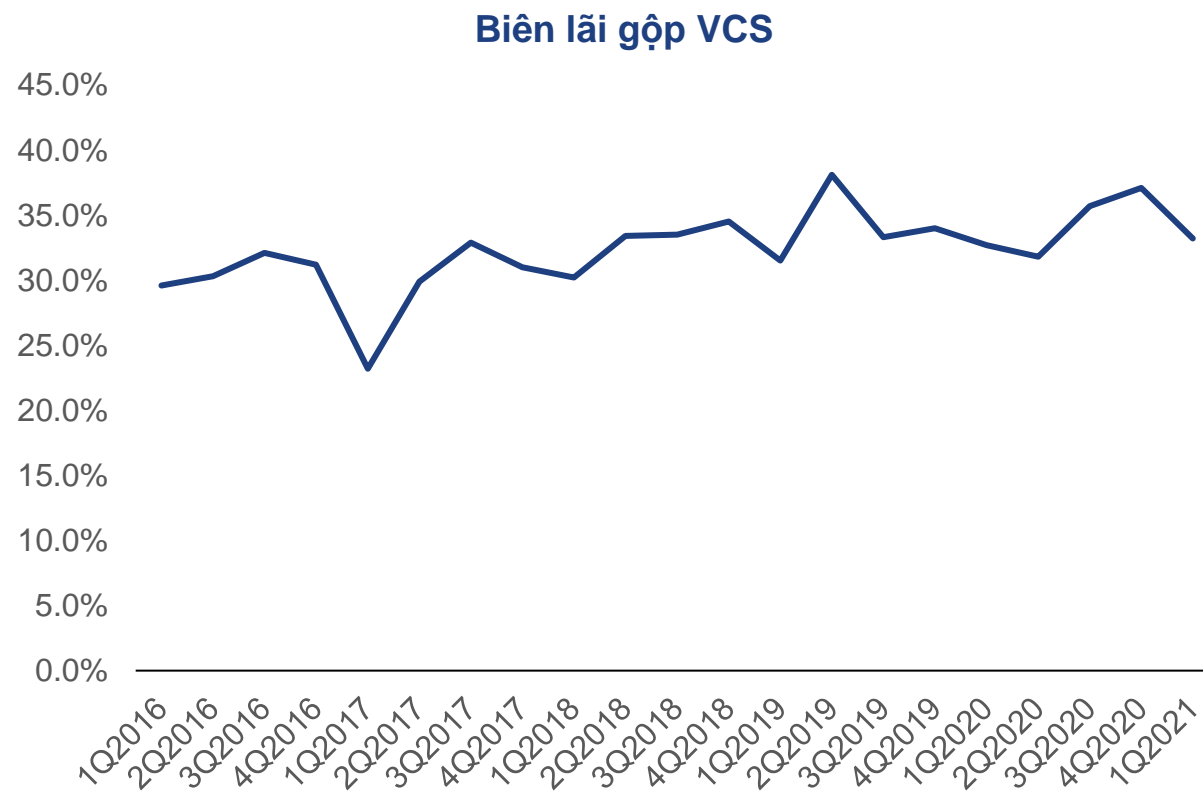
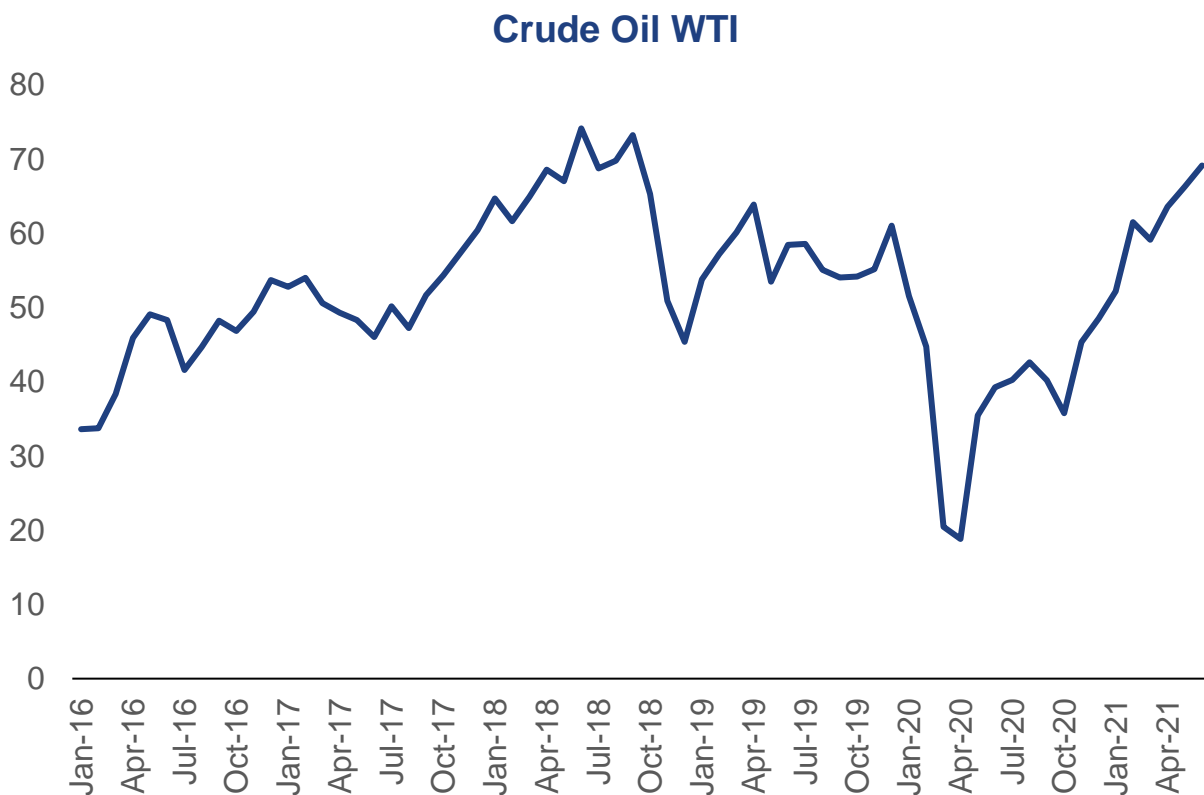
33% Nội địa

46% Châu Mỹ

21% Úc và các quốc gia khác

## GIÁ NGUYÊN VẬT LIỆU ĐẦU VÀO CÓ XU HƯỚNG TĂNG NHƯNG SẼ KHÔNG ẢNH HƯỞNG NHIỀU ĐẾN BIÊN LỢI NHUẬN GỘP CỦA VCS

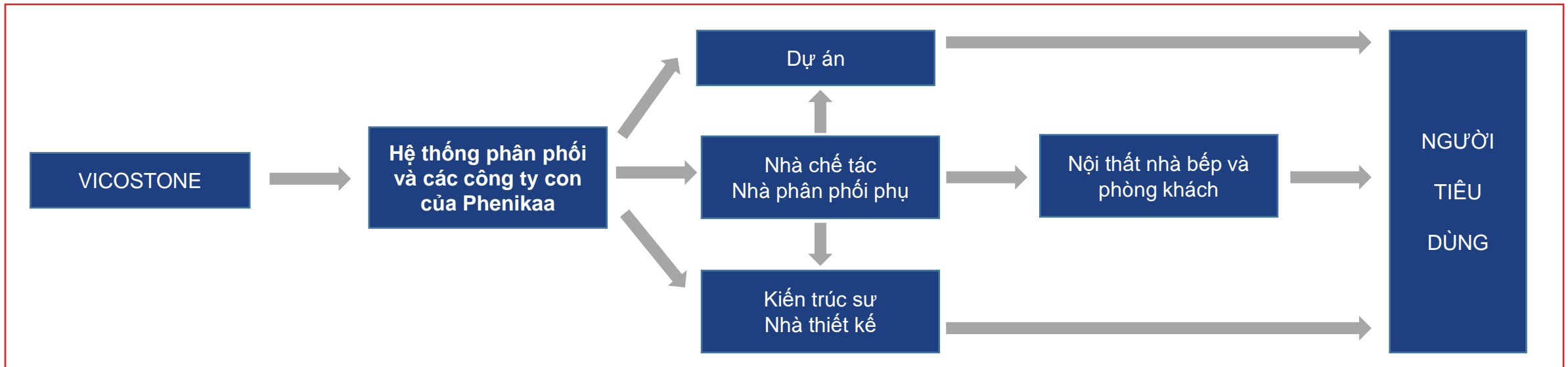
Polyester Resin là một hóa chất có nguồn gốc từ dầu mỏ và thường có giá biến động theo giá dầu. Kể từ giữa năm 2020 đến nay, giá dầu tăng rất nhanh và hiện nay đã lên đến gần \$70/thùng. Điều này sẽ gây áp lực lên chi phí đầu vào của VCS. Tuy nhiên trong quá khứ, biến động trong giá Polyester Resin không tác động quá nhiều đến biên lợi nhuận gộp của VCS. Chúng tôi cho rằng chi phí này sẽ được chuyển qua giá bán nếu nhu cầu từ thị trường đá thạch anh duy trì ở mức tốt.



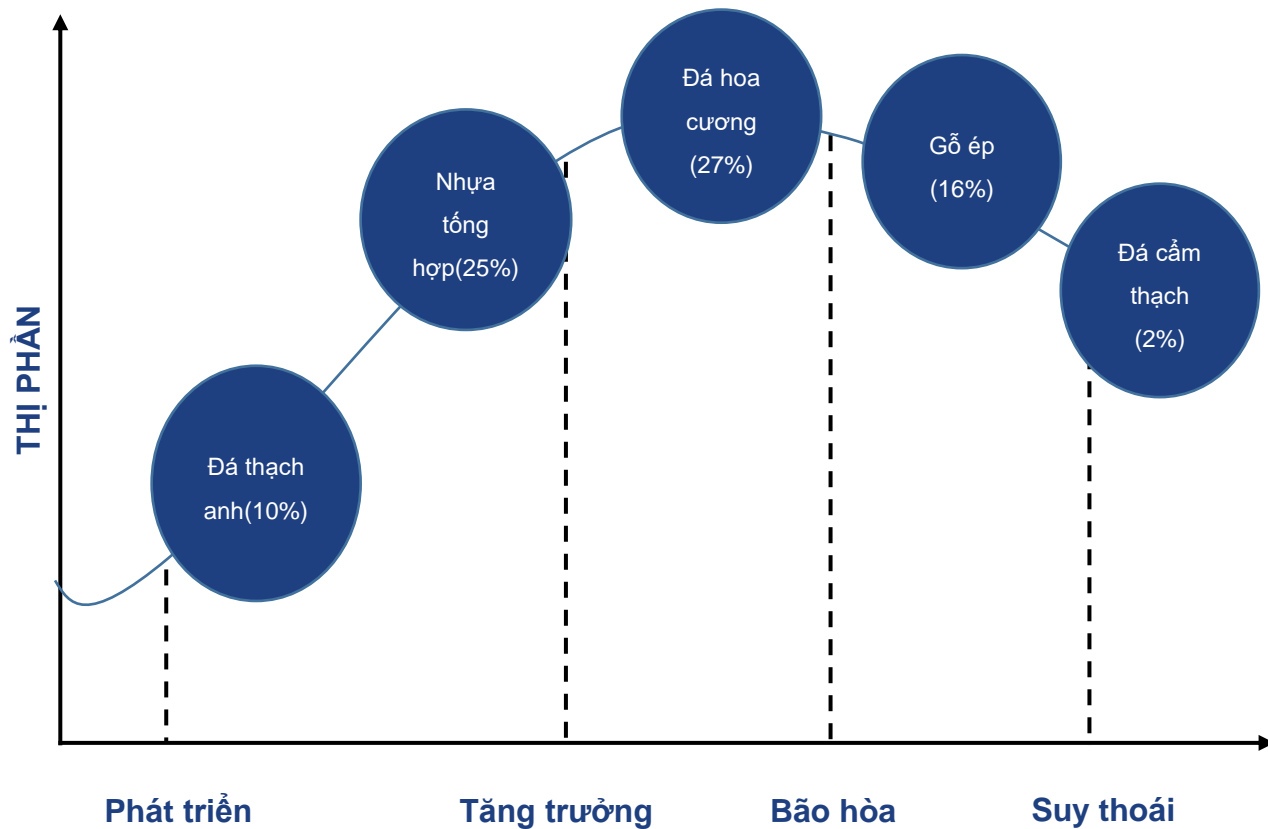
## SẢN LƯỢNG ĐẦU RA ỔN ĐỊNH HƠN NHỜ HƯỞNG LỢI TỪ HỆ SINH THÁI CỦA CÔNG TY MẸ

Kể từ khi được tái cấu trúc và thuộc sở hữu của Phenikka, VCS thoát vốn khỏi các hoạt động khác và chỉ tập trung vào mảng sản xuất kinh doanh cốt lõi là sản xuất đá thạch anh nhân tạo. Sản lượng đầu ra của được hưởng lợi rất lớn từ hệ thống phân phối rộng khắp của Phenikka. Tại các thị trường lớn như Mỹ, Canada, Phenikka đã xây dựng và phát triển thành công hệ thống bán hàng trực tiếp đến thẳng các dự án, nhà chế tác mà không cần thông qua các nhà phân phối trung gian. Điều này giúp cho VCS tối đa hóa được lợi nhuận và dễ dàng tiếp cận các xu thế, thị hiếu và nhu cầu của thị trường hơn.

## HỆ THỐNG PHÂN PHỐI VICOSTONE

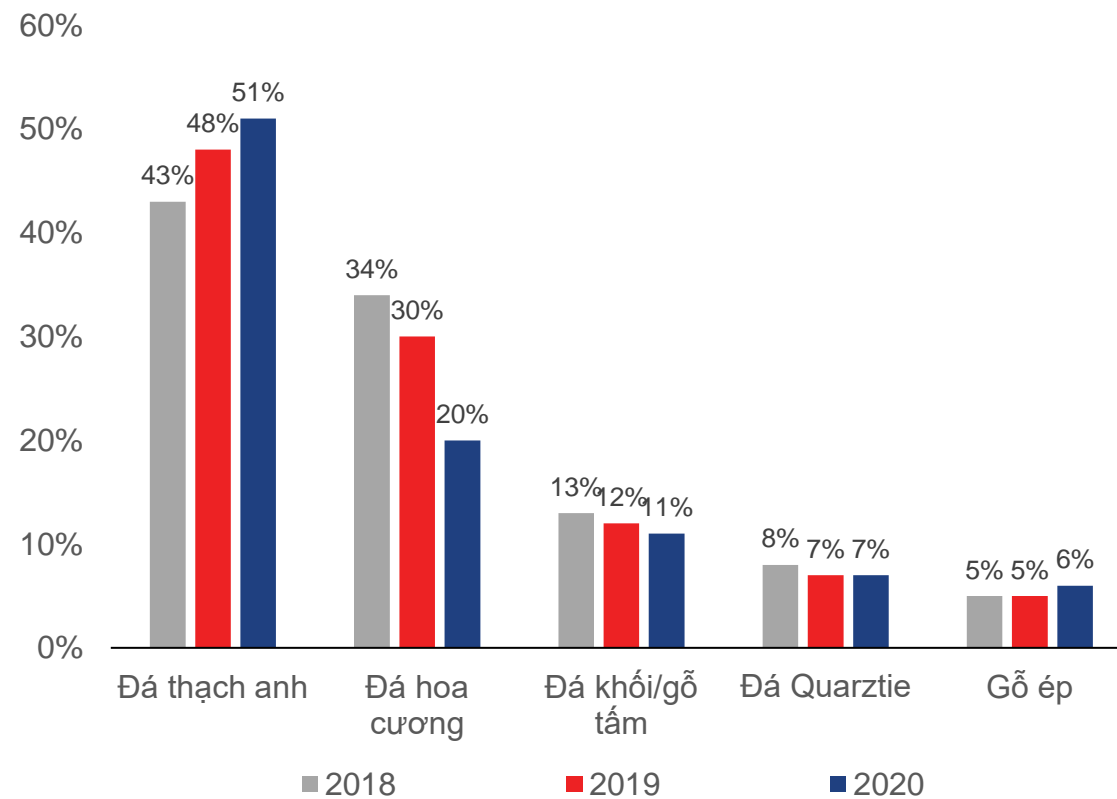


Vòng đời các sản phẩm vật liệu bề mặt trên TG



Nguồn: Global Engineered Quartz

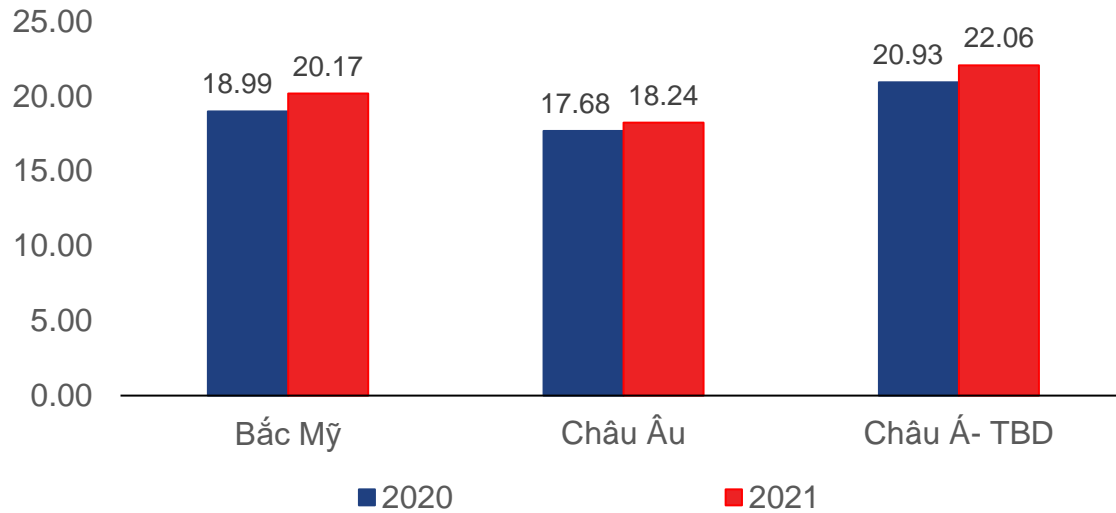
Biểu đồ mức sử dụng các loại vật liệu bề mặt tại Mỹ



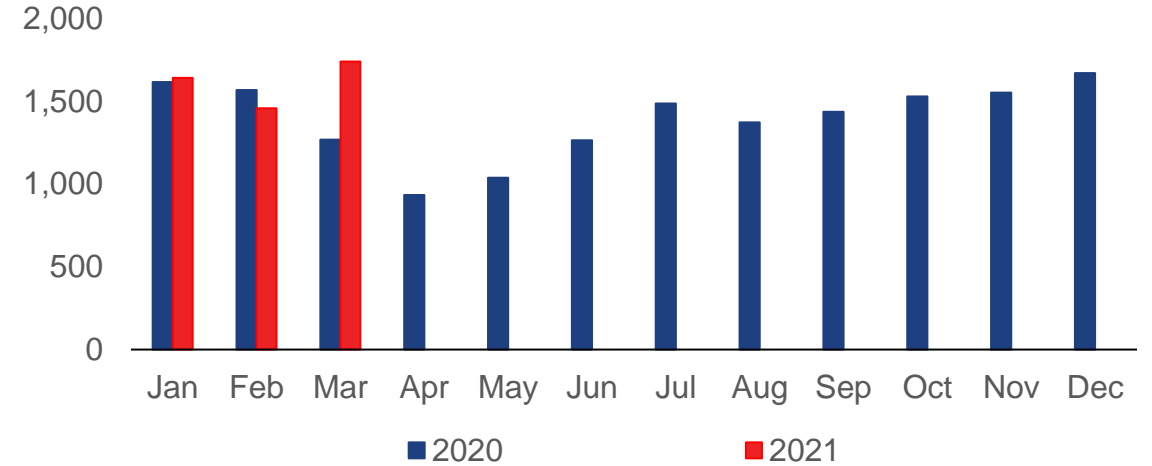
Nguồn: Houzz



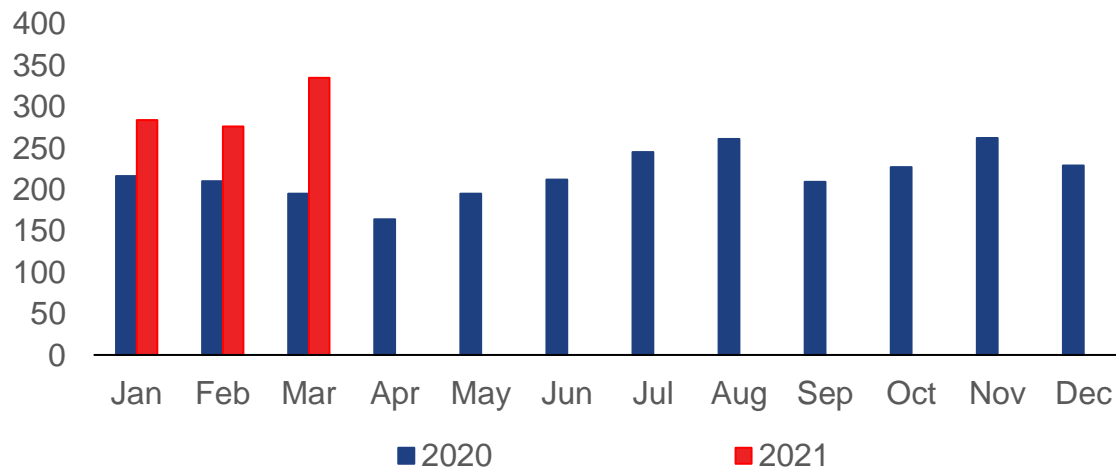
**Dự báo thị trường đá thạch anh 2021 (Triệu m2)**



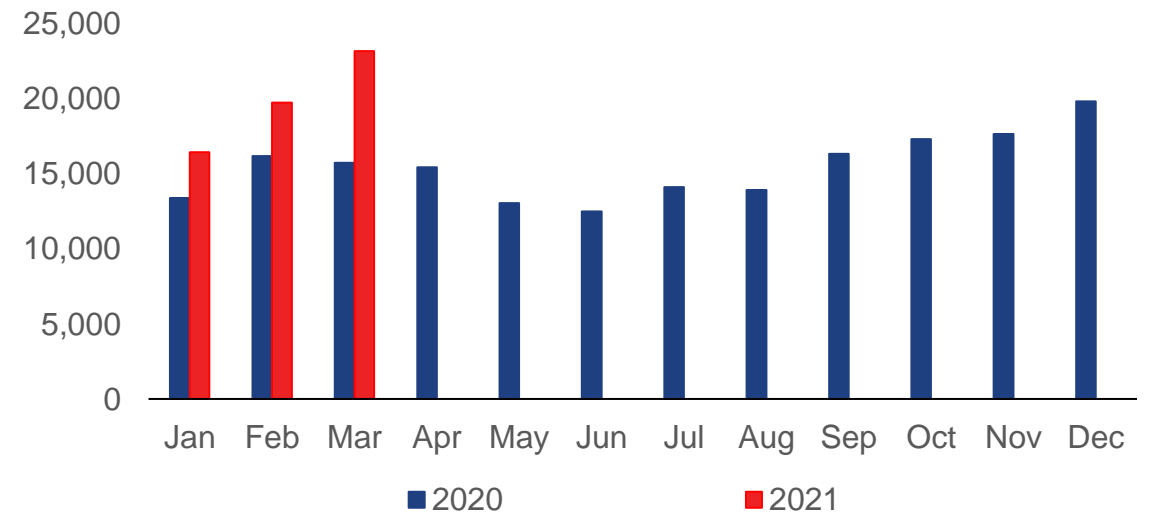
**Số lượng nhà ở bắt đầu xây dựng trong tháng tại Mỹ (Nghìn căn)**



**Số lượng nhà ở bắt đầu xây dựng trong tháng tại Mexico (Nghìn căn)**



**Số lượng nhà ở được cấp phép tại Úc**

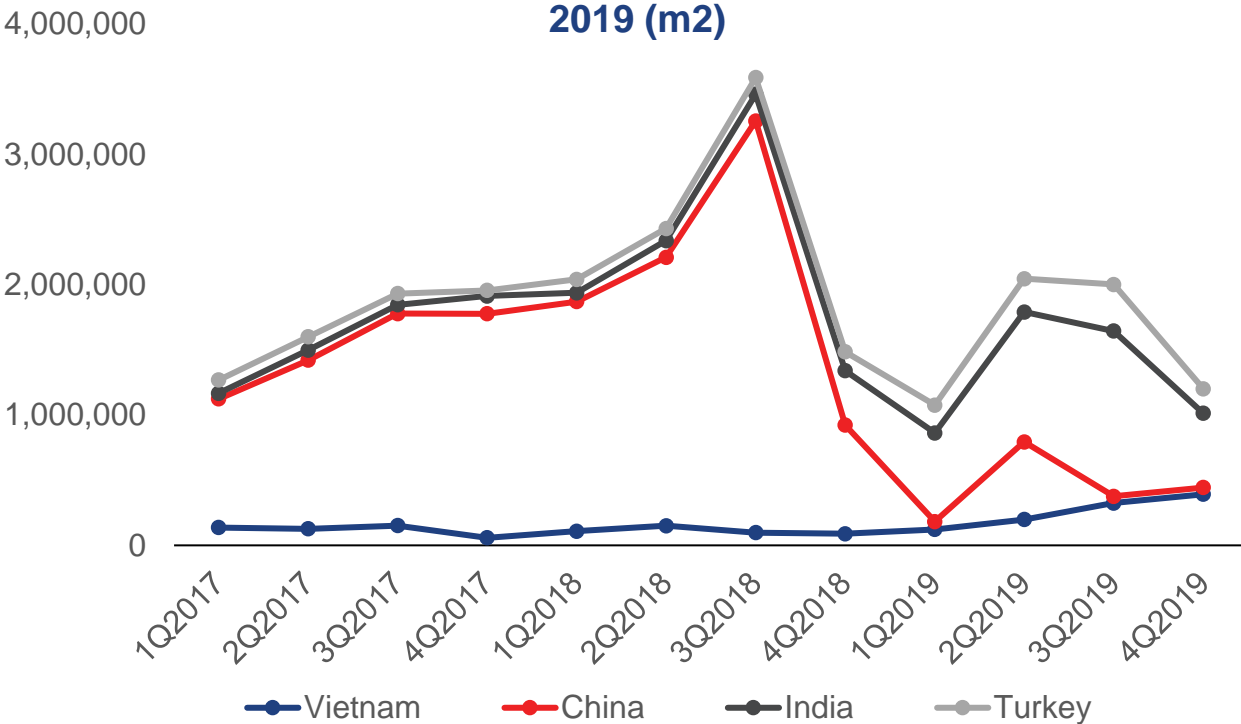


Quốc gia	Giá trị xuất khẩu đã nhân tạo sang Mỹ 2019 (Triệu USD)	Loại thuế	Doanh nghiệp bị áp thuế	Mức thuế suất	Ngày bắt đầu
Trung Quốc	334	Anti – Dumping	Tất cả các nhà xuất khẩu	297.4% - 336.69%	11/07/2019
		Countervailing	Tất cả các nhà xuất khẩu	45.32% - 190.99%	11/07/2019
		Other duties	Tất cả các nhà xuất khẩu	25.00%	10/05/2019
Ấn Độ	282	Anti – Dumping	Tất cả các nhà xuất khẩu	3.19% - 5.15%	22/06/2020
		Countervailing	Tất cả các nhà xuất khẩu	1.57% - 2.34%	22/06/2020
Thổ Nhĩ Kỳ	84	Anti – Dumping	Tất cả các nhà xuất khẩu	5.17%	22/06/2020
		Countervailing	Tất cả các nhà xuất khẩu	2.43%	22/06/2020
Tây Ban Nha	293			0.00%	
Mexico	160			0.00%	
Canada	180			0.00%	
Malaysia	50			0.00%	
Israel	87			0.00%	
Việt Nam	205			0.00%	

## DỰ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG SẢN LƯỢNG ĐÁ THẠCH ANH XUẤT KHẨU VÀO THỊ TRƯỜNG MỸ CÒN RẤT LỚN

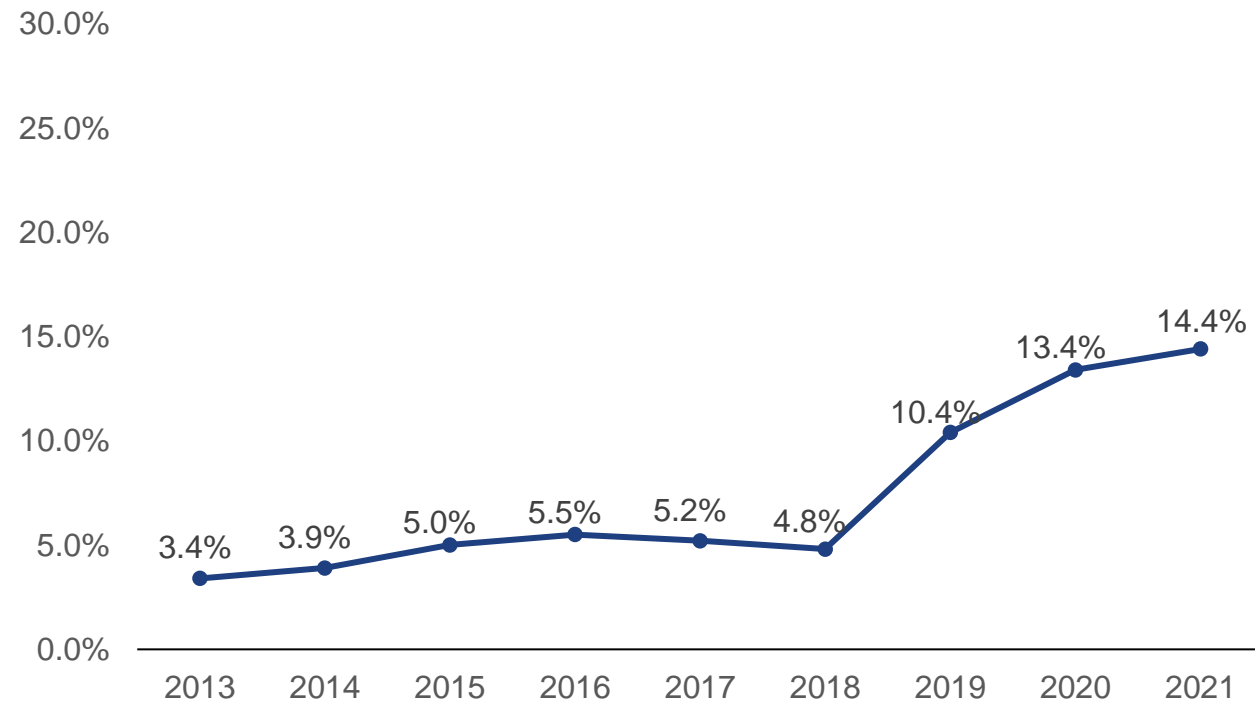
Kể từ khi bị Mỹ áp thuế, sản lượng đá thạch anh xuất khẩu vào Mỹ từ Trung Quốc, Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ bắt đầu giảm mạnh. Sản lượng xuất khẩu đá thạch anh của Việt Nam vào thị trường Mỹ hiện nay chỉ khoảng 1 triệu m<sup>2</sup>/năm và dư địa tăng trưởng từ khoảng trống mà Trung Quốc, Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ để lại còn rất lớn. Do đó, tiềm năng tăng trưởng của VCS và các doanh nghiệp đá thạch anh nhân tạo tại Việt Nam vẫn còn cao.

**Nhập khẩu đá thạch anh vào Mỹ giai đoạn 2017 – 2019 (m<sup>2</sup>)**



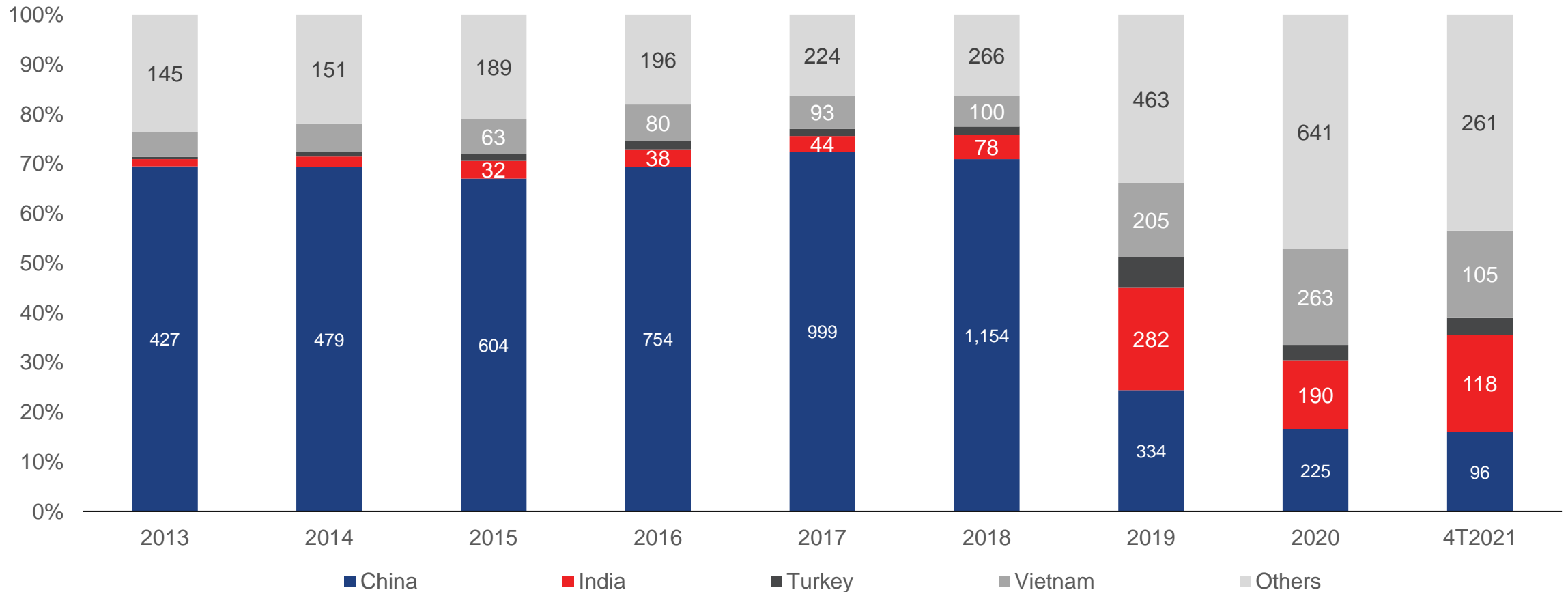
Nguồn: VCS

**Thị phần xuất khẩu đá nhân tạo VN vào Mỹ**



Nguồn: USITC, TCSC Research

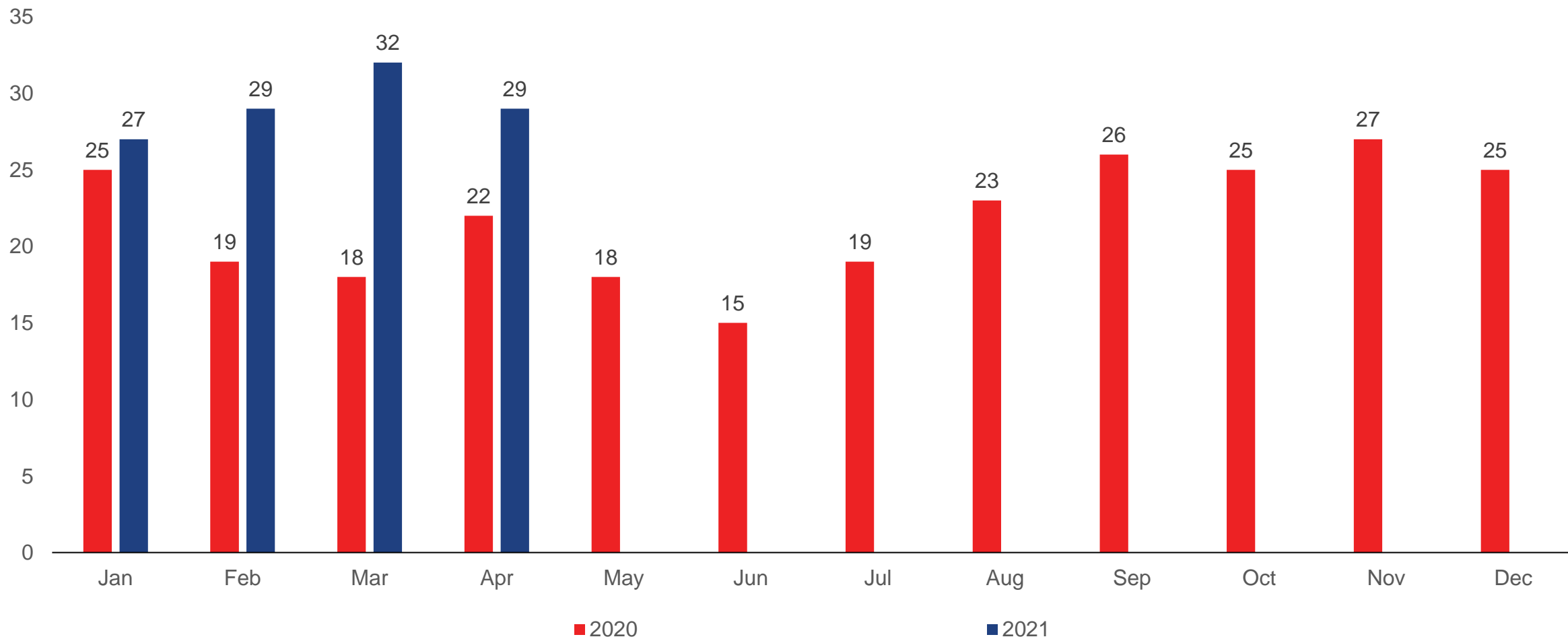
## Kim ngạch nhập khẩu mã HS 6810.9900 của Mỹ (Triệu USD)



Nguồn: USITC, TCSC Research

Mã HS 6810.9900: Các sản phẩm bằng xi măng, bằng bê tông, đá nhân tạo đã hoặc chưa được gia cố

## Kim ngạch xuất khẩu mã HS 6810.9910 của Việt Nam sang Mỹ (Triệu USD)



Nguồn: USITC, TCSC Research

	2016	2017	2018	2019	2020	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021
<b>Doanh số</b>	<b>3,212</b>	<b>4,353</b>	<b>4,522</b>	<b>5,569</b>	<b>5,675</b>	<b>1,375</b>	<b>1,130</b>	<b>1,510</b>	<b>1,659</b>	<b>1,575</b>
Tăng trưởng doanh thu	22.7%	35.5%	3.9%	23.2%	1.9%	21.5%	-19.3%	2.5%	6.1%	14.5%
<b>Lãi gộp</b>	<b>991</b>	<b>1,267</b>	<b>1,496</b>	<b>1,912</b>	<b>1,964</b>	<b>449</b>	<b>359</b>	<b>539</b>	<b>616</b>	<b>523</b>
Tỷ suất lãi gộp	30.9%	29.1%	33.1%	34.3%	34.6%	32.7%	31.8%	35.7%	37.1%	33.2%
<b>SG&amp;A</b>	<b>-136</b>	<b>-148</b>	<b>-146</b>	<b>-216</b>	<b>-232</b>	<b>-57</b>	<b>-47</b>	<b>-55</b>	<b>-72</b>	<b>-69</b>
SG&A/Doanh thu	-4.2%	-3.4%	-3.2%	-3.9%	-4.1%	-4.1%	-4.2%	-3.6%	-4.3%	-4.4%
<b>Lợi nhuận hoạt động (EBIT)</b>	<b>855</b>	<b>1,119</b>	<b>1,350</b>	<b>1,696</b>	<b>1,732</b>	<b>392</b>	<b>312</b>	<b>484</b>	<b>544</b>	<b>454</b>
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	26.6%	25.7%	29.9%	30.5%	30.5%	28.5%	27.6%	32.1%	32.8%	28.8%
<b>Lãi/(lỗ) ròng trước thuế</b>	<b>814</b>	<b>1,125</b>	<b>1,319</b>	<b>1,653</b>	<b>1,668</b>	<b>354</b>	<b>305</b>	<b>469</b>	<b>540</b>	<b>436</b>
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	25.3%	25.8%	29.2%	29.7%	29.4%	25.7%	27.0%	31.1%	32.5%	27.7%
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>676</b>	<b>1,122</b>	<b>1,124</b>	<b>1,410</b>	<b>1,428</b>	<b>304</b>	<b>257</b>	<b>403</b>	<b>465</b>	<b>371</b>
Tăng trưởng LNST	66.9%	66.0%	0.2%	25.4%	1.3%	16.9%	-37.5%	14.8%	19.5%	22.0%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	60,000,000	80,000,000	160,000,000	160,000,000	160,000,000	160,000,000	160,000,000	160,000,000	160,000,000	160,000,000
<b>EPS cơ bản</b>	<b>11,965</b>	<b>16,029</b>	<b>9,367</b>	<b>8,813</b>	<b>8,925</b>	<b>1,900</b>	<b>1,606</b>	<b>2,519</b>	<b>2,906</b>	<b>2,319</b>

	2016	2017	2018	2019	2020	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	434	686	427	470	790	378	399	573	790	605
Khoản phải thu	699	951	1,250	1,915	1,953	2,001	1,842	2,039	1,953	2,387
Hàng tồn kho	1,458	1,514	1,987	1,914	2,015	1,921	2,144	2,055	2,015	1,945
Tài sản cố định	548	484	549	1,058	1,018	1,031	1,053	1,045	1,018	990
Phải trả người bán	541	431	334	349	311	176	244	191	311	213
Vay ngắn hạn	1,083	955	1,151	1,418	1,533	1,597	1,601	1,566	1,533	1,535
Vay dài hạn	176	0	0	253	200	253	226	226	200	186
Vốn CSH	1,447	2,396	2,731	3,449	3,858	3,413	3,301	3,703	3,858	4,220
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>3,338</b>	<b>3,810</b>	<b>4,404</b>	<b>5,584</b>	<b>6,055</b>	<b>5,560</b>	<b>5,661</b>	<b>5,965</b>	<b>6,055</b>	<b>6,272</b>

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh</b>	<b>9</b>	<b>231</b>	<b>785</b>	<b>707</b>	<b>321</b>	<b>885</b>	<b>1,260</b>
Lợi nhuận sau thuế	212	405	676	1,122	1,124	1,410	1,428
<b>Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-182</b>	<b>262</b>	<b>-114</b>	<b>-61</b>	<b>-111</b>	<b>-98</b>	<b>-83</b>
<i>Trong đó:</i>							
Tiền đầu tư tài sản cố định	-102	-82	-138	-84	-152	-51	-88
<b>Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính</b>	<b>141</b>	<b>-274</b>	<b>-532</b>	<b>-425</b>	<b>-436</b>	<b>-745</b>	<b>-858</b>
<i>Trong đó:</i>							
Tiền đi vay - tiền trả nợ	536	-105	-261	-306	193	-31	63
Tiền nhận được từ phát hành cổ phiếu	0	0	5	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-25	-170	-275	-120	-388	-714	-627



	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
<b>Doanh số</b>	<b>3,212</b>	<b>4,353</b>	<b>4,522</b>	<b>5,569</b>	<b>5,675</b>	<b>7,378</b>	<b>8,485</b>
Tăng trưởng doanh thu	22.7%	35.5%	3.9%	23.2%	1.9%	30.0%	15.0%
<b>Lãi gộp</b>	<b>991</b>	<b>1,267</b>	<b>1,496</b>	<b>1,912</b>	<b>1,964</b>	<b>2,435</b>	<b>2,800</b>
Tỷ suất lãi gộp	30.9%	29.1%	33.1%	34.3%	34.6%	33.0%	33.0%
<b>SG&amp;A</b>	<b>-136</b>	<b>-148</b>	<b>-146</b>	<b>-216</b>	<b>-232</b>	<b>-281</b>	<b>-306</b>
SG&A/Doanh thu	-4.2%	-3.4%	-3.2%	-3.9%	-4.1%	-3.8%	-3.6%
<b>Lợi nhuận hoạt động (EBIT)</b>	<b>855</b>	<b>1,119</b>	<b>1,350</b>	<b>1,696</b>	<b>1,732</b>	<b>2,154</b>	<b>2,494</b>
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	26.6%	25.7%	29.9%	30.5%	30.5%	29.2%	29.4%
<b>Lãi/(lỗ) ròng trước thuế</b>	<b>814</b>	<b>1,125</b>	<b>1,319</b>	<b>1,653</b>	<b>1,668</b>	<b>2,092</b>	<b>2,444</b>
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	25.3%	25.8%	29.2%	29.7%	29.4%	28.4%	28.8%
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>676</b>	<b>1,122</b>	<b>1,124</b>	<b>1,410</b>	<b>1,428</b>	<b>1,778</b>	<b>2,077</b>
Tăng trưởng LNST	66.9%	66.0%	0.2%	25.4%	1.3%	24.5%	16.8%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	60,000,000	80,000,000	160,000,000	160,000,000	160,000,000	160,000,000	160,000,000
<b>EPS cơ bản</b>	<b>11,965</b>	<b>16,029</b>	<b>9,367</b>	<b>8,813</b>	<b>8,925</b>	<b>11,113</b>	<b>12,981</b>

## DOANH THU

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
Kế hoạch	718	1,233	1,152	985	1,107	2,674	3,271	4,311	5,290	5,310	6,654	6,797
Thực hiện	888	964	975	1,325	2,107	2,648	3,242	4,408	4,565	5,563	5,660	
	123.7%	78.2%	84.6%	134.5%	190.3%	99.0%	99.1%	102.3%	86.3%	104.8%	85.1%	

## LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
Kế hoạch	173	192	150	67	72	311	596	1,001	1,355	1,565	1,980	1,919
Thực hiện	128	131	56	71	261	479	814	1,125	1,319	1,653	1,668	
	74.0%	68.2%	37.3%	106.0%	362.5%	154.0%	136.6%	112.4%	97.3%	105.6%	84.2%	

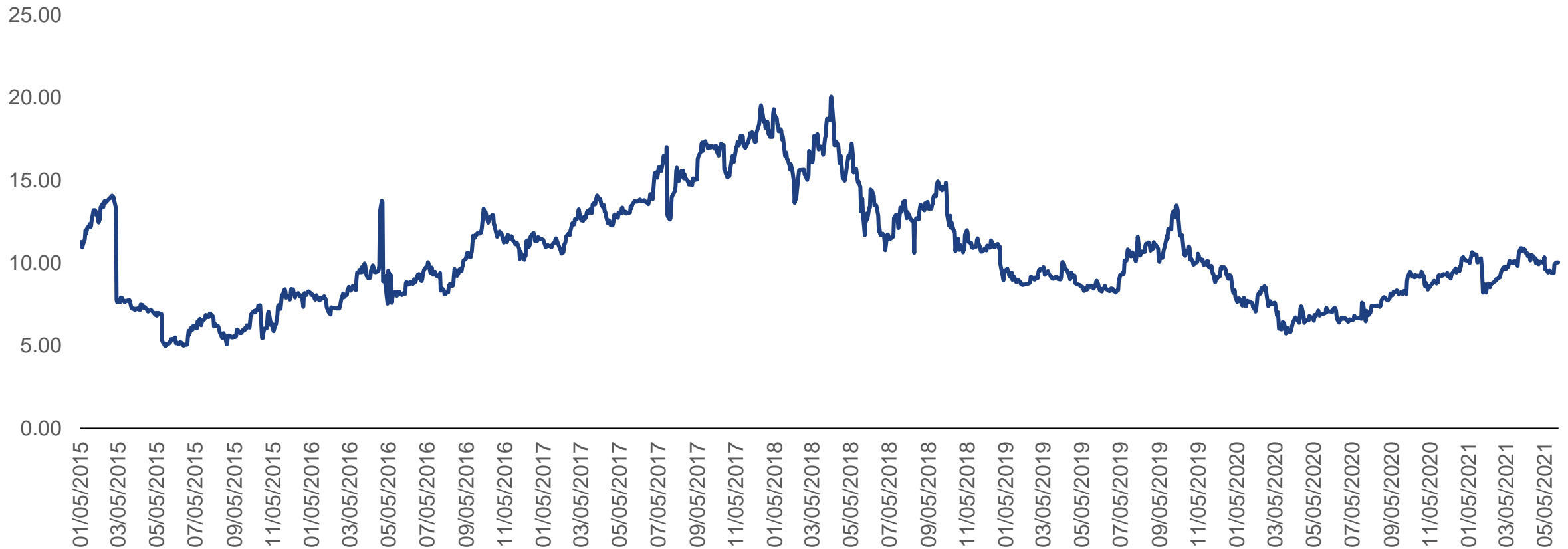
## PHÂN PHỐI LỢI NHUẬN

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	213	399	679	1,122	1,124	1,399	1,353
Trích quỹ khen thưởng, phúc lợi	11	34	27	78	90	112	108
Cổ tức tiền mặt	85	170	191	280	317	947	310
Tỷ lệ chi trả cổ tức	20% tiền mặt	40% tiền mặt	40% tiền mặt 13.2% cổ phiếu	40% tiền mặt 33.3% cổ phiếu	20% tiền mặt 100% cổ phiếu	60% tiền mặt 2% cổ phiếu quỹ	20% tiền mặt 3% cổ phiếu quỹ

**ĐỊNH GIÁ**

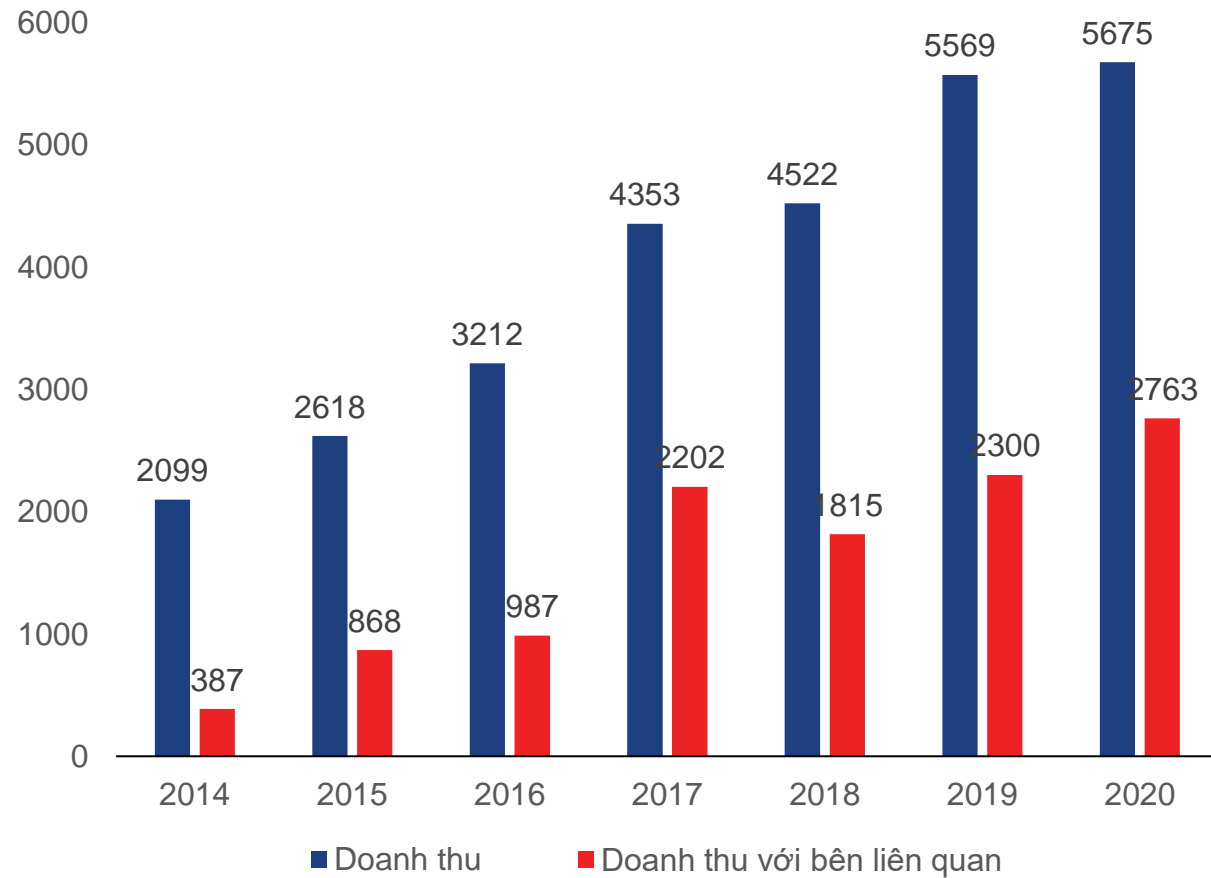
Dựa trên diễn biến định giá PE trong quá khứ của VCS, chúng tôi cho rằng mức định giá PE hợp lý đối với VCS là 12 lần. Với mức EPS 2021 11,100đ/cp, giá trị hợp lý đối với VCS là 133,200, tương đương upside 28.4% so với giá đóng cửa ngày 15/06/2021.

**Diễn biến định giá PE trong quá khứ**

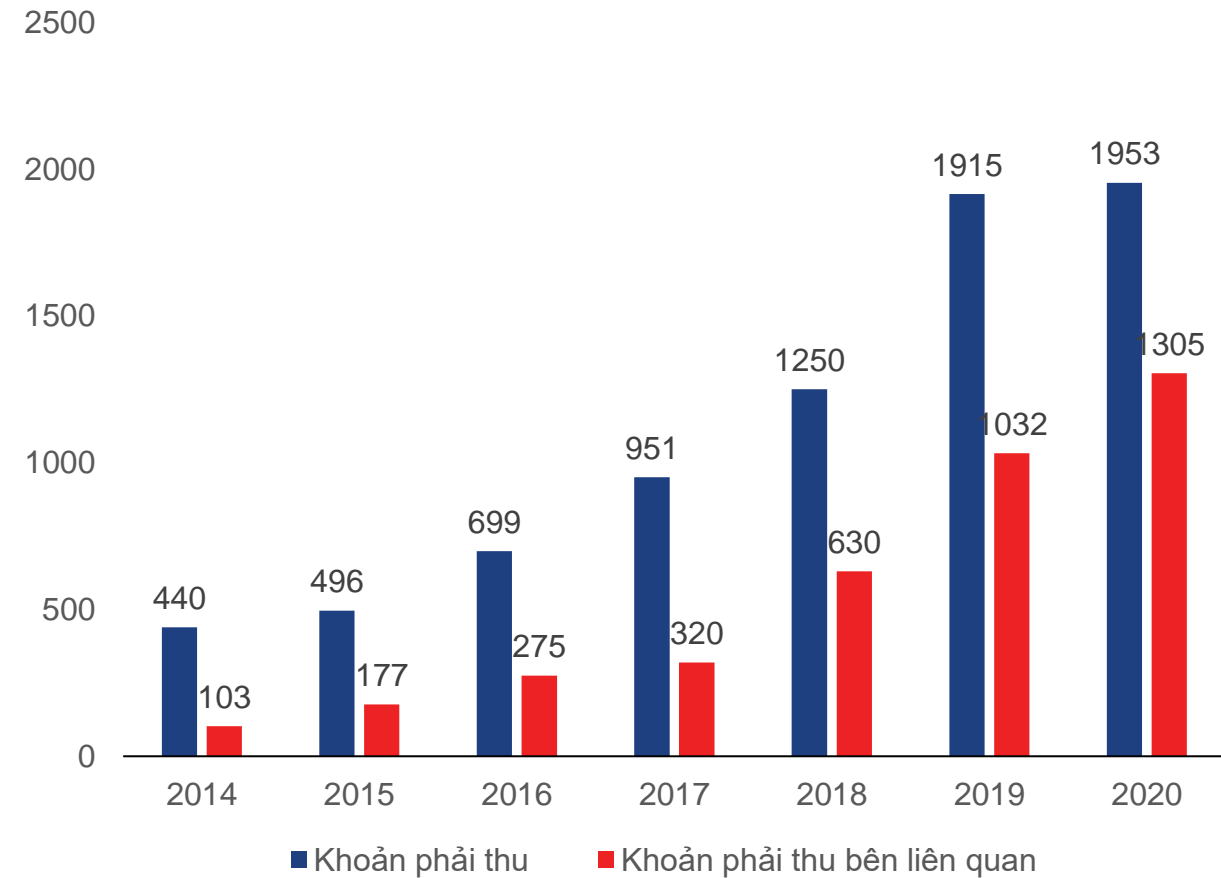


Doanh nghiệp	Doanh thu	Công nghệ	PE
Cosentino Group (Spain)	1,267 triệu đô	Breton	
Caeserstone (US)	486 triệu đô	Breton	30.2x
Hanwha L&C (Korea)	46 triệu đô	Breton	
Vicostone (Vietnam)	246 triệu đô	Breton	12x

### Doanh thu với các bên có liên quan



### Khoản phải thu với các bên có liên quan



Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC 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 TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC 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.

Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo 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 hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Securities  
**THANHCÔNG**  
QUALITY MAKES DIFFERENCE

THANHCÔNG SECURITIES CO.

A: 2<sup>nd</sup> floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC

T: (+84 28) 3827 0527 | F: (+84 28) 3821 80 10

[www.tcsc.vn](http://www.tcsc.vn)