VCS - MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 11/03/2021)

Sàn giao dịch	HNX
Thị giá (đồng)	109.400
KLGD TB 10 ngày	64,369
Vốn hoá (tỷ đồng)	17,504
Số lượng CPLH	160.000.000
% sở hữu nước ngoài	3.97%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Hoàng Anh Tuấn
hatuan1@vcbs.com.vn
+84-28 3936 6990 ext 7243

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Gia tăng thị phần thị trường xuất khẩu: Sản lượng xuất khẩu đá của Việt Nam vào thị trường Mỹ tăng mạnh với CAGR cho giai đoạn 2019-2021 đạt 61.3% kể từ khi các nước đối thủ bị áp thuế chống bán phá giá.

Thị trường bất động sản Mỹ tiếp tục tăng trưởng: Với đà hồi phục nền kinh tế sau COVID-19 đi cùng lãi suất cho vay ở mức thấp khiến thị trường bất động sản Mỹ đang tăng trưởng nhanh trong những năm gần đây.

KẾ HOẠCH KINH DOANH 2022

- Doanh thu thuần: 8,367 tỷ đồng (+18.3% yoy)
- Lợi nhuận trước thuế: 2,413 tỷ đồng (+15.1% yoy)

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra **khuyến nghị MUA** đối với cổ phiếu VCS với giá mục tiêu đạt **147,211 VND/CP (+35%),** dựa trên phương pháp so sánh P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF với tỷ trọng 50:50

RỦI RO

- Rủi ro dịch COVID-19
- Rủi ro đối thủ cạnh tranh
- Rủi ro nguyên vật liệu đầu vào
- Rủi ro bảo hộ thương mại

Chỉ tiêu tài chính	2020	2021	2022F	2023F
DTT (tỷ đồng)	5,660	7,070	8,007	9,066
LNST (tỷ đồng)	1,428	1,772	1,967	2,235
VCSH (tỷ đồng)	3,858	4,874	5,881	7,091
Nợ/TTS (%)	29%	24%	19%	15%
TS LN gộp (%)	35%	35%	30%	33%
ROA – TTM (%)	25%	27%	25%	24%
ROE – TTM (%)	39%	41%	33%	32%
EPS - TTM (đồng)	8,251	9,890	12,295	13,966
BVPS (đồng)	24,857	30,464	36,755	44,316

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

KQKD 2021: Doanh thu đạt 7,070 tỷ đồng (+25% yoy) với LNST đạt 1,772 tỷ đồng (+24% yoy)

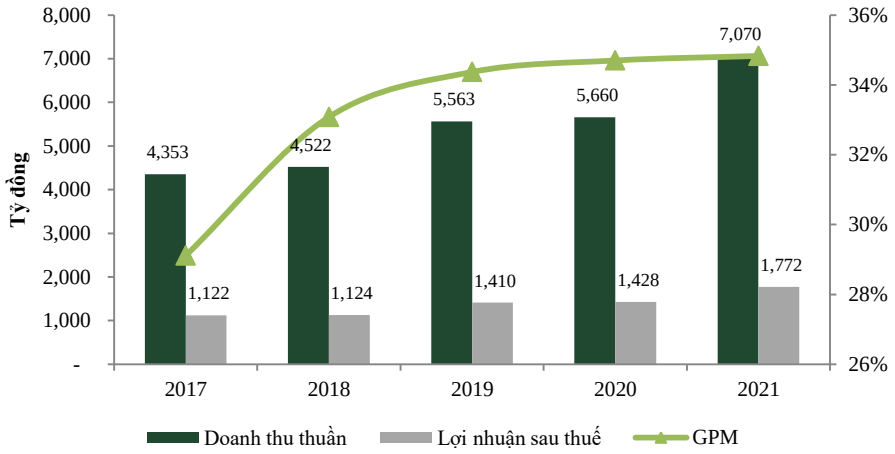
Doanh thu 2021 của công ty tăng trưởng ấn tượng nhờ vào việc tăng trưởng xuất khẩu trở lại vào thị trường Mỹ sau khi nền kinh tế hồi phục. Nhu cầu nhà ở và hoạt động xây dựng tại Mỹ tăng mạnh trong năm 2021 đã thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu đá vào thị trường này. Tại thị trường Canada, VCS tăng trưởng xuất khẩu đạt 150% trong 2021. Đồng thời, giá bán sản phẩm đá của Vicostone cũng tăng giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong năm 2021. VCS cũng tiếp tục duy trì được biên lợi nhuận gộp ở mức 35% đã giúp cho công ty tiếp tục có mức lợi nhuận cao và tiếp tục đà tăng trưởng. Do giá cước vận tải tăng cao khiến chi phí bán hàng tăng mạnh (+76% yoy) làm lợi nhuận sau thuế tăng trưởng thấp hơn so với doanh thu.

Khoản phải thu tăng mạnh (+25% yoy) và chiếm tỷ lệ lớn trong cơ cấu tài sản của công ty (36% tổng tài sản). Tuy nhiên, các khoản phải thu chủ yếu đến từ các bên liên quan trong tập đoàn Phenikaa do đó gây nên rủi ro tiêu thụ của công ty con tại nước ngoài (chiếm 66% khoản phải thu dựa trên BCTC Q2/2021).

Cơ cấu nguồn vốn tiếp tục dịch chuyển tích cực hơn nữa khi tỷ lệ vay nợ của VCS đang giảm dần qua các năm và hiện tại chỉ chiếm 24% so với tổng tài sản. Hơn nữa, do các khoản vay ngoại tệ (USD) là chủ yếu nên công ty có chi phí lãi vay thấp (2.8% - 3.2%).

Hoàn thiện đầu tư tài sản cố định lớn: năm 2020, công ty đã hoàn thiện đầu tư tài sản cố định giúp nâng công suất của VCS thêm 500.000 m2/năm. Đồng thời doanh nghiệp cùng hoàn thành nhận chuyển nhượng nhà máy hóa chất Phenikaa Huế có khả năng tự chủ sản xuất nguồn đá nguyên liệu Quartz và Cristobalite.

KQKD VCS



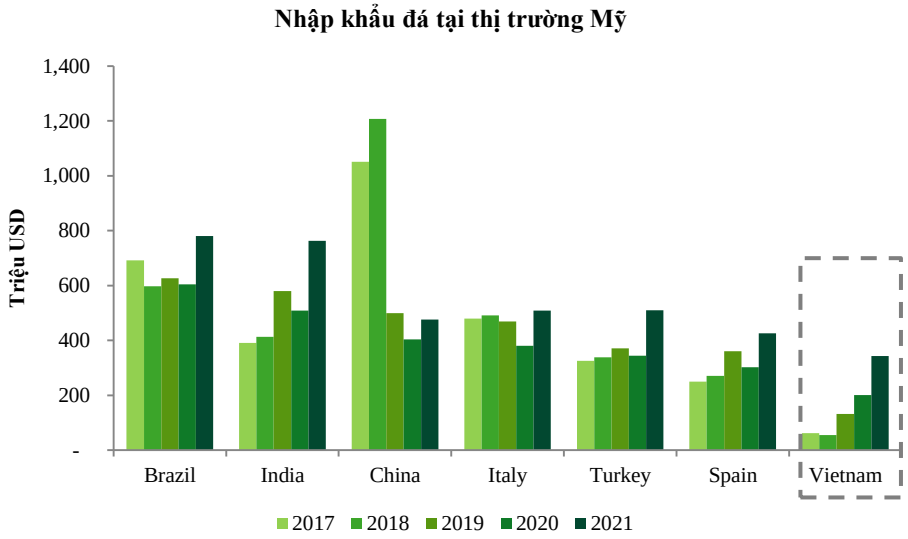
Nguồn: VCS

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2022

GIA TĂNG THỊ PHẦN TẠI THỊ TRƯỜNG XUẤT KHẨU

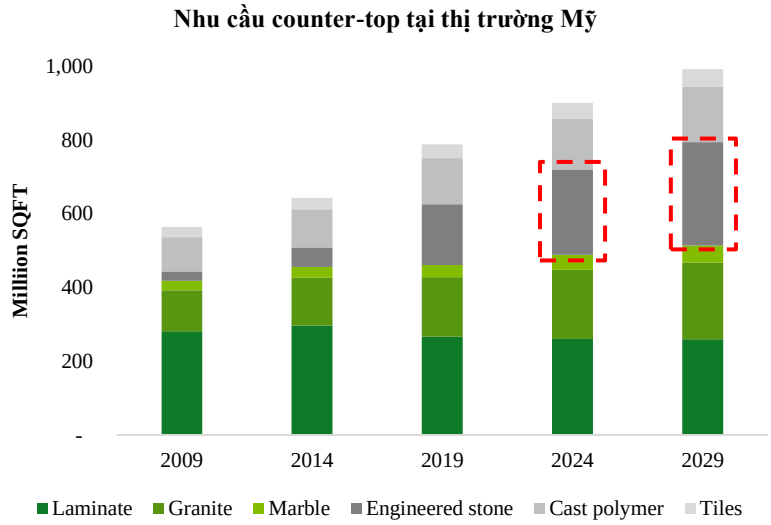
Thị trường Mỹ tiếp tục còn nhiều tiềm năng để xuất khẩu đá thạch anh nhân tạo từ Việt Nam khi thị trường tiếp tục tăng trưởng trong lúc các đối thủ cạnh tranh bị áp thuế. Giá trị nhập khẩu đá từ Việt Nam vào Mỹ đã tăng mạnh trong 3 năm vừa qua với mức tăng trưởng CAGR giai đoạn 2019 - 2021 là 61.3%.

- Từ năm 2019, Mỹ đã áp thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp của các sản phẩm đá nhân tạo đến từ Trung Quốc (297% - 337% từ 07/2019), Ấn Độ (3.19% - 5.15% từ 06/2020) và Thổ Nhĩ Kỳ (5.17% từ 06/2020), là các đối thủ chính của Việt Nam khi xuất khẩu sang thị trường này. Từ lúc áp thuế thì các thị trường thay thế đã tăng trưởng mạnh hơn.



Nguồn: USITC

- Xu hướng chuyển sang sử dụng vật liệu cao cấp hơn tiếp tục duy trì tại Bắc Mỹ, với quy mô thị trường đá nhân tạo 18.9 triệu m2 năm 2020 và dự báo tăng trưởng đạt 6.2% CAGR cho giai đoạn 2020-2024 (Freedonia 2020). Với tinh thần "Chuyển đổi nhanh – Cạnh tranh chủ động", Vicostone đã mở rộng hệ thống phân phối tại thị trường này đi kèm với chiến lược cạnh tranh về giá trong phân khúc cao cấp.

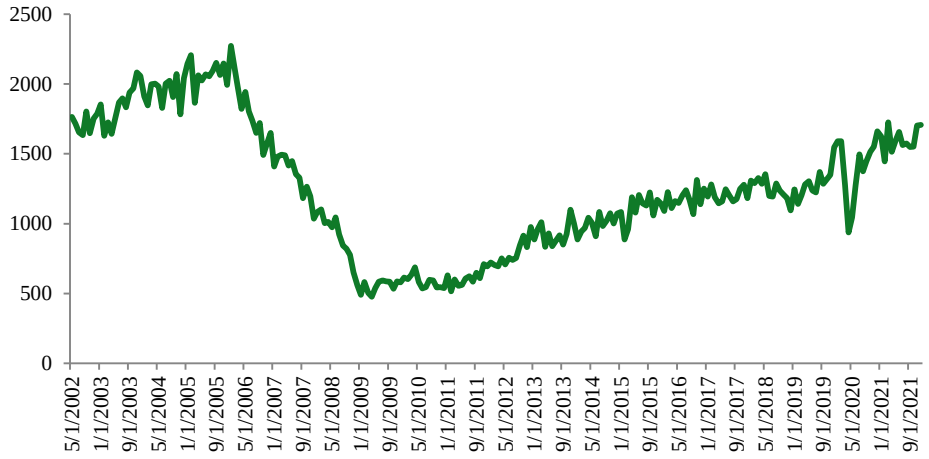


Nguồn: Freedonia

THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN MỸ TIẾP TỤC HỒI PHỤC ẤN TƯỢNG

Thị trường bất động sản Mỹ tiếp tuc đà hồi phục sau COVID-19 với độ bao phủ tiêm chủng đã giúp cho nền kinh tế khởi sắc. Đồng thời với nền lãi suất thấp như hiện nay cũng giúp thúc đẩy giao dịch tại thị trường bất động sản. Hiện này giấy phép xây dựng được cấp mới tại Mỹ đang trong đà tăng trưởng và vẫn đang dần chạm mức đỉnh của năm 2007-2008.

Giấy phép xây dựng nhà mới tại thị trường Mỹ



Nguồn: Bloomberg

ĐỊNH GIÁ

Các giả định

Với việc thị trường xuất khẩu Bắc Mỹ của VCS tăng trưởng mạnh trong năm 2021 vừa qua đi cùng với sự hồi phục của hoạt động xây dựng trên toàn thế giới, chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2022 của VCS sẽ tăng trưởng với tốc độ 15% so với năm 2021. Chủ yếu dựa vào tăng trưởng sản lượng xuất khẩu sang các thị trưởng chủ lực như hiện nay nhờ vị thế thương hiệu Vicostone trên các thị trường cốt lõi. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của VCS giảm còn 33% trong 2022 do giá Resin hiện nay đang tăng khá mạnh theo giá dầu. Do đó, VCBS dự phóng doanh thu năm 2022 của VCS đạt 8,007 tỷ đồng (+13.21% yoy) và LNST đạt 1,967 tỷ đồng (+9.76% yoy).

Phương pháp so sánh

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E để so sánh VCS với các doanh nghiệp khác trong ngành sản xuất sản phẩm ốp lát như sau:

Mã	DTT (tỷ)	TTS (tỷ)	Nợ/TTS	NIM	ROA	ROE	EPS	BVPS	P/E
PTB	6,490	5,431	0.36	8.11%	10.04%	23.38%	10,781	47,775	9.6
CVT	1,436	2,431	0.54	6.52%	4.89%	12.15%	2,828	20,570	15.7
GKM	236	551	0.17	15.28%	8.15%	15.02%	1,974	12,223	25.8
VIT	1,257	1,662	0.49	3.67%	3.52%	10.00%	1,319	12,299	16.7
TDF	802	1,185	0.16	11.94%	8.09%	13.61%	3,192	24,254	7.7
Trung vị	**1,257**	**1,662**	**0.36**	**8.11%**	**8.09%**	**13.61%**	**2,828**	**20,570**	**15.7**
VCS	7,070	6,893	0.24	25.06%	27.37%	40.59%	11,075	30,464	9.7

Nguồn: Fiinpro, VCBS

Chúng tôi xác định P/E mục tiêu cho VCS dựa trên P/E trung vị ngành là 15.7 và P/E quá khứ là 11.2 và đưa ra mức P/E mục tiêu cho VCS là 12 (80% P/E quá khứ và 20% P/E ngành). Với EPS 2022 của VCS đạt 12,295 VND/CP, giá trị hợp lý của VCS theo phương pháp so sánh đạt 147,534 VND/CP.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Thông số trong mô hình định giá

1. Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn: 2.0%
2. Lãi suất phi rủi ro: 3.0%
3. Phần bù rủi ro thị trường: 8.21%
4. Beta: 0.88
5. Ke = 10.22%

Năm	2021	2022F	2023F	2024F
DTT	7,070	8,007	9,066	10,267
LNST	1,781	1,967	2,235	2,626
EBITDA	2,271	2,459	2,760	3,207

Giá trị hợp lý đối với cổ phiếu VCS theo phương pháp FCFE là 146,889 VND/CP

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCS dựa trên 2 phương pháp với tỷ trọng 50:50 với giá mục tiêu đạt 147,211 VND/CP (+37%)

RỦI RO ĐẦU TƯ

RỦI RO DỊCH COVID-19

Dịch bệnh diễn biến phức tạp sẽ ảnh hưởng rất lớn tới hoạt động sản xuất kinh doanh toàn của doanh nghiệp. Thứ nhất, việc dịch diễn biến với các chủng đột biến nguy hiểm có thể khiến cho doanh nghiệp bị gián đoạn hoạt động sản xuất thông thường của doanh nghiệp, làm giảm sản lượng của công ty. Thứ hai, dịch bệnh nói chung sẽ ảnh hưởng đến nền kinh tế nói riêng và từ đó làm nhu cầu cũng như sức mua của khách hàng trong tất cả các thị trường chính của Vicostone, từ đó làm giảm doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp. Thứ ba, dịch bệnh kéo dài sẽ làm giảm các giao dịch bất động sản - yêu cầu nhiều về việc di chuyển khảo sát thực tế, trong bối cảnh giãn cách xã hội kéo dài không thể thực hiện được và từ đó cũng làm giảm sức mua đồ thiết kế nội thất cho bất động sản. Tuy nhiên, VCBS đánh giá khả năng chống dịch của Việt Nam là rất tốt khi so với trung bình của thế giới hiện nay và rủi ro này cũng sẽ được doanh nghiệp giảm thiểu.

RỦI RO TỪ ĐỐI THỦ CẠNH TRANH

Hiện nay các đối thủ trong ngành đang gia tăng nhanh, đặc biệt là nhiều công ty đang mở mới nhà máy, dây chuyền sản xuất đá nhân tạo trong nước đang muốn chen chân vào thị trường Mỹ thay thế Trung Quốc trong lĩnh vực này. Các đối thủ mới chủ yếu sử dụng công nghệ từ Trung Quốc với mức đầu tư thấp để bán các sản phẩm phân khúc thấp với giá thành cạnh tranh. Vicostone với công nghệ Breton chủ yếu bán từ phân khúc trung cao cấp trở lên có giá thành cao hơn. Công ty để cạnh tranh cũng chủ động làm chủ chuỗi giá trị, nghiên cứu các sản phẩm mới mang tính tiên phong, độc đáo và có những ưu điểm vượt trội.

RỦI RO MỸ ÁP THUẾ

Rủi ro Việt Nam bị khởi kiện áp thuế chống bán phá giá khá lớn. Do Việt Nam trong những năm gần đây đã trở thành 1 trong những đối tác lớn xuất khẩu đá nhân tạo vào thị trường Mỹ. Sản lượng xuất khẩu liên tục tăng trong khi giá bán trung bình giảm do sự tham gia của nhiều doanh nghiệp sử dụng công nghệ Trung Quốc có thể khiến cho Việt Nam bị áp thuế. Để chủ động ứng phó rủi ro, VCS cũng đã làm chủ nguồn đầu vào, đảm bảo nguồn gốc cũng như chuẩn bị các thủ tục pháp lý sẵn sàng cho rủi ro này.

RỦI RO NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO

Polyeste Resin chiếm khoảng 30% nguyên liệu đầu vào, do đó biến động giá của nguyên liệu này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến giá thành sản xuất. Phennika hiện nay có thể tự sản xuất Resin nhưng nguyên liệu đầu vào để sản xuất là resin là dầu thì hiện nay đang tăng giá rất mạnh trong đầu năm 2022 do chiến tranh giữa Nga - Ukraine. Tuy nhiên, Vicostone với lợi thế thương hiệu có thể tăng giá bán đầu ra nhằm giảm tác động lên biên lợi nhuận.

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	5,660	7,070	8,007	9,066	10,267
GVHB	(3,696)	(4,608)	(5,365)	(6,074)	(6,776)
Lợi nhuận gộp	1,964	2,463	2,642	2,992	3,491
Chi phí bán hàng	(161)	(272)	(227)	(257)	(291)
Chi phí QLDN	(71)	(47)	(101)	(115)	(130)
EBIT	1,732	2,143	2,314	2,620	3,070
Doanh thu tài chính	40	62	80	91	103
Chi phí tài chính	(93)	(89)	(64)	(64)	(63)
Lợi nhuận khác	(11)	(18)	20	23	26
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	-	-	-	-	-
LNTT	1,668	2,097	2,314	2,629	3,089
Chi phí thuế TNDN	(240)	(325)	(347)	(394)	(463)
LNST	1,428	1,772	1,967	2,235	2,626
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST cổ đông công ty mẹ	1,428	1,772	1,967	2,235	2,626
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	8,251	9,890	11,926	13,547	16,413

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tiền và các khoản tương đương tiền	790	1,105	1,478	1,886	2,388
Các khoản đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	-
Các khoản phải thu	1,953	2,448	2,737	3,099	3,509
Hàng tồn kho	2,015	1,990	2,925	3,312	3,694
Tài sản ngắn hạn khác	142	285	149	152	156
Tài sản ngắn hạn	4,901	5,829	7,289	8,448	9,747
Tài sản cố định	1,018	1,037	977	993	1,032
Các khoản đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	137	27	26	30	34
Tài sản dài hạn	1,155	1,064	1,003	1,023	1,066
TỔNG TÀI SẢN	6,055	6,893	8,292	9,471	10,813
Các khoản phải trả	311	252	452	511	571
Vay nợ ngắn hạn	1,533	1,479	1,395	1,336	1,220
Nợ ngắn hạn khác	154	141	182	200	220
Nợ ngắn hạn	1,998	1,872	2,029	2,048	2,010
Vay nợ dài hạn	200	146	100	50	-
Nợ dài hạn khác	0	-	-	-	-
Nợ dài hạn	200	146	100	50	-
NỢ PHẢI TRẢ	2,198	2,019	2,129	2,098	2,010
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
Lợi nhuận chưa phân phối	2,444	3,166	4,411	5,600	7,007
Cổ phiếu quỹ	(293)	-	-	-	-
Vốn khác	108	108	152	172	195
VỐN CHỦ SỞ HỮU	3,858	4,874	6,163	7,373	8,802
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	6,055	6,893	8,292	9,471	10,813

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	1,260	1,095	1,470	1,617	1,961
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(83)	(27)	(97)	(112)	(128)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(858)	(750)	(1,000)	(1,098)	(1,332)
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	320	318	373	407	502
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	470	790	1,105	1,478	1,886
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	790	1,105	1,478	1,886	2,388

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng	**Lê Đức Quang, CFA**	**Hoàng Anh Tuấn**
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu	Trưởng nhóm Phân tích Ngành - Doanh nghiệp	Chuyên viên Phân tích
tmhoang@vcbs.com.vn	ldquang@vcbs.com.vn	hatuan1@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

http://www.vcbs.com.vn