

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

## Bùi Đức Duy

Trưởng nhóm phân tích cơ bản

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

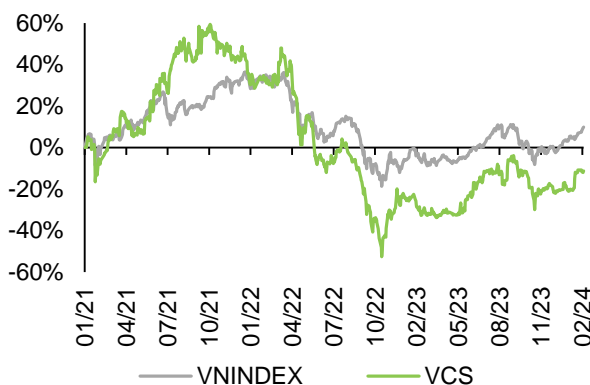
Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4307

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Giám đốc Khối phân tích đầu tư

Biểu đồ 1: Biến động giá cổ phiếu VCS &amp; VNINDEX



Thông tin giao dịch	23/02/2024
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	60.800
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	66.612
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	45.865
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	160
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	160
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	133.936
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0,0%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	9.728
EPS Trailing 12 tháng (VNĐ/cp)	5.100
P/E Trailing 12 tháng	11,92x

## 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 liệu sản xuất đá nhân tạo (đá thạch anh & polyester resin).

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

Giá hiện tại: **60.800**Giá mục tiêu: **70.000**Tăng/(giảm): **15,1%**

Khuyến nghị

**MUA****ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG KQKD TỪ XÂY DỰNG DÂN DỤNG TẠI MỸ HỒI PHỤC****KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023 (Lũy kế 4 quý)** (chi tiết)

Doanh thu lũy kế 4Q2023 của VCS đạt 4.354 tỷ đồng (-23,1% YoY & 92,4% KH2023). Doanh thu xuất khẩu đá nhân tạo ước chiếm tỷ trọng 65%; đạt 2.830 tỷ VNĐ (-17,3% YoY).

LNTT năm 2023 ghi nhận 999 tỷ đồng (-27,4% & 94,2% KH2023). Biên lợi nhuận gộp năm 2023 ở mức 28,0%; giảm 2,8 đpt so với cùng kỳ.

**TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2024**

Chúng tôi dự phóng DTT & LNTT hợp nhất năm 2024 của VCS lần lượt là 5.284 tỷ đồng (+21,4% YoY) và 1.303 tỷ đồng (+30,4% YoY) với biên lợi nhuận gộp dự báo ở mức 30,1%.

- Xét kênh xuất khẩu, giá trị xây dựng nhà để ở tại Mỹ năm 2024 dự báo hồi phục 9,6% YoY. Các chỉ số dự báo nhu cầu vật liệu xây dựng như tăng trưởng YoY số cấp phép xây dựng & số nhà để ở xây mới tại Mỹ đều đang trong đà phục hồi kể từ tháng 07/2023 khi FED ngừng tăng lãi suất và dự kiến giảm từ đầu 2H2024. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu đá nhân tạo tại Mỹ năm 2024 tăng mạnh, giúp sản lượng xuất khẩu đá nhân tạo của VCS năm 2024 dự phóng tăng 29,6% YoY với giá trị xuất khẩu trung bình 1 m<sup>2</sup> ở mức 90,4 USD/m<sup>2</sup> (-3,0% YoY).
- Đối với kênh nội địa, nguồn cung và lượng nhà căn hộ giao dịch phân khúc trung và cao cấp năm 2024 (khách hàng chủ yếu của sản phẩm đá nhân tạo) dự báo vẫn tăng trưởng tích cực trong bối cảnh phục hồi chậm của ngành xây dựng và thị trường bất động sản. Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ nội địa của VCS năm 2024 sẽ tăng trưởng tích cực 15,7% YoY.

**CẬP NHẬT KHUYẾN NGHỊ**

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCS với mức định giá cập nhật là 70.000 VNĐ/cp, thấp hơn 3,3% so với mức định giá đã điều chỉnh tại [Báo cáo cập nhật định giá tháng 08/2023](#). Chi tiết tại [đây](#).

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

- Biến động tỷ giá USD/VND & EUR/VND khi 70% doanh thu hợp nhất của VCS đến từ hoạt động xuất khẩu.
- Rủi ro đá nhân tạo Việt Nam xuất Mỹ bị điều tra & áp thuế phòng vệ thương mại do sản lượng tăng nhanh trong khi giá giảm mạnh ([chi tiết](#))
- Biến động giá chất kết dính polyester resin ([chi tiết](#))

**A. KẾT QUẢ KINH DOANH HỢP NHẤT NĂM 2023 LŨY KẾ 4 QUÝ**

Đơn vị: Tỷ VNĐ	2022	2023 Lũy kế 4Q	% YoY	KH2023	% thực hiện	% thực tế / FPTS dự phóng tại Báo cáo cập nhật định giá ngày 24/08/2023
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.660</b>	<b>4.354</b>	<b>-23,1%</b>	<b>4.713</b>	<b>92,4%</b>	<b>99,6%</b>
Giá vốn hàng bán	3.917	3.133	-20,0%			101,9%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.743</b>	<b>1.221</b>	<b>-30,0%</b>			<b>94,4%</b>
Doanh thu tài chính	98	103	4,5%			155,4%
Chi phí tài chính	137	101	-26,3%			99,5%
<i>Chi phí lãi vay</i>	50	57	12,3%			79,2%
Chi phí bán hàng	255	157	-38,5%			79,7%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	67	59	-12,1%			114,6%
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>1.382</b>	<b>1.007</b>	<b>-27,2%</b>			<b>99,8%</b>
Lợi nhuận khác	(5)	(8)				160,0%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1.377</b>	<b>999</b>	<b>-27,4%</b>	<b>1.060</b>	<b>94,2%</b>	<b>99,5%</b>
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(229)	(153)	-33,2%			91,8%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1.148</b>	<b>846</b>	<b>-26,3%</b>			<b>101,0%</b>
- Tỷ suất lợi nhuận gộp	30,8%	28,0%				
- CP bán hàng / Doanh thu thuần	4,5%	3,6%				
- CP quản lý / Doanh thu thuần	1,2%	1,3%				
- Tỷ suất lợi nhuận từ HĐKD	24,3%	23,1%				
- Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	20,2%	19,4%				

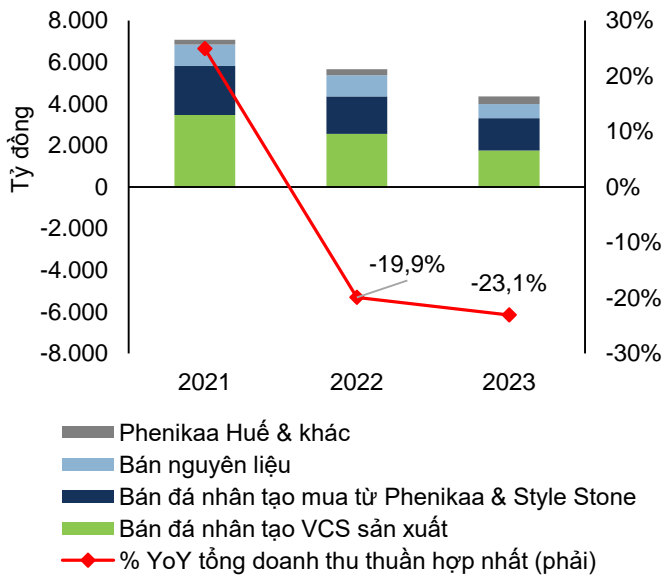
Nguồn: BCTC hợp nhất Q4/2023 của doanh nghiệp, FPTS Research.

## I. Nhu cầu đá nhân tạo vẫn ở mức thấp tại các thị trường xuất khẩu Mỹ & EU khiến doanh thu & lợi nhuận các mảng kinh doanh của VCS tăng trưởng âm năm thứ hai liên tiếp

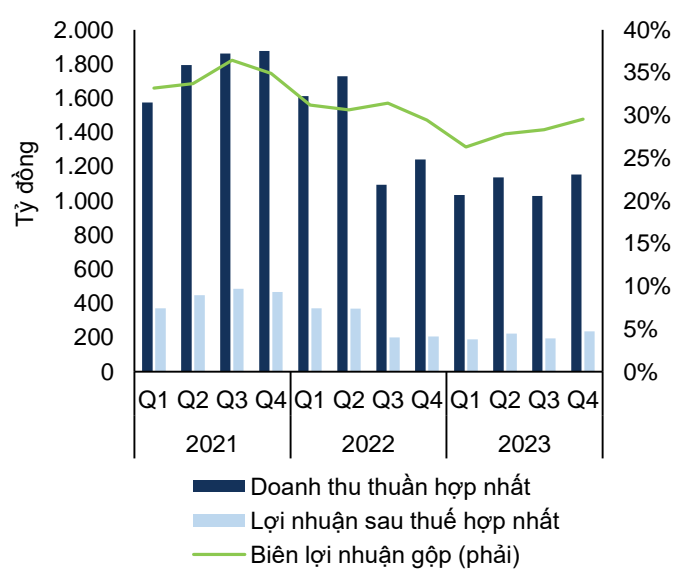
Lũy kế 4Q2023, doanh thu hợp nhất của VCS đạt 4.354 tỷ đồng (-23,1% YoY). Mức giảm ghi nhận tại các mảng doanh thu bao gồm sản xuất & bán đá nhân tạo thành phẩm (-31,3% YoY), bán hàng hóa (*mua đá nhân tạo sản xuất bởi công ty mẹ Phenikaa & Style Stone và phân phối ra thị trường với thương hiệu Vicostone*) (-13,4% YoY) và bán nguyên liệu sản xuất đá nhân tạo (-32,8% YoY). Nhu cầu đá nhân tạo thấp tại hai thị trường Mỹ và EU từ áp lực của lạm phát và chính sách tiền tệ thắt chặt kéo dài khiến sản lượng bán hàng đá nhân tạo của doanh nghiệp giảm. Điều này cũng dẫn tới quy mô giao dịch bên liên quan thu hẹp từ giảm sản lượng hàng hóa mua từ Phenikaa và Style Stone cũng như doanh thu bán nguyên liệu sản xuất đá nhân tạo cho hai doanh nghiệp này.

Lợi nhuận sau thuế hợp nhất 4Q2023 đạt 846,4 tỷ đồng (-26,3% YoY). Mức tăng trưởng âm đến từ mức giảm của doanh thu (-23,1% YoY) và biên lợi nhuận gộp (4Q2023 đạt 28,0%; giảm 2,8 đpt svck).

**Biểu đồ 2: Doanh thu các mảng kinh doanh tiếp tục giảm trong năm 2023**



**Biểu đồ 3: Kết quả kinh doanh hợp nhất theo quý vẫn ở mức thấp dù đã có sự hồi phục**



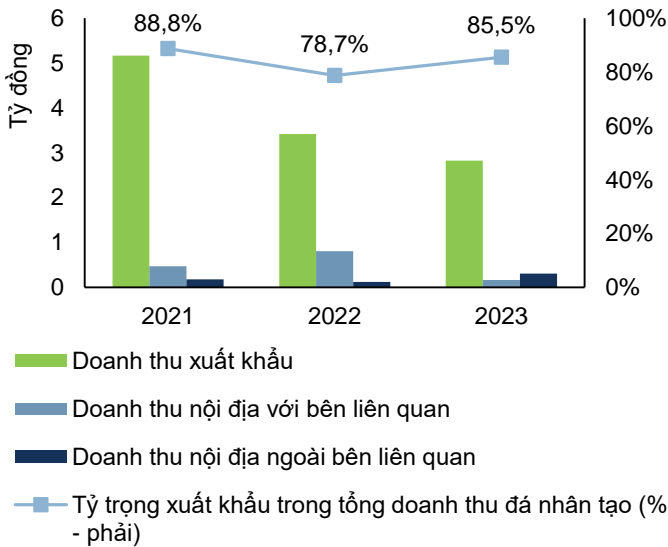
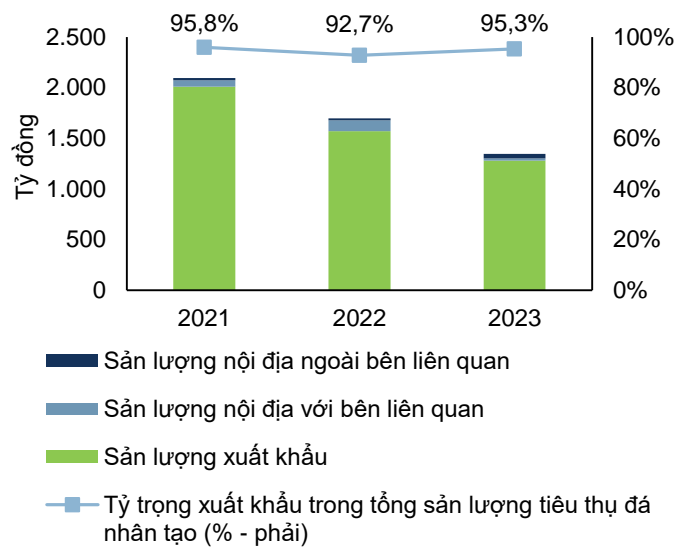
Nguồn: BCTC hợp nhất Q4/2023 của VCS, FPTIS Research.

## II. Cập nhật mảng sản xuất & kinh doanh đá nhân tạo năm 2023 của VCS

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

VCS hiện phân phối các sản phẩm đá nhân tạo thương hiệu Vicostone thông qua kênh xuất khẩu và kênh nội địa. Trong đó, kênh xuất khẩu chiếm trọng yếu với tỷ trọng trung bình giai đoạn 5 năm 2019 – 2023 lần lượt là khoảng 82,8% tổng doanh thu bán đá nhân tạo và 95,3% tổng sản lượng tiêu thụ.

Lũy kế 4Q2023, doanh thu bán đá nhân tạo của VCS đạt khoảng 3.308 tỷ đồng (-23,9% YoY) với tỷ trọng kênh xuất khẩu ước tính ở mức 65%. Tổng sản lượng đá nhân tạo tiêu thụ ước tính đạt 1,34 triệu m<sup>2</sup> (-20,7% YoY) và tương đương khoảng 44,7% tổng năng lực sản xuất các nhà máy của Phenikaa, Style Stone và VCS. Xét riêng VCS, chúng tôi dự kiến sản lượng tiêu thụ ở mức 679 nghìn m<sup>2</sup> (-26,4% YoY); tương đương 40,4% năng lực sản xuất của riêng doanh nghiệp và khoảng 105,3% sản lượng sản xuất đá nhân tạo trong kỳ.

**Biểu đồ 4: Doanh thu xuất khẩu đá nhân tạo\* tiếp tục chiếm trọng yếu & trong xu hướng giảm**

**Biểu đồ 5: Sản lượng đá nhân tạo xuất khẩu chiếm tỷ trọng cao trong tổng sản lượng tiêu thụ của VCS**


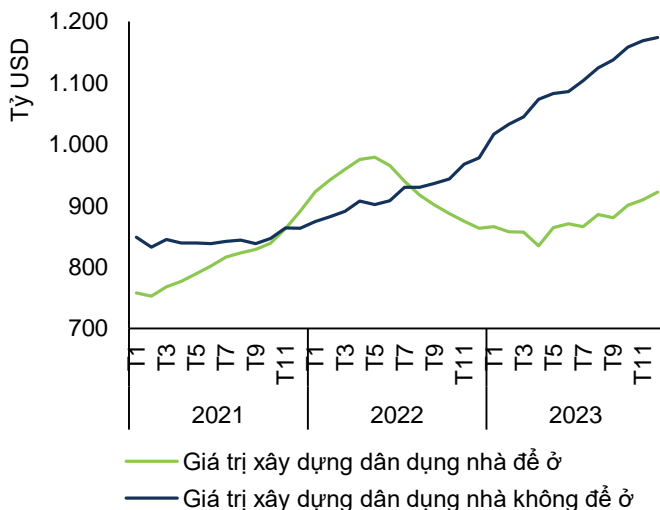
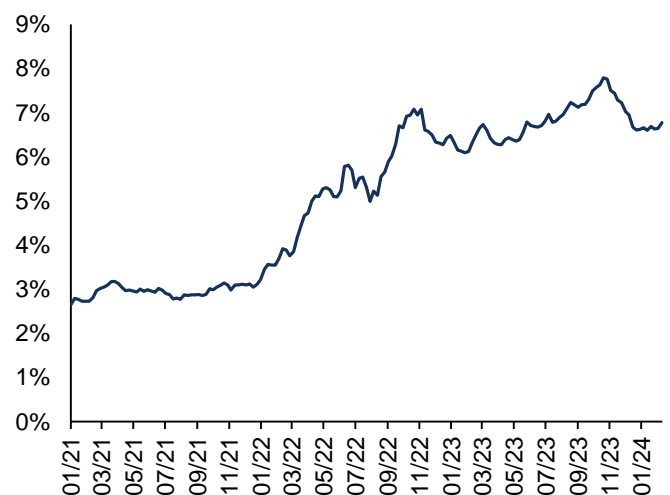
Nguồn: FPT S Research.

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

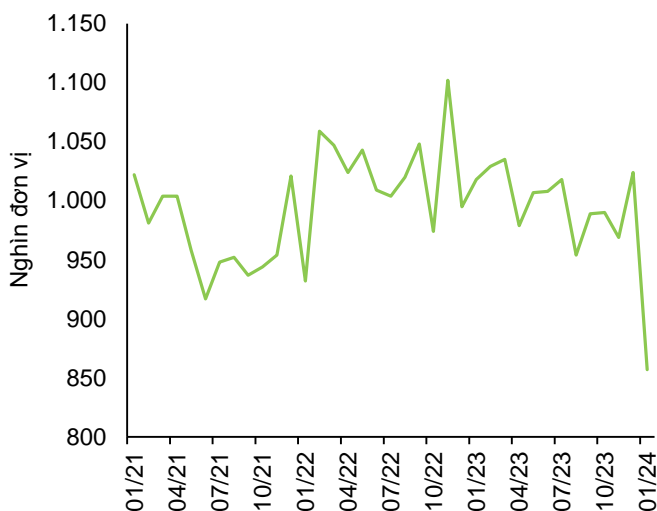
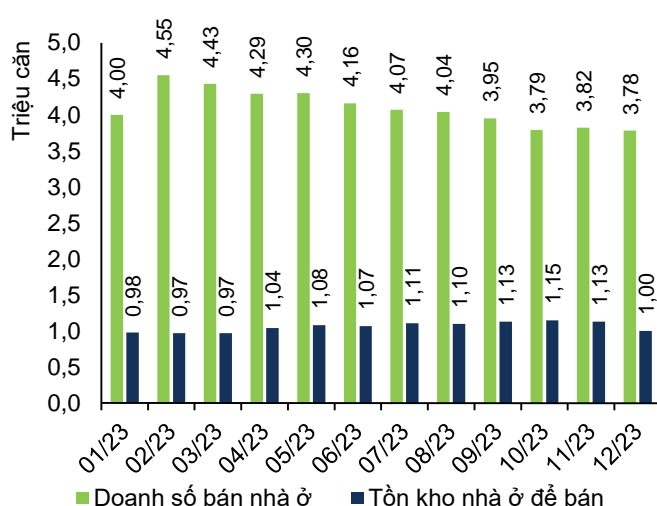
## 1. Kênh xuất khẩu: Sản lượng đá nhân tạo xuất khẩu ước giảm 18,5% YoY; tương đương mức tăng trưởng âm năm thứ hai liên tiếp

### (a) Hoạt động xuất khẩu đá nhân tạo của doanh nghiệp kém khả quan khi nhu cầu đá nhân tạo năm 2023 tiếp tục giảm do lạm phát & chính sách tiền tệ thắt chặt kéo dài tại Mỹ và EU

Kể từ năm 2010 đến nay, thị trường Bắc Mỹ (chủ yếu là Mỹ) chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong doanh thu xuất khẩu của VCS và hiện ở mức khoảng 70%. Nhu cầu đá nhân tạo tại thị trường Bắc Mỹ nói chung và Mỹ nói riêng đóng vai trò quyết định trong tăng trưởng kết quả kinh doanh mảng xuất khẩu đá nhân tạo của VCS. Trong năm 2023, mặc dù lạm phát tại Mỹ đã giảm nhanh, chính sách tiền tệ thắt chặt kéo dài với mức lãi suất duy trì cao đã khiến hoạt động xây dựng dân dụng và thị trường bất động sản trầm lắng; kéo theo nhu cầu đá nhân tạo trong cả năm nhìn chung vẫn ở mức thấp.

**Biểu đồ 6: Giá trị xây dựng dân dụng nhà để ở tại Mỹ hồi phục tích cực từ tháng 05/2023**

**Biểu đồ 7: Lãi suất vay thế chấp mua nhà theo tuần tại Mỹ duy trì ở mức cao**


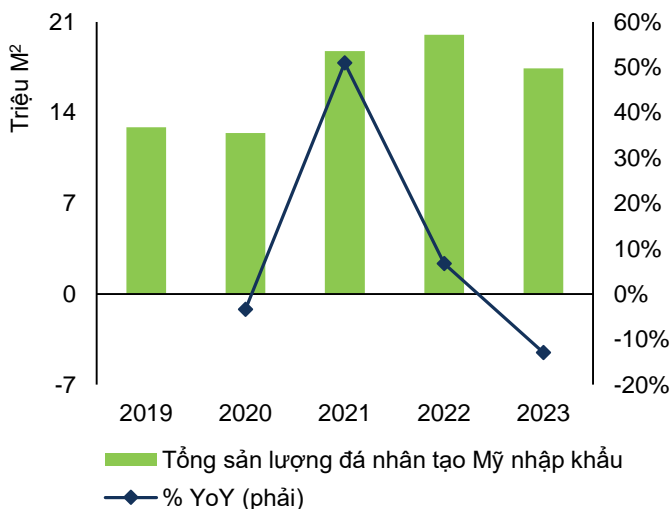
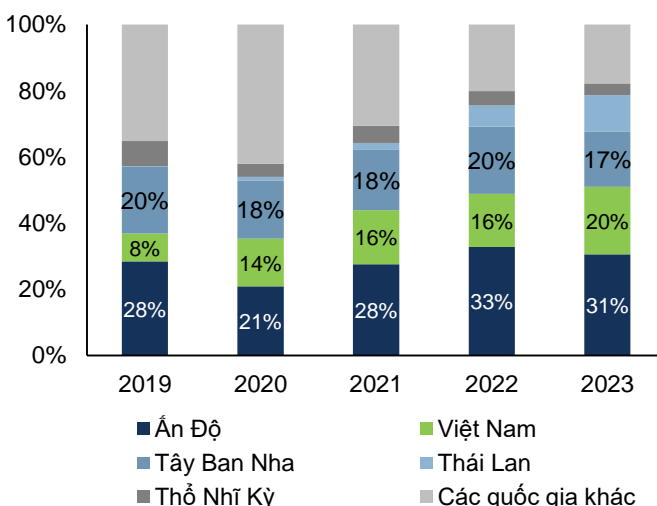
Nguồn: US Census.

**Biểu đồ 8: Số căn nhà ở hoàn thành xây dựng theo tháng tại Mỹ năm 2023 trong xu hướng giảm**

**Biểu đồ 9: Thị trường bất động sản nhà ở tại Mỹ ảm đạm với doanh số bán giảm & tồn kho tăng nhe**


Nguồn: US Census.

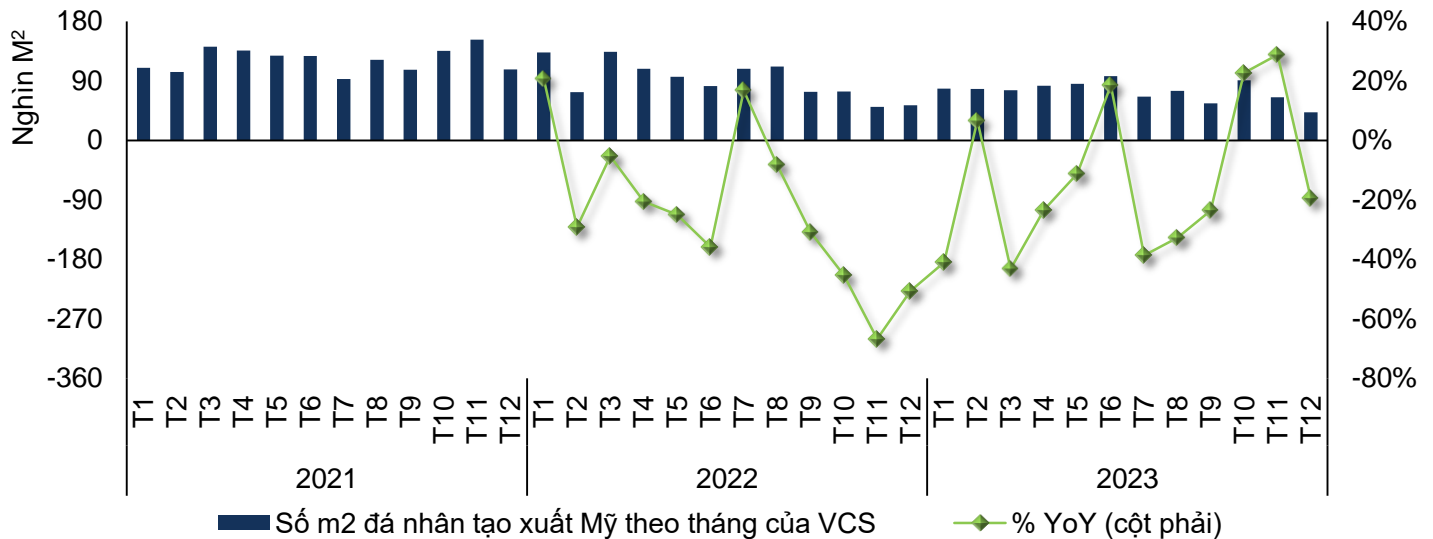
Hoạt động xây dựng dân dụng trong năm 2023 tại Mỹ nhìn chung ảm đạm khi duy trì ở mức thấp so với năm 2022 mặc dù có sự phục hồi mạnh về giá trị xây dựng mới nhà để ở từ giữa năm. Do đá thạch anh nhân tạo là sản phẩm vật liệu xây dựng hoàn thiện và tiêu thụ chủ yếu tại nhà để ở khi chủ yếu làm bề mặt bàn hay bệ bếp, nhu cầu vật liệu này của VCS được phản ánh từ số căn nhà ở hoàn thiện và doanh số bán nhà ở. Hai chỉ số này đều trong xu hướng giảm trong năm 2023, dẫn tới nhu cầu đá nhân tạo tại thị trường Mỹ giảm.

Cho năm 2023, Mỹ nhập khẩu tổng cộng 17,4 triệu m<sup>2</sup> (-12,9% YoY). Top 5 thị trường lớn nhất xuất khẩu đá nhân tạo vào Mỹ tiếp tục là Ấn Độ, Việt Nam, Tây Ban Nha, Thái Lan và Thổ Nhĩ Kỳ. Sản lượng đá nhân tạo Mỹ nhập từ Việt Nam đạt 3,6 triệu m<sup>2</sup> (+10,2% YoY); tương đương tỷ trọng 20,4%; tăng 4,3 քt so với thực hiện năm 2022.

**Biểu đồ 10: Nhu cầu nội địa yếu khiến tổng sản lượng đá nhân tạo Mỹ nhập khẩu trong năm 2023 giảm 12,9% YoY**

**Biểu đồ 11: Cơ cấu sản lượng đá nhân tạo Mỹ nhập khẩu theo quốc gia**


Nguồn: USITC.

Nhu cầu tại thị trường chính Mỹ kém khả quan trong năm 2023 khiến hoạt động kinh doanh đá nhân tạo của VCS tại đây suy giảm. Cụ thể, sản lượng đá nhân tạo VCS xuất Mỹ (đã bao gồm cả đá nhân tạo mua từ Phenikaa & Style Stone) dự kiến đạt 4.417 TEU; tương đương chúng tôi ước tính khoảng 896 nghìn m<sup>2</sup> (-18,5% YoY). Tổng sản lượng xuất khẩu đá nhân tạo đi các thị trường của doanh nghiệp trong cả năm 2023 ước đạt 1,28 triệu m<sup>2</sup>.

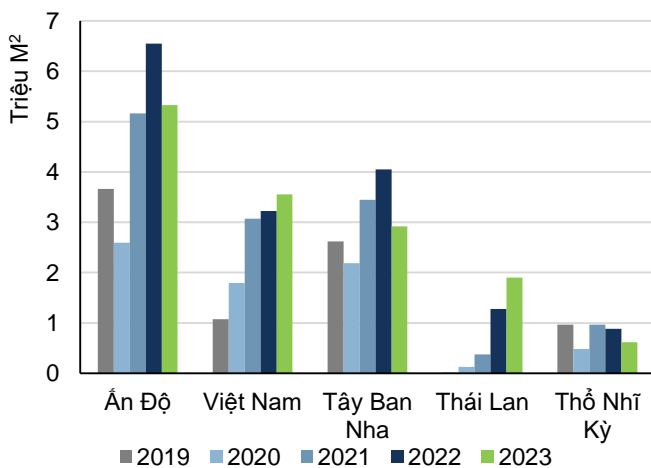
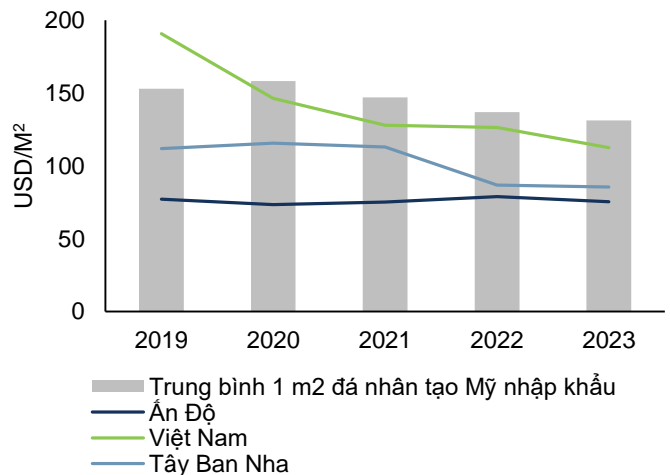
**Biểu đồ 12: Số m<sup>2</sup> đá nhân tạo VCS xuất Mỹ theo tháng năm 2023 nhìn chung giảm so với cùng kỳ**


Nguồn: FPTs Research.

**(b) Mức độ cạnh tranh tăng nhanh giữa các doanh nghiệp Việt Nam sản xuất đá nhân tạo xuất Mỹ cùng giá trị trung bình 1 m<sup>2</sup> đá xuất khẩu giảm khiến hoạt động kinh doanh của VCS gặp nhiều khó khăn**

Trong các năm gần đây, mặc dù vẫn là doanh nghiệp có quy mô sản xuất lớn nhất Việt Nam về đá thạch anh nhân tạo, chúng tôi nhận định hoạt động kinh doanh của VCS bị ảnh hưởng tiêu cực khi mức độ cạnh tranh trong ngành đang gia tăng nhanh. Áp lực cạnh tranh đến từ:

- ❖ Các doanh nghiệp Trung Quốc sau khi bị áp thuế chống bán phá giá từ năm 2018 đã tiến hành xuất khẩu qua các quốc gia trung gian như Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ và mới đây nhất là Malaysia để lẩn tránh thuế và đưa đá thạch anh nhân tạo Trung Quốc vào Mỹ. Sau đó, các quốc gia trung gian này đều đã bị áp thuế phòng vệ thương mại do sử dụng nguyên liệu đá tấm thạch anh nhập khẩu từ Trung Quốc. Theo chia sẻ của lãnh đạo VCS, Việt Nam và Thái Lan hiện đang là điểm đến tiếp theo của các doanh nghiệp Trung Quốc khi mà sản lượng xuất vào Mỹ tăng rất nhanh qua các năm cùng với giá bán trung bình giảm mạnh. Tương tự như trường hợp của Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ, chúng tôi cho rằng tiềm ẩn rủi ro lớn về bị áp thuế phòng vệ thương mại nếu xu hướng tăng nhanh về sản lượng và giảm nhanh về giá trị đá nhân tạo Việt Nam xuất Mỹ tiếp tục trong thời gian tới ([quay lại](#)).

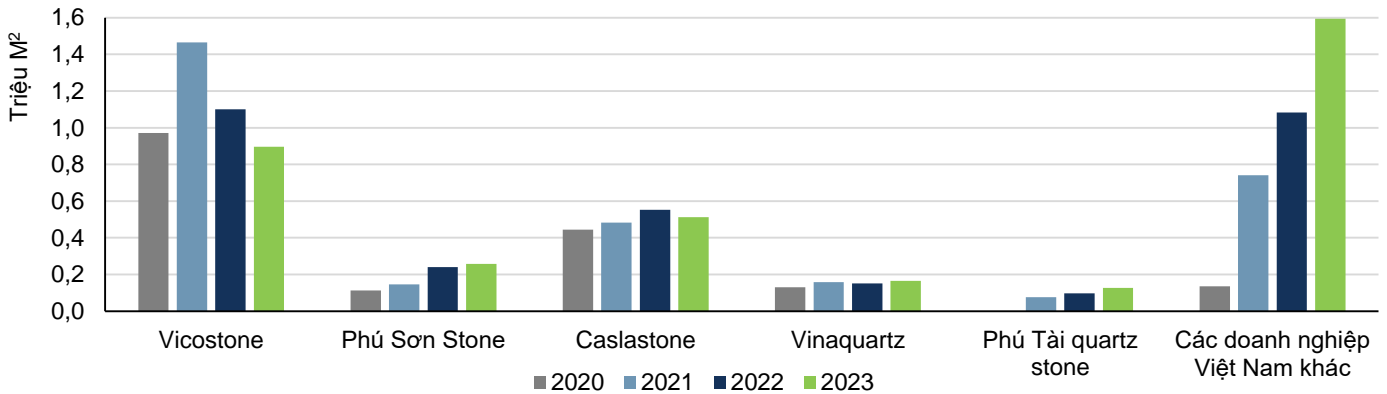
**Biểu đồ 13: Sản lượng đá nhân tạo xuất Mỹ của Việt Nam & Thái Lan liên tục tăng đột biến trong 5 năm gần đây**

**Biểu đồ 14: Giá trị trung bình 1 m<sup>2</sup> Mỹ nhập khẩu từ Việt Nam tiếp tục giảm nhanh trong năm 2023**


Nguồn: USITC, FPTs Research.

- ❖ Mức độ cạnh tranh tại Việt Nam trong lĩnh vực sản xuất đá thạch anh nhân tạo xuất khẩu đi thị trường Mỹ cũng tăng nhanh trong các năm gần đây. Sự có mặt của dây chuyền sản xuất đá thạch anh nhân tạo Trung Quốc với chi phí đầu tư thấp hơn dây chuyền công nghệ sản xuất của Breton đã tạo cơ hội cho nhiều doanh nghiệp

tham gia vào ngành. Nếu trong năm 2020, bốn doanh nghiệp là Vicostone, Phú Sơn Stone, Caslastone và Vinaquartz chiếm tới 92,5% sản lượng đá nhân tạo xuất Mỹ của Việt Nam thì trong giai đoạn 2021 – 2023 mức tỷ trọng này đã giảm nhanh, lần lượt còn 75,9% (2021); 66,4% (2022) và 55,1% (2023).

**Biểu đồ 15: Sản lượng đá thạch anh nhân tạo Việt Nam xuất khẩu vào Mỹ theo một số doanh nghiệp**



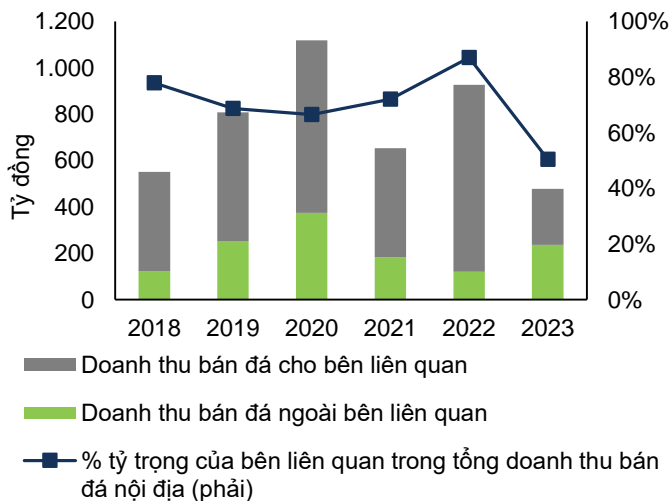
Nguồn: USITC, FPTs Research.

Số lượng doanh nghiệp Việt Nam mới tham gia vào ngành hoặc doanh nghiệp cũ mở rộng quy mô sản xuất định hướng xuất khẩu đi Mỹ và EU tăng nhanh trong những năm gần đây khiến mức độ cạnh tranh về đơn hàng gia tăng giữa các doanh nghiệp nội địa trong đó có VCS. Cùng với đó, đa phần các doanh nghiệp tiến hành đầu tư công nghệ sản xuất Trung Quốc khiến giá bán đầu ra thấp hơn so với công nghệ Breton. Điều này khiến hoạt động kinh doanh của VCS gặp khó khăn và doanh nghiệp phải điều chỉnh giảm giá bán. Do vậy, theo lãnh đạo doanh nghiệp chia sẻ từ đầu năm 2023, VCS hiện định hướng giữ biên lợi nhuận ở mức quanh 30% - 33% và gia tăng lợi nhuận doanh nghiệp thông qua tăng trưởng doanh thu qua các năm.

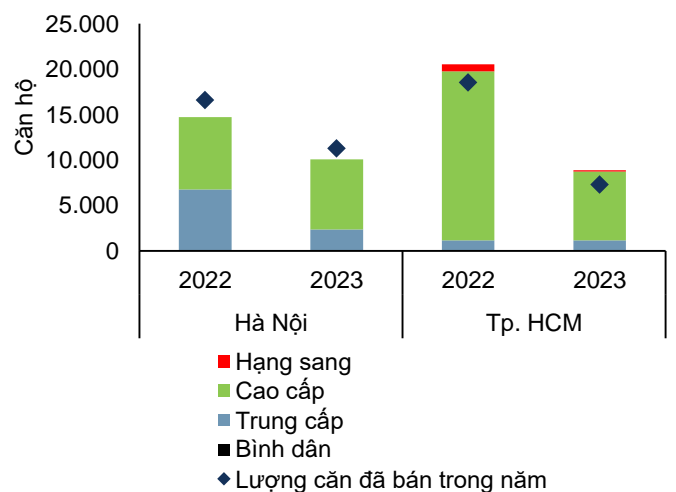
**2. Kênh nội địa: Nguồn cung & lượng căn hộ phân khúc trung & cao cấp tăng trưởng tích cực tạo cú hích cho sản lượng tiêu thụ nội địa của doanh nghiệp trong bối cảnh ngành bất động sản ảm đạm**

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

**Biểu đồ 16: Doanh thu bán đá nhân tạo ngoài bên liên quan tăng trưởng tích cực trong năm 2023**



**Biểu đồ 17: Nguồn cung & lượng tiêu thụ căn hộ cao cấp phục hồi tốt trong 2H2023 so với 1H2023**



Nguồn: Báo cáo tài chính VCS, FPTs Research.

Năm 2023, doanh thu bán đá thành phẩm tại thị trường nội địa của VCS ước đạt 478,3 tỷ đồng (-48,4% YoY) với doanh thu bán cho bên liên quan (gồm CTCP Chế tác đá Việt Nam, CTCP Công nghiệp Trần Long, trường đại học

Phenikaa & CTCP Y học Vĩnh Thiện) chiếm 50,4%. Doanh thu bán đá thành phẩm ngoài bên liên quan đạt 237,1 tỷ đồng (+96,7% YoY).

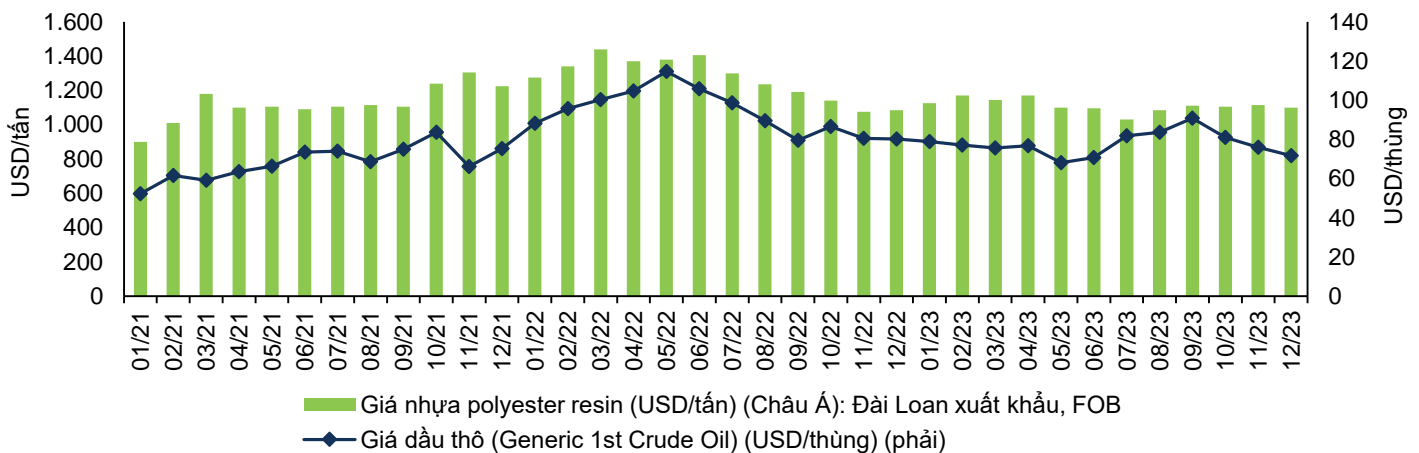
Theo báo cáo của CBRE, trong bối cảnh ngành xây dựng dân dụng và thị trường bất động sản ảm đạm; nguồn cung và lượng căn hộ đã bán trong năm 2023 giảm so với cùng kỳ tại cả hai thành phố lớn đại diện là Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh. Tuy vậy, giai đoạn 2H2023 ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ về nguồn cung và lượng căn hộ bán, đặc biệt là với phân khúc cao cấp (khách hàng tiêu thụ chủ yếu của sản phẩm đá nhân tạo) và tại thành phố Hà Nội. Điều này tác động tích cực tới sản lượng bán đá nhân tạo thuộc phân khúc vật liệu hoàn thiện trung cao cấp của VCS. Sản lượng cả năm 2023 ước ghi nhận 31,6 nghìn mét dài với tỷ trọng 87,6% tiêu thụ trong 2H2023.

### III. Biên lợi nhuận gộp 4Q2023 suy giảm năm thứ hai liên tiếp từ tác động của giá trị trung bình 1 m<sup>2</sup> đá nhân tạo xuất khẩu ước tính giảm

Biên lợi nhuận gộp 4Q2023 của VCS đạt 28,0%; giảm năm thứ hai liên tiếp và giảm 2,8 đpt svck. Bất chấp diễn biến giảm giá của các nguyên liệu đầu vào chính gồm đá thạch anh – quartz và chất kết dính polyester resin, mức giảm đến từ diễn biến giảm giá trị trung bình 1 m<sup>2</sup> xuất khẩu khi tổng cầu đá nhân tạo tại các thị trường Mỹ và EU giảm trong khi cạnh tranh gia tăng mạnh giữa các doanh nghiệp sản xuất đá nhân tạo tại Việt Nam.

Đối với chất kết dính polyester resin, mức giá trung bình năm 2023 ở mức 1.112,5 USD/tấn (-12,4% YoY) do nhu cầu suy yếu khi các doanh nghiệp sử dụng nguyên liệu này làm đầu vào đều đã thu hẹp quy mô sản xuất. Giá polyester resin dù giảm nhưng vẫn ở mức cao so với trung bình các năm.

**Biểu đồ 18: Giá chất kết dính liên tục giảm qua các tháng trong năm 2023 so với cùng kỳ trong bối cảnh quy mô sản xuất toàn cầu thu hẹp, dẫn tới nhu cầu đối với nguyên liệu này giảm**



Nguồn: Bloomberg, FPTs Research.

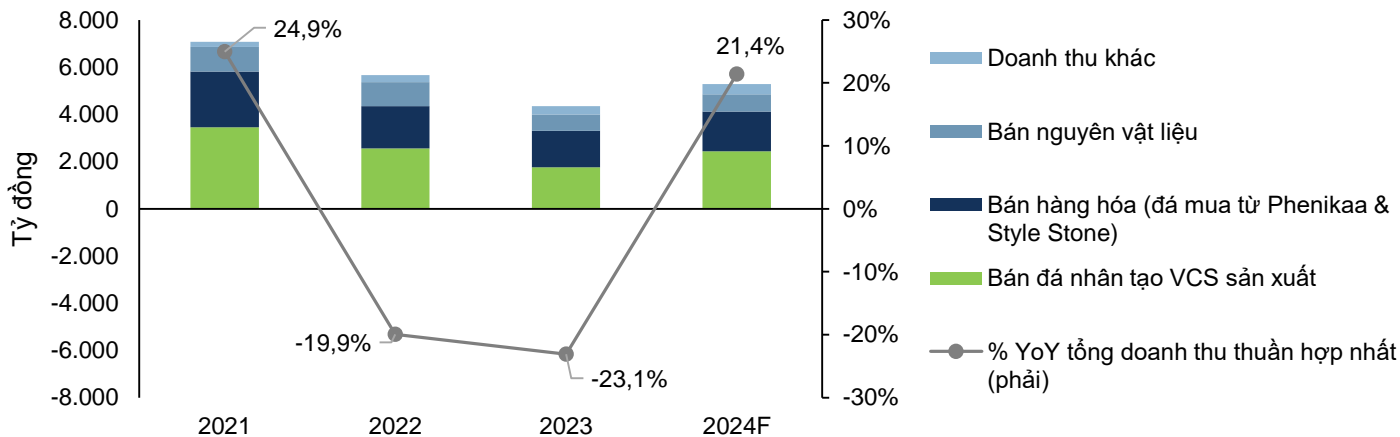
## B. TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024

### I. Doanh thu thuần hợp nhất năm 2024 của VCS dự phóng đạt 5.284 tỷ đồng (+21,4% YoY)

Trong năm 2024, chúng tôi nhận định triển vọng tăng trưởng doanh thu hợp nhất của VCS tiếp tục đến từ mảng kinh doanh đá nhân tạo (bao gồm cả sản lượng tự sản xuất & sản lượng mua từ Phenikaa & Style Stone) khi tỷ trọng hoạt động kinh doanh này thường chiếm từ 75% đến trên 80% doanh thu hợp nhất hàng năm của doanh nghiệp. Phần doanh thu bán nguyên vật liệu và doanh thu công ty con Phenikaa Huế hoặc có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hoặc tỷ trọng trong tổng quy mô doanh thu nhỏ hơn.

**Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần hợp nhất của VCS ở mức 5.284 tỷ đồng (+21,4% YoY) với tỷ trọng các mảng bán đá thành phẩm, bán hàng hóa và bán nguyên vật liệu lần lượt là 46,1%; 31,7% và 13,9%. Kỳ vọng cho mức phục hồi 21,4% về chỉ tiêu doanh thu thuần hợp nhất của doanh nghiệp đến từ sự phục hồi của hoạt động xây dựng dân dụng tại thị trường xuất khẩu trọng yếu Mỹ và tại thị trường nội địa của VCS trong năm 2024.**



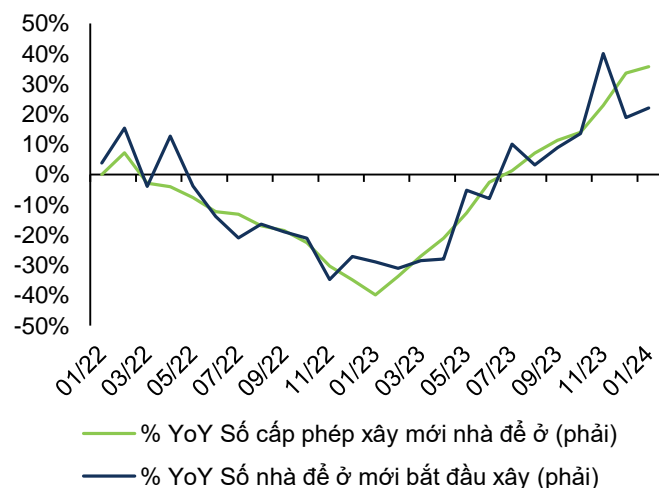
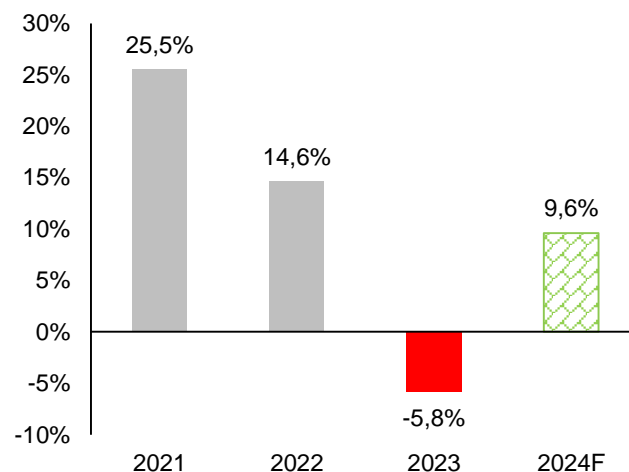
**Biểu đồ 19: Cơ cấu doanh thu thuần hợp nhất dự phóng theo mảng kinh doanh của VCS**


Nguồn: FPTs Research.

Trong đó, kỳ vọng và chi tiết dự phóng mảng bán đá nhân tạo (bao gồm cả đá VCS tự sản xuất & đá mua từ Phenikaa & Style Stone) theo hai kênh xuất khẩu và bán nội địa như sau:

### Mảng xuất khẩu đá nhân tạo:

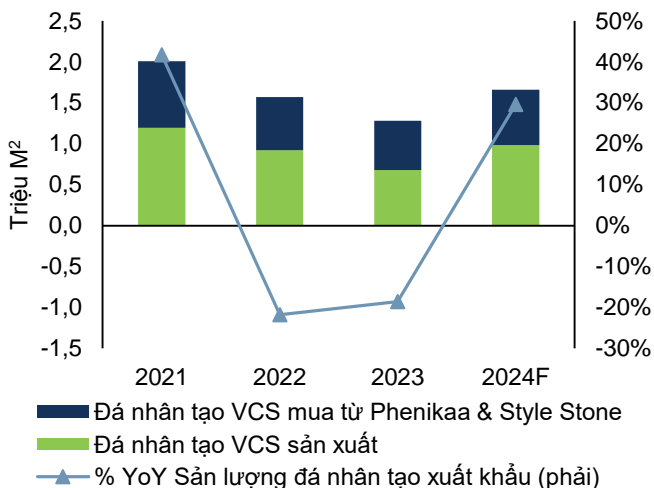
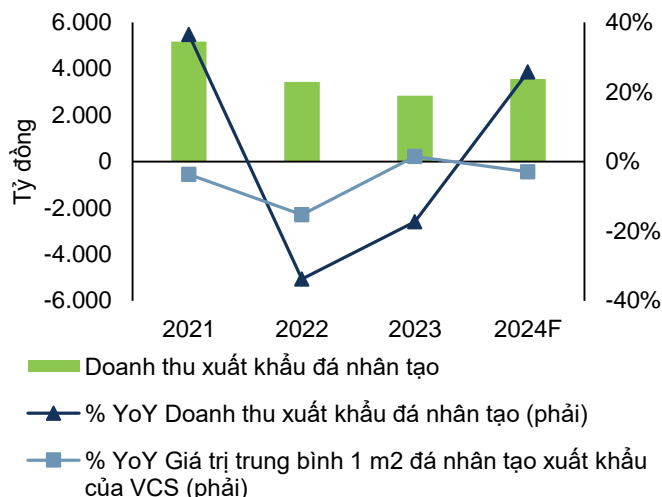
Với sản phẩm đá nhân tạo chủ lực làm bề mặt bàn, bếp countertops; chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục của hoạt động xây dựng dân dụng tại Mỹ sẽ tạo cú hích cho nhu cầu đá nhân tạo nhập khẩu tại quốc gia này. Cụ thể, giá trị xây dựng dân dụng đã bắt đầu hồi phục từ tháng 5/2023 và chúng tôi kỳ vọng việc FED không tăng thêm lãi suất và bắt đầu lộ trình cắt giảm từ tháng 06/2024 sẽ giúp năm 2024 tiếp tục là một năm phục hồi tích cực của hoạt động xây dựng dân dụng cũng như nhu cầu đá nhân tạo tại Mỹ.

**Biểu đồ 20: Các chỉ số dự báo nhu cầu đá nhân tạo như số cấp phép mới và số nhà ở xây mới phục hồi tích cực**

**Biểu đồ 21: Giá trị xây dựng dân dụng nhà ở ở tại Mỹ dự báo phục hồi 9,6% trong năm 2024 so với mức -5,8% (2023)**


Nguồn: US Census, Bloomberg, FPTs Research.

Tổng sản lượng đá nhân tạo VCS xuất khẩu (bao gồm đá nhân tạo tự sản xuất và đá nhân tạo mua từ Phenikaa & Style Stone) dự phóng ở mức 1,66 triệu tấn (+29,6% YoY). Trong đó, thị trường Mỹ giả định tiếp tục chiếm khoảng 70% trong năm 2024.

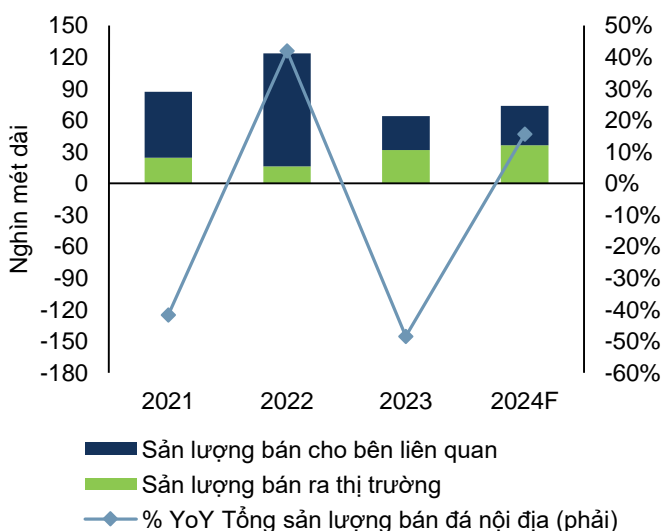
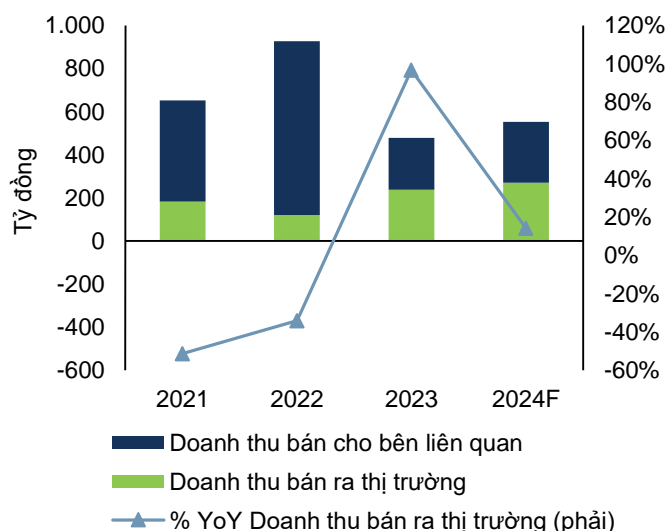
Về giá bán, chúng tôi dự phóng mức giá trị trung bình 1 m<sup>2</sup> đá nhân tạo VCS xuất khẩu tiếp tục giảm theo xu hướng giảm chung của ngành. Cụ thể, mức giá bán dự phóng cho năm 2024 là 90,4 USD/m<sup>2</sup> (-3,0% YoY).

**Biểu đồ 22: Sản lượng đá nhân tạo VCS xuất khẩu dự phóng hồi phục tích cực 29,6% YoY trong năm 2024**

**Biểu đồ 23: Doanh thu xuất khẩu đá nhân tạo dự phóng hồi phục 25,7% YoY trong năm 2024**


Nguồn: FPT S Research.

### Mảng bán đá nhân tạo nội địa:

Tiêu thụ đá nhân tạo nội địa của doanh nghiệp phụ thuộc vào hoạt động xây dựng dân dụng và thị trường bất động sản trong nước. Trong năm 2024, chúng tôi cho rằng ngành xây dựng dân dụng đã bước qua con dốc khó khăn của năm 2023 và sẽ phục hồi với tốc độ chậm nhờ lãi suất dự kiến giảm để hỗ trợ thanh khoản cũng như môi trường pháp lý dần được cải thiện để khắc phục những vướng mắc hiện tại cho các doanh nghiệp bất động sản. Mặc dù hồi phục chậm nhưng do nguồn cung nhà ở tại các thành phố lớn chủ yếu thuộc phân khúc trung và cao cấp (khách hàng tiêu thụ chủ yếu của sản phẩm đá nhân tạo), chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ nội địa của VCS tăng 15,7% YoY và đạt 73,8 nghìn mét dài trong năm 2024. Mức giá bán trung bình bán ra dự báo đi ngang so với cùng kỳ ở mức 7,5 triệu đồng/mét dài. Theo đó, doanh thu nội địa năm 2024 dự phóng ở mức 553 tỷ đồng (+15,7% YoY) với tỷ trọng doanh thu từ bên liên quan là 51,0%.

**Biểu đồ 24: Dự phóng sản lượng bán đá nhân tạo nội địa**

**Biểu đồ 25: Dự phóng doanh thu bán đá nhân tạo nội địa**


Nguồn: FPT S Research.

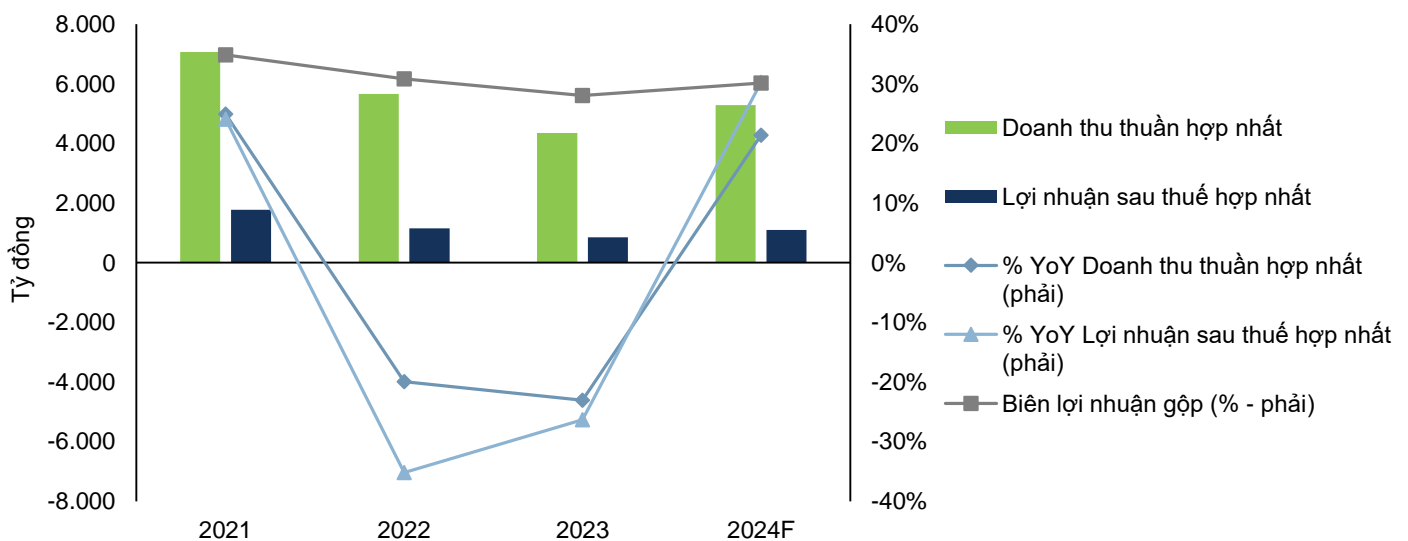
## II. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất doanh nghiệp năm 2024 dự phóng đạt 1.102 tỷ đồng (+30,2% YoY) với biên lợi nhuận gộp năm 2024 giả định ở mức 30,1% (+2,1 đpt svck)

Cho năm 2024, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp hợp nhất của VCS ở mức 30,1%; tăng 2,1 đpt so với mức thực hiện năm 2023. Mặc dù giá bán đầu ra dự phóng giảm 3,0% YoY từ xu hướng gia tăng cạnh tranh giữa các doanh nghiệp Việt Nam sản xuất đá nhân tạo xuất khẩu, giá polyester resin và đá nguyên liệu đầu vào dự kiến tiếp tục đà giảm từ giữa năm 2022 đến nay hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp. Cụ thể, theo EIA, giá dầu năm 2024 dự kiến ở mức 82,42 USD/thùng; đi ngang so với năm 2023. Trong đó, kể từ Q2/2024, EIA kỳ vọng giá dầu sẽ chịu nhiều sức ép giảm giá khi lượng tồn kho dầu toàn cầu tăng dần lên trong bối cảnh kinh tế vẫn hồi phục với tốc độ chậm. Do giá chất kết dính polyester resin biến động cùng chiều với giá dầu kết hợp với nhu cầu nguyên liệu này vẫn thấp, chúng tôi kỳ vọng giá polyester resin sẽ tiếp tục giảm, giúp gia tăng biên lợi nhuận cho VCS ([quay lại](#)).

Chi phí tài chính năm 2024 ở mức 108,8 tỷ đồng (+7,3% YoY) nhờ lãi suất cho vay kỳ vọng giảm và áp lực tỷ giá hạ nhiệt. Đối với chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp, mức dự phóng lần lượt là 179,7 tỷ đồng (+14,8% YoY) và 56,3 tỷ đồng (-4,0% YoY); tương đương tỷ trọng 3,4% và 1,1% doanh thu dự phóng cùng kỳ.

## III. Tổng hợp kết quả kinh doanh hợp nhất dự phóng năm 2024

**Biểu đồ 26: Kết quả kinh doanh hợp nhất dự phóng năm 2024**



Nguồn: FPT S Research.

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

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VCS với mức giá mục tiêu là **70.000 VNĐ/cp**, cao hơn **15,1%** so với mức giá đóng cửa ngày 23/02/2024.

Mức giá mục tiêu của VCS giảm 3,3% so với [Báo cáo cập nhật định giá ngày 24/08/2023](#) (72.410 VNĐ/cp đã đ/c). Mức giá mục tiêu giảm từ thay đổi giảm hệ số chiết khấu và kết quả kinh doanh dự phóng 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)	69.429	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	70.819	50%
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>		<b>70.000</b>	

#### Lịch sử khuyến nghị:

STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị đã điều chỉnh	Báo cáo chi tiết
1	<b>MUA</b>	08/2023	72.410 VNĐ/cp	<a href="#">Báo cáo cập nhật định giá</a>
2	<b>THEO DÕI</b>	06/2022	82.140 VNĐ/cp	Báo cáo cập nhật định giá
3	<b>THEO DÕI</b>	05/2021	82.100 VNĐ/cp	Báo cáo cập nhật định giá
4	<b>MUA</b>	06/2020	74.020 VNĐ/cp	Báo cáo cập nhật định giá
5	<b>MUA</b>	04/2019	59.990 VNĐ/cp	Báo cáo cập nhật tin tức
6	<b>MUA</b>	11/2018	66.440 VNĐ/cp	<a href="#">Báo cáo định giá lần đầu</a>

#### Cập nhật giá định kinh doanh cho năm 2024:

Chỉ tiêu	Báo cáo cập nhật định giá 08/2023	Báo cáo cập nhật định giá 02/2024	Diễn giải
Doanh thu thuần hợp nhất (Tỷ VNĐ)	5.405	<b>5.284</b>	Thay đổi các cấu phần doanh thu các mảng dẫn tới thay đổi giảm 2,2% về doanh thu thuần hợp nhất năm 2024 dự phóng
Bán thành phẩm	2.270	<b>2.438</b>	Giá trị trung bình 1 m <sup>2</sup> đá nhân tạo xuất khẩu tại model định giá 02/2024 cao hơn 9,6% so với mức dự phóng tại tháng 08/2024. Thay đổi tăng do nhu cầu đá nhân tạo phục hồi sớm hơn dự kiến giúp VCS phần nào bớt áp lực cạnh tranh về giá bán tại Mỹ. Doanh thu bán nguyên vật liệu điều chỉnh giảm đáng kể so với mức dự phóng tại báo cáo tháng 08/2023 dựa trên tình hình thực hiện thực tế năm 2023 tại BCTC Q4/2023 của doanh nghiệp. Nhu cầu đá nhân tạo tại các thị trường xuất khẩu dù hồi phục nhưng vẫn thấp khiến các nhà máy Phenikaa và Style Stone cắt giảm sản lượng sản xuất, dẫn tới nhu cầu mua nguyên liệu từ VCS giảm.
Bán hàng hóa	1.554	<b>1.673</b>	
Bán nguyên vật liệu	1.118	<b>736</b>	
Khác	462	<b>437</b>	
Biên lợi nhuận gộp	32,3%	<b>30,1%</b>	Việc cạnh tranh với các doanh nghiệp trong nước sản xuất đá nhân tạo xuất Mỹ khiến giá trị trung bình 1 m <sup>2</sup> đá nhân tạo VCS xuất kỳ vọng sẽ giảm.
Nợ vay ngắn & dài hạn (Tỷ VNĐ)	1.326	<b>1.346</b>	Quy mô sản xuất giảm dẫn tới nhu cầu vay nợ ngắn hạn phục vụ vốn lưu động của VCS giảm. Giá định không có nợ vay dài hạn trong năm 2024.
Lợi nhuận sau thuế	1.171	<b>1.102</b>	Doanh thu thuần hợp nhất cùng biên lợi nhuận gộp dự phóng điều chỉnh giảm dẫn tới điều chỉnh giảm đáng kể lợi nhuận dự phóng.
CAGR 2024 – 2029			Nhu cầu đá nhân tạo nhập khẩu tại thị trường chính Mỹ phục hồi với tốc độ chậm cùng cạnh tranh với các doanh nghiệp Việt Nam sản xuất đá nhân tạo ngày càng gia tăng khiến doanh thu của VCS dự kiến tăng trưởng chậm lại trong giai đoạn 2024 – 2029. Thêm vào đó, giá trị trung bình 1 m <sup>2</sup> đá xuất khẩu cũng giảm khiến biên lợi nhuận VCS dự phóng giảm dần qua các năm.
- Doanh thu thuần	11,4%	<b>7,4%</b>	
- Lợi nhuận sau thuế	12,2%	<b>7,6%</b>	

**Thay đổi giả định mô hình DCF**

Giả định mô hình	08/2023	02/2024	Giả định mô hình	08/2023	02/2024
WACC	12,12%	<b>11,00%</b>	Phần bù rủi ro	11,00%	<b>10,42%</b>
Chi phí sử dụng nợ	5,56%	<b>4,50%</b>	Hệ số Beta	0,86	<b>0,86</b>
Chi phí sử dụng VCSH	14,00%	<b>12,92%</b>	Tăng trưởng dài hạn	2%	<b>1%</b>
Lãi suất phi rủi ro	2,56%	<b>1,93%</b>	Thời gian dự phóng	7 năm	<b>7 năm</b>

**Tổng hợp kết quả định giá**

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Lãi suất chiết khấu		11,00%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		12.670.435
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)		6.548
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		1.345.944
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		11.331.038
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		160
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		70.089
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		11.108.666
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		69.429

**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 không nắm giữ cổ phiếu VCS, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo 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**

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

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.24) 3773 9058

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

Tầng 3 Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị  
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái  
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt  
Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.28) 6291 0607

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

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,  
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.23) 6355 3888