

12/12/2022

 Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận
 thuannnd@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận 3Q2022 của VCS sụt giảm mạnh

Doanh thu 3Q2022 của VCS đạt 1,095 tỷ đồng (-42% YoY). Biên lợi nhuận gộp ghi nhận 31.4%, giảm so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 201 tỷ đồng (-58.5% YoY). Doanh thu và lợi nhuận sụt giảm nghiêm trọng do hoạt động xuất khẩu của VCS bị ảnh hưởng từ các yếu tố vĩ mô.

VCS có lợi thế cạnh tranh từ đầu vào, sản phẩm và thương hiệu

Vicostone làm chủ hầu hết nguyên liệu đầu vào, có lợi thế trong kiểm soát chi phí. Các nguyên liệu chính bao gồm nhựa Polyester (khoảng 40% chi phí NVL), hạt đá thạch anh (Quartz), Cristobalite (38% chi phí NVL) đều được cung cấp bởi nguồn cung nội địa hoặc từ công ty con của VCS.

Sản phẩm của VCS có nhiều ưu điểm hơn so với các loại vật liệu ốp lát khác với thiết kế đa dạng. Ngoài ra, doanh nghiệp có kinh nghiệm xuất khẩu, hệ thống phân phối và thương hiệu gây dựng ở nhiều quốc gia, tạo ưu thế lớn khi cạnh tranh trong ngành ngày càng trở nên khốc liệt.

Tuy nhiên, triển vọng tiêu thụ vẫn phải nhiều khó khăn tại các thị trường xuất khẩu chính

Lạm phát diễn ra tại nhiều quốc gia trên thế giới, đặc biệt là các thị trường xuất khẩu chính của VCS như Bắc Mỹ, Úc và EU. Chính vì vậy sức mua của người tiêu dùng bị ảnh hưởng và nhu cầu đối với những sản phẩm không thiết yếu giảm đi rõ rệt. Triển vọng tiêu thụ của VCS còn gặp khó cho tới khi tình hình lạm phát tại các quốc gia xuất khẩu chính được kiểm soát và nhu cầu Bất động sản, xây dựng quay trở lại.

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VCS với giá mục tiêu 73,000 VND/CP

Dựa trên định giá FCFF và P/E, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCS. Giá mục tiêu là 73,000 VND/cổ phiếu với tổng mức sinh lời là 44% so với giá tại ngày 12/12/2022.

MUA

Giá mục tiêu 73,000 VND/CP

Tăng/giảm	51%
Giá hiện tại (18 Nov)	50,700
Giá mục tiêu đồng thuận	117,474
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	8,2/0.34

Dữ liệu giao dịch

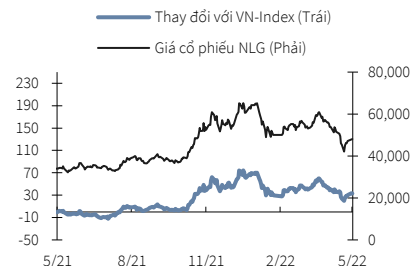
Tỉ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	20%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	6.9/0.29
Sở hữu nước ngoài (%)	2.96%
Cổ đông lớn (%)	Công ty CP Tập đoàn Phương Hoàng Xanh A&A (84.16%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-15	-2	-2	41
Tương đối	-6	3	0	-10

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,660	7,070	5,630	4,902
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,679	2,116	1,330	1,272
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	1,428	1,772	1,125	1,078
EPS (VND)	8,928	11,075	7,028	6,737
Tăng trưởng EPS (%)	1%	24%	-37%	-4%
P/E (x)	5.95	4.80	7.74	8.07
P/B (x)	2.07	1.64	1.57	1.65
ROE (%)	39%	41%	20%	18%
Tỷ suất cổ tức (%)	38%	31%	0	0



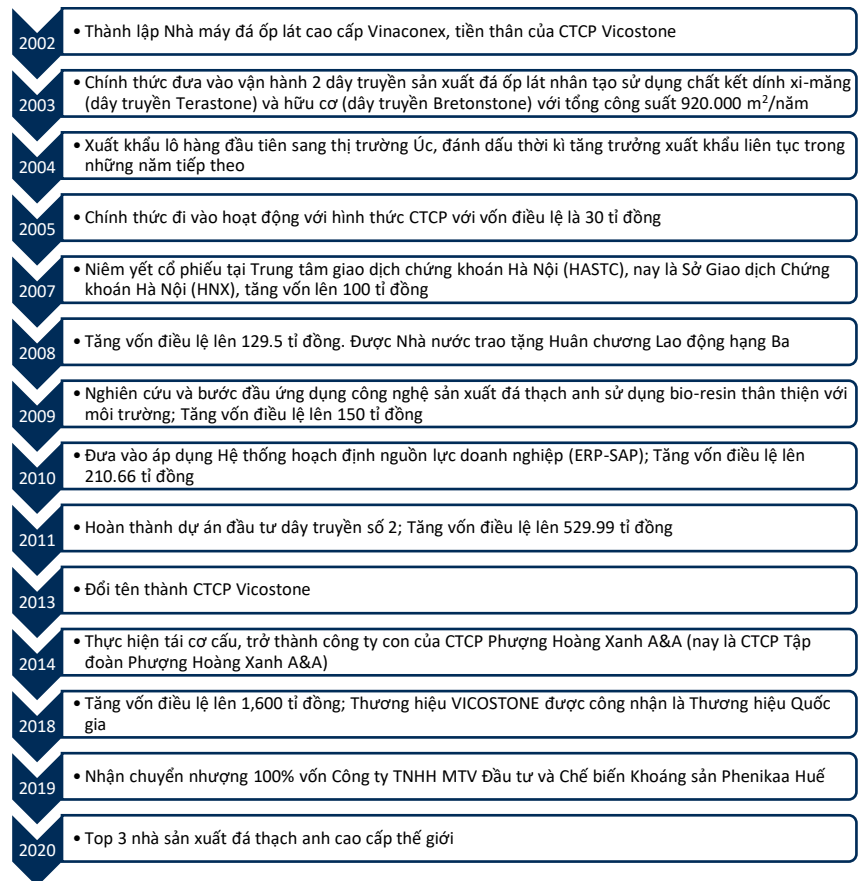
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

QUÁ TRÌNH HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN

Công ty cổ phần (CTCP) Vicostone được thành lập ngày 19/12/2002 với tên Nhà máy Đá ốp lát cao cấp Vinaconex. Năm 2005, công ty cổ phần hóa với vốn điều lệ 30 tỷ đồng. Ngày 17/12/2007, công ty cổ phần Vicostone được niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) với mã VCS. Tháng 08/2014, VCS thực hiện tái cơ cấu và trở thành công ty con của CTCP Tập đoàn Phượng Hoàng Xanh A&A (Phenikaa) với tỉ lệ nắm giữ hiện khoảng 80%. Năm 2018, VCS tăng vốn điều lệ lên 1.600 tỷ đồng và hiện tại VCS là Top 3 nhà Sản xuất đá thạch anh cao cấp trên thế giới.

Biểu đồ 1. Lịch sử hình thành và phát triển



Nguồn: VCS, KBSV

LĨNH VỰC KINH DOANH VÀ CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

VCS là doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh đá thạch anh nhân tạo hàng đầu thế giới

Hoạt động chính của VCS là sản xuất, kinh doanh đá ốp lát nhân tạo gốc thạch anh. Với 6 dây chuyền sản xuất đá nhân tạo theo công nghệ được chuyển giao từ hãng Brenton S.p.A (Ý), Vicostone cung cấp ra thị trường khoảng 3 triệu m² mỗi năm và là một trong ba nhà sản xuất đá thạch anh cao cấp hàng đầu thế giới

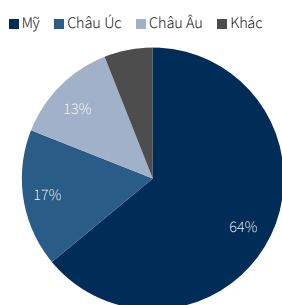
Doanh thu của VCS chủ yếu đến từ hoạt động xuất khẩu

Sản phẩm của Vicostone được xuất khẩu và tiêu thụ tại 50 quốc gia trên 5 châu lục. Doanh thu chủ yếu đến từ hoạt động xuất khẩu (74% doanh thu 2021). Thị trường xuất khẩu trọng điểm bao gồm Bắc Mỹ, Châu Âu và Úc. Đặc biệt, tại thị trường Bắc Mỹ, dưới sự hỗ trợ của công ty mẹ (Tập đoàn Phenikaa), Công ty không chỉ phát triển thành công hệ thống bán hàng gián tiếp thông qua các đối tác phân phối lớn mà còn đầu tư hiệu quả hệ thống phân phối trực tiếp dưới thương hiệu VICOSTONE.

Cơ cấu cổ đông

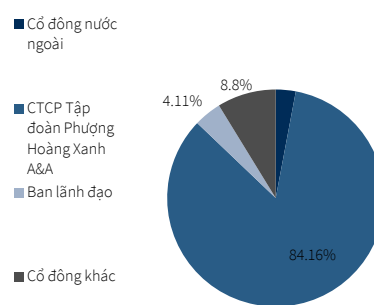
Về cơ cấu cổ đông của VCS, ban lãnh đạo nắm giữ 4.11%. CTCP Tập đoàn Phươg Hoàng Xanh A&A đang nắm giữ 84.15% cổ phần của công ty. Ông Hồ Xuân Năng là chủ tịch của CTCP Vicostone, đồng thời cũng là chủ tịch của CTCP Tập đoàn Phươg Hoàng Xanh A&A. Cơ cấu cổ đông của VCS khá cô đặc. Nhà đầu tư nước ngoài chỉ nắm giữ 2.97% và còn lại thuộc về những nhà đầu tư khác.

Biểu đồ 2. Ước tính cơ cấu doanh thu tại các thị trường tiêu thụ chính 2021



Nguồn: VCS, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu cổ đông



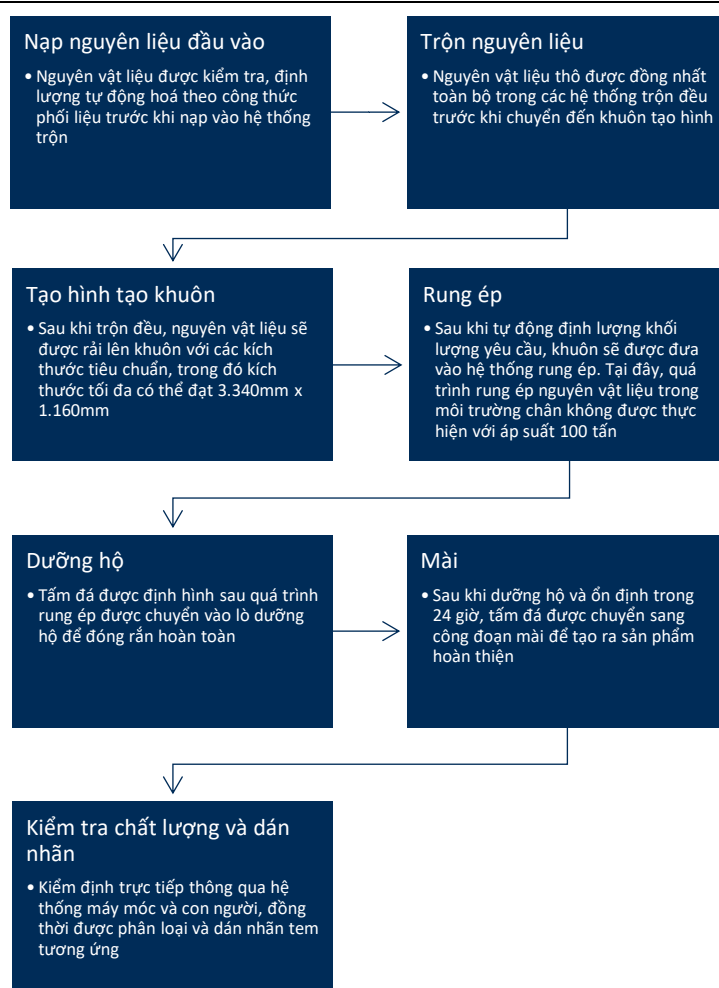
Nguồn: VCS, KBSV

II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Quy trình và dây chuyền sản xuất đá thạch anh nhân tạo của VCS

Sản phẩm đá thạch anh nhân tạo của VCS được sản xuất trên dây chuyền theo công nghệ rung ép trong môi trường chân không, được chuyển giao công nghệ bởi Brenton S.p.A (Italia) kết hợp với những cải tiến của đội ngũ kỹ sư Vicostone. Quy trình sản xuất tấm đá Vicostone được thực hiện như sau:

Biểu đồ 4. Quy trình sản xuất đá nhân tạo gốc thạch anh

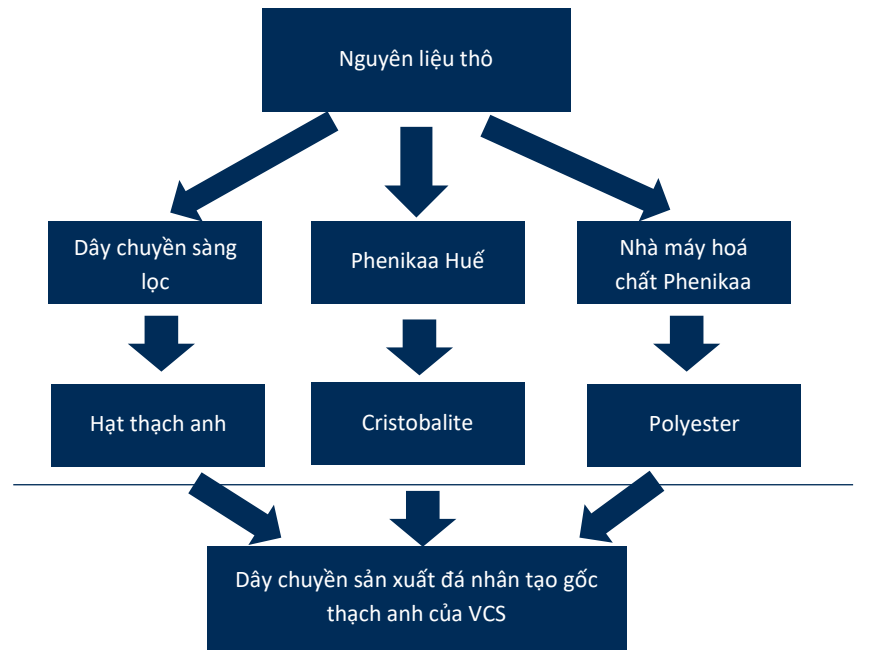


Nguồn: VCS, KBSV

Nguyên liệu đầu vào quan trọng đối với VCS

Đầu vào quan trọng nhất trong quá trình sản xuất đá nhân tạo là hạt thạch anh (Quartz), Cristobalite và chất kết dính nhựa Polyester resin, chiếm lần lượt khoảng 38% và 40% chi phí sản xuất ra thành phẩm. Trong năm 2021, giá hai nguyên vật liệu này đều tăng so với năm trước do những biến động trên thị trường thế giới. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá VCS vẫn kiểm soát tốt chi phí nhờ tương đối chủ động trong hầu hết nguồn nguyên liệu đầu vào.

Biểu đồ 5. Nguồn nguyên vật liệu đầu vào của VCS



Nguồn: VCS, KBSV

Tự chủ nguồn cung đá thạch anh và Cristobalite thay thế nhập khẩu

Nguyên liệu thô quan trọng chiếm khoảng 90% khối lượng đá nhân tạo gốc thạch anh thành phẩm là Quartz (hạt thạch anh) và Cristobalite. Chi phí cho loại nguyên vật liệu này chiếm khoảng 38% chi phí sản xuất. Nguyên liệu thô sau khi nhập sẽ được xử lý thành hạt mịn không tạp chất trước khi đưa vào dây chuyền.

VCS hiện tại đã làm chủ hoàn toàn nguồn nguyên liệu đá thạch anh. Nhằm nâng cao chất lượng khai thác – chế biến quartz thô từ mỏ, Vicostone đã tìm kiếm, hợp tác với các đơn vị sản xuất quartz trong nước. Đồng thời, công ty cũng đầu tư dây chuyền sản xuất mới để tối ưu hóa nguồn cung nguyên liệu trong nước. Năm 2021, Vicostone nghiên cứu triển khai lắp đặt thêm 01 dây chuyền nghiền hạt – bột với công nghệ độc quyền, nhằm nâng cao năng suất, giảm tiêu hao nguồn nguyên liệu, giúp giảm 15-20% giá quartz thành phẩm. Hiện chúng tôi vẫn đang cập nhật thông tin về công suất của dây truyền này.

Cristobalite là vật liệu cao cấp, tạo được độ trắng tự nhiên, làm nên sự độc đáo của đá nhân tạo Vicostone. Loại vật liệu này được sản xuất tổng hợp cho mục đích công nghiệp từ cát thạch anh tinh khiết ở nhiệt độ cao. Hiện tại, nguồn đầu vào Cristobalite cho VCS được cung cấp bởi Công ty Đầu tư và Chế biến Khoáng sản Phenikaa Huế - một đơn vị thành viên thuộc sở hữu của VCS. Theo đó, chủ yếu sản lượng của nhà máy này đang sử dụng cho nội bộ giúp đáp ứng hoàn toàn nhu cầu sử dụng của VCS và khoảng 10% công suất nhà máy là bán ra bên ngoài. Công suất của nhà máy Phenikaa Huế khoảng 72,000 tấn/năm. Chúng tôi cho rằng VCS sẽ kiểm soát tốt hơn rủi ro từ biến động của giá nguyên vật liệu và tiết giảm được chi phí vận chuyển nhờ làm chủ nguồn đầu vào này.

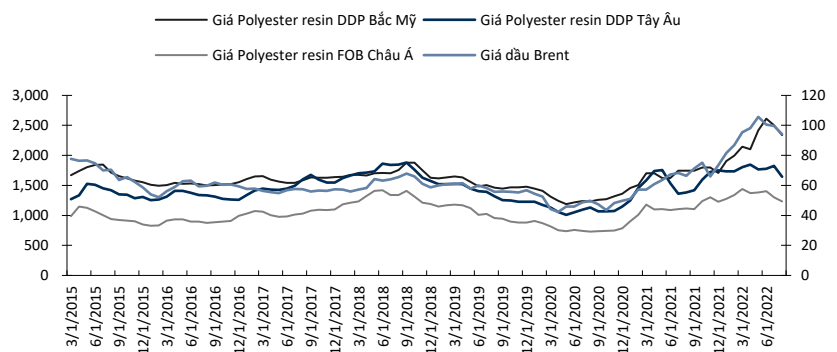
Chất kết dính nhựa Polyester Resin

Ngoài Quartz và Cristobalite, nhựa Polyester resin là đầu vào chính tạo nên đá nhân tạo gốc thạch anh. Polyester là chất liệu tổng hợp với cấu tạo đặc trưng là ethylene (chất được chiết xuất trong quá trình chưng cất dầu thô) và được tổng hợp từ dầu mỏ, than đá, nước ... Do đó, giá Polyester Resin biến động bám tương đối sát với diễn biến giá dầu thô nhưng mức biến động thường thấp hơn. Dù chỉ chiếm khoảng 7% trong khối lượng đá nhân tạo nhưng chi phí lại chiếm khoảng 40% thành phẩm. Vì vậy ước tính mỗi thay đổi 10% trong giá nhựa đầu vào, giá vốn hàng bán của VCS cũng sẽ biến động cùng chiều 3-4%.

Dự đoán giá nhựa Polyester resin cũng sẽ thay đổi theo dự báo giá dầu Brent. JP Morgan kỳ vọng giá dầu giao dịch ở mức 90 USD/thùng trong 2023 và 98 USD/thùng vào 2024. Trong khi đó, Goldman Sachs dự báo giá dầu ở mức 110 USD/thùng trong năm tới. Giá dầu Brent trong tương lai theo giả định của chúng tôi sẽ ở mức 90 USD/thùng trong 2023. Tương ứng giả định giá Polyester resin thế giới dự báo giảm nhẹ trong năm 2023 và ổn định vào năm 2024.

Nhờ nhà máy hóa chất Phenikaa đã trực tiếp sản xuất được Polyester Resin do đó giúp VCS giảm được chi phí đầu vào so với việc phải nhập từ bên ngoài. Tuy nhiên, biến động giá trên thị trường thế giới vẫn tác động đến giá vốn sản xuất của VCS nhưng mức biến động sẽ thấp và được kiểm soát tốt hơn.

Biểu đồ 6. Diễn biến giá nhựa Polyester resin và giá dầu Brent giai đoạn 2015 - 2022



Nguồn: Bloomberg, KBSV

VCS có lợi thế cạnh tranh về sản phẩm, thương hiệu và phân phối so với các đối thủ khác

Sản phẩm của VCS có chất lượng và đạt các tiêu chuẩn quốc tế về an toàn sức khỏe. VCS cung cấp hơn 130 thiết kế mẫu mã màu sắc khác nhau. Bên cạnh đó, VCS cũng chú trọng vào đội ngũ nghiên cứu và phát triển. Ưu điểm của sản phẩm đá nhân tạo gốc thạch anh chính là an toàn, độ bền cao với khả năng chống thấm, chống xước, chịu được các tác nhân ăn mòn hơn hẳn so với đá Granite và Marble cũng như vật liệu ốp lát khác.

Vicostone đã có nhiều năm kinh nghiệm sản xuất đá thạch anh nhân tạo và xuất khẩu đi các thị trường quốc tế. Vì vậy, khả năng phân phối và thương hiệu của VCS đã được chứng minh, đặc biệt là tại thị trường Bắc Mỹ. Doanh nghiệp không chỉ phát triển hệ thống bán hàng gián tiếp thông qua các đối tác phân phối lớn mà còn đầu tư hiệu quả hệ thống phân phối trực tiếp dưới thương hiệu VICOSTONE với 09 trung tâm phân phối, trong đó, Mỹ có 05 trung tâm, Canada có 04 trung tâm. Thương hiệu và khả năng phân phối tại sẽ là lợi thế của doanh nghiệp khi cạnh tranh trong ngành ngày càng trở nên khốc liệt hơn.

Hình 1. Sản phẩm đá nhân tạo gốc thạch ảnh của VCS



Nguồn: VCS

III. KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2021

Doanh thu thuần của VCS năm 2021 đạt 7070.1 tỷ đồng (+25% YoY). Trong đó, hoạt động xuất khẩu đóng góp chính vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khi các thị trường chính của VCS như Bắc Mỹ, Úc và Châu Âu đều tăng trưởng tích cực. Doanh thu 2021 từ hoạt động xuất khẩu ghi nhận 5,5216 tỷ đồng tương đương 74% tổng doanh thu thuần.

Tuy nhiên, thị trường nội địa gặp khá nhiều thách thức. Dịch bệnh làm nhu cầu vật liệu xây dựng hoàn thiện giảm mạnh. Thu nhập của người dân cũng bị ảnh hưởng nên bớt chi tiêu cho vật liệu cao cấp. Bên cạnh đó, VCS cũng vấp phải sự cạnh tranh từ các doanh nghiệp sản xuất đá nhân tạo với công nghệ Trung Quốc với chi phí sản xuất thấp hơn như Phú Sơn Stone, Mikado hay Khang Minh Conslab Thạch Anh.

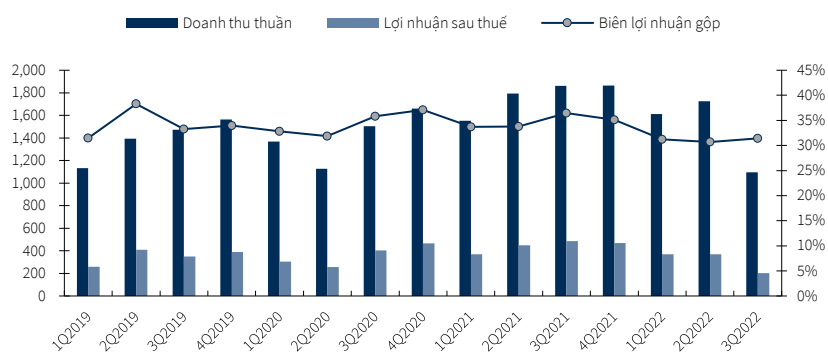
Năm 2021, biên lợi nhuận gộp VCS ghi nhận ở mức 34.6%. Mặc dù doanh thu và lợi nhuận của VCS biến động qua các năm nhưng biên lợi nhuận gộp của VCS luôn duy trì ổn định trên 30%/năm trong suốt giai đoạn 2018 đến nay. Lợi nhuận sau thuế 2021 của VCS tương ứng ghi nhận 1,772 tỷ đồng (+24% YoY). VCS có tỉ lệ chi trả cổ tức lớn. Năm 2021, tỉ lệ trả cổ tức của VCS là 36.2%. Chúng tôi đánh giá việc chi trả cổ tức như vậy là hợp lý bởi nhu cầu đầu tư mới của VCS ít và dòng tiền dồi dào từ hoạt động sản xuất kinh doanh.

Doanh thu 9M2022 của VCS đạt 4,443.54 tỷ VND (-15% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 941.87 tỷ VND (-27.7% YoY)

Doanh thu 9 tháng của VCS đạt 4,443.54 tỷ VND (-15% YoY), lợi nhuận sau thuế ghi nhận 941.87 tỷ VND (-27.7%). Biên lợi nhuận gộp 9M2022 khoảng 30%, giảm so với cùng kỳ (9M2021: 35%). Nguyên nhân đến từ việc giá dầu neo cao kéo theo giá nguyên vật liệu tăng, đặc biệt là giá nhựa polyester resin, gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp. Doanh thu và lợi nhuận sụt giảm nghiêm trọng do hoạt động xuất khẩu bị ảnh hưởng từ các yếu tố kinh tế vĩ mô. Lạm phát tăng làm giảm nhu cầu với hàng hoá không thiết yếu và lãi suất cũng tăng mạnh đã ảnh hưởng đến thị trường bất động sản, xây dựng. Tiêu thụ của VCS tại các thị trường chính như Bắc Mỹ, Châu Âu đều sụt giảm mạnh.

Riêng doanh thu 3Q2022 của VCS chỉ đạt 1,095 tỷ đồng (-42% YoY). Biên lợi nhuận gộp đạt 31.4%, giảm so với cùng kỳ (3Q2021: 34.8%). Lợi nhuận sau thuế ghi nhận 201 tỷ đồng (-58.5% YoY).

Biểu đồ 7. VCS – Doanh thu, lợi nhuận, biên lợi nhuận gộp



Nguồn: VCS, KBSV

Bảng 1. Tổng hợp KQKD 9M2022 của VCS

Tỷ VNĐ	9M2021	9M2022	YoY %	Nhận xét
Doanh thu	5,206.38	4,436.54	-15%	Sản lượng xuất khẩu vẫn chiếm tỷ trọng chính trong doanh thu. Giá bán xuất khẩu duy trì đi ngang.
Lợi nhuận gộp	1,807.45	1,377.37	-24%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	35%	30%		Biên lợi nhuận gộp giảm do giá nguyên vật liệu đầu vào tăng, đặc biệt là giá nhựa Polyester thay đổi theo giá dầu Brent
Chi phí bán hàng	(188.57)	(186.93)		
% chi phí bán hàng/ doanh thu	3.6%	4.2%		
Chi phí SG&A	(32.15)	(45.30)		
% SG&A / doanh thu	0.6%	1%		
LN từ HĐKD	1,552.75	1,116.02		
Thu nhập tài chính	35.58	72.22		
Chi phí tài chính	(69.56)	(101.33)	45%	Chi phí tài chính tăng do lỗ chênh lệch tỷ giá
Thu nhập khác (ròng)	(11.02)	2.72		
LN trước thuế	1,541.73	1,118.74	-27.4%	
LN sau thuế	1,304.39	941.87	-27.7%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	25%	21.2%		

Nguồn: VCS, KBSV

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

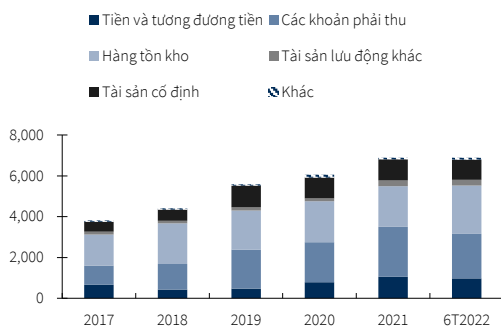
Cơ cấu tài sản

Nhìn chung quy mô tài sản của VCS vẫn tăng đều qua các năm. Tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng chính với 85% tổng tài sản. Trong đó, lượng tiền và tương đương tiền của VCS khá dồi dào khi nắm giữ đến 975.8 tỷ tương đương với khoảng 14% tổng tài sản. Với quy mô tài sản lớn, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt VCS cao hơn so với các doanh nghiệp vật liệu xây dựng khác như CVT (13%), NTP (12%), GMH (3%). Điều này cho thấy nguồn tiền dồi dào của doanh nghiệp để đảm bảo thực hiện các nghĩa vụ ngắn hạn. Bên cạnh tiền và tương đương tiền, khoản phải thu và tồn kho là những đầu mục chính với tỷ trọng lần lượt là 32% và 34% tổng tài sản. Tỷ lệ các khoản phải thu và hàng tồn kho này đang cao hơn khá nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tỷ trọng này là hợp lý đối doanh nghiệp có hoạt động chính là xuất khẩu như VCS, cần duy trì lượng tồn kho để đảm bảo giao hàng nhanh. Tài sản dài hạn của VCS chỉ chiếm 15% cơ cấu tài sản. Trong đó, tỷ trọng chính là máy móc nhà xưởng, dây chuyền thiết bị sản xuất đá nhân tạo của VCS.

Cơ cấu nguồn vốn

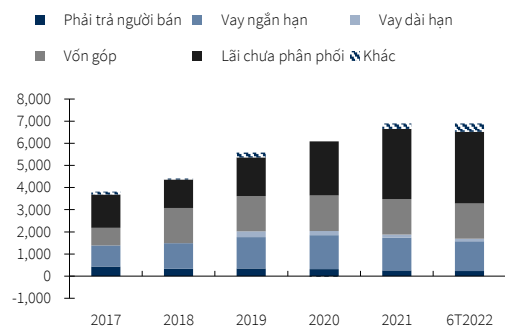
VCS có cơ cấu nguồn vốn khá lành mạnh khi ít vay nợ. Vốn chủ sở hữu chiếm tỷ lệ chính lên tới 72% tổng tài sản, tương đương 4,945.16 tỷ. Nợ vay trên tổng tài sản chỉ chiếm khoảng 21%. Tỷ lệ này của VCS thấp hơn khá nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành khác. Vay nợ của VCS chủ yếu là nợ ngắn hạn với 1,366.9 tỷ (19% tổng tài sản). Rủi ro liên quan đến việc thanh toán các nghĩa vụ nợ ngắn hạn của VCS là thấp khi nắm giữ lượng tiền mặt lớn và nguồn tiền hoạt động sản xuất kinh doanh dồi dào. Những khoản vay dài hạn chỉ chiếm cơ cấu nhỏ tương đương 119.7 tỷ (2% tổng tài sản). Chúng tôi đánh giá đây là một tỷ lệ nợ vay an toàn đối với doanh nghiệp. VCS có tiềm lực tài chính vững mạnh và hoàn toàn có thể đầu tư cho nghiên cứu, thực hiện những dự án tương lai bằng nguồn vốn công ty mà không cần phải vay nợ nhiều.

Biểu đồ 8. VCS - Cơ cấu tài sản



Nguồn: VCS, KBSV

Biểu đồ 9. VCS - Cơ cấu nguồn vốn



Nguồn: VCS, KBSV

IV. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Triển vọng của VCS phụ thuộc vào thị trường đá nhân tạo và Bất động sản

Các sản phẩm chính của VCS chủ yếu là đá thạch anh nhân tạo thành phẩm và các nguyên vật liệu trong quá trình sản xuất đá nhân tạo. Triển vọng kinh doanh của VCS sẽ liên quan trực tiếp đến triển vọng tiêu thụ đá nhân tạo toàn cầu. Bên cạnh đó, tiêu thụ của VCS cũng ảnh hưởng bởi với chu kỳ ngành Bất động sản, các hoạt động như xây mới, sửa chữa nhà ở hay các công trình thương mại, dịch vụ tại các nước do xuất khẩu chiếm tỉ trọng chính trong cơ cấu doanh thu.

ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG TIÊU THỤ TẠI THỊ TRƯỜNG MỸ

Tổng quan tình hình nhập khẩu đá nhân tạo tẩm thô vào thị trường Mỹ 9M2022

Xét tổng quan năm 2022, Mỹ nhập đá nhân tạo tẩm thô từ 40 quốc gia khác nhau. Tổng kim ngạch nhập khẩu đá nhân tạo 9M2022 đạt 1.3 tỷ USD (+7% YoY) tương đương với 15.9 triệu m² (+16% YoY). Việt Nam đứng top về sản lượng cũng như giá trị xuất khẩu đá nhân tạo tẩm thô vào quốc gia này. Những năm gần đây, Việt Nam ghi nhận sự tăng trưởng tích cực trong hoạt động xuất khẩu đá nhân tạo vào Mỹ trong bối cảnh quốc gia này vẫn áp thuế chống bán phá giá đối với các nước như Trung Quốc, Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ từ cuối 2019. Riêng Trung Quốc bị áp mức thuế 45%, trong khi Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ chỉ bị áp mức hơn 4%.

Tuy tình hình xuất khẩu đá nhân tạo vào Mỹ vẫn tăng trưởng trong 9 tháng 2022 nhưng VCS vẫn còn gặp nhiều thách thức khi áp lực cạnh tranh trong xuất khẩu đá tẩm nhân tạo vào Mỹ ngày càng gay gắt. Thêm vào đó, tình trạng lạm phát khiến nhu cầu với những sản phẩm đá thạch anh cao cấp của VCS bị ảnh hưởng.

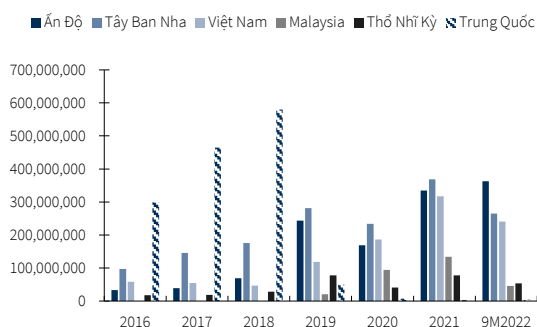
Cạnh tranh trong ngành và rủi ro áp thuế đối với VCS

Giá bán ước tính/1m² đá thạch anh nhân tạo của Việt Nam xuất khẩu vào Mỹ đạt 97.8 USD/m² trong 3Q2022, cao hơn so với mức trung bình nhập khẩu vào nước này. Chúng tôi cho rằng giá bán thành phẩm của VCS sẽ còn cao hơn khi hướng tới những phân khúc trung cao cấp.

Tuy nhiên, ước tính giá xuất khẩu trung bình sang Mỹ đang có dấu hiệu giảm dần những năm gần đây. Nguyên nhân đến từ việc cạnh tranh trong ngành trở nên ngày càng khốc liệt hơn, nhiều nhà sản xuất trong nước đã chú ý đến thị trường tiềm năng này. Phần lớn các nhà máy sản xuất đá nhân tạo tại Việt Nam sử dụng công nghệ đến từ Trung Quốc với chi phí rẻ. Ngoài ra, các nhà máy Trung Quốc cũng đặt tại Việt Nam để lẩn tránh xuất xứ do thuế chống bán phá giá Mỹ áp cho nước này rất cao (khoảng 45%).

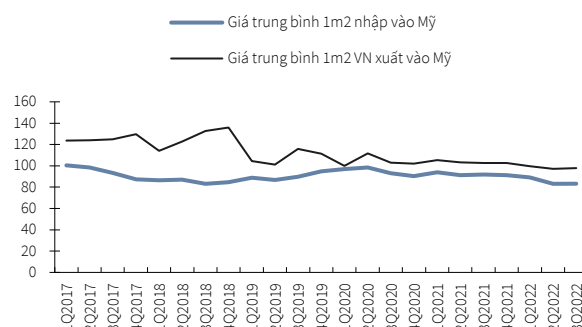
Tất cả điều này có thể dẫn tới rủi ro Mỹ áp thuế đối với sản phẩm Việt Nam trong bối cảnh sản lượng nhập khẩu đá thạch anh nhân tạo nước ta vào Mỹ đã tăng đáng kể từ 2019.

Biểu đồ 10. Sản lượng xuất khẩu đá tấm nhân tạo vào Mỹ của 5 quốc gia dẫn đầu và Trung Quốc giai đoạn 2016-2021 (m2)



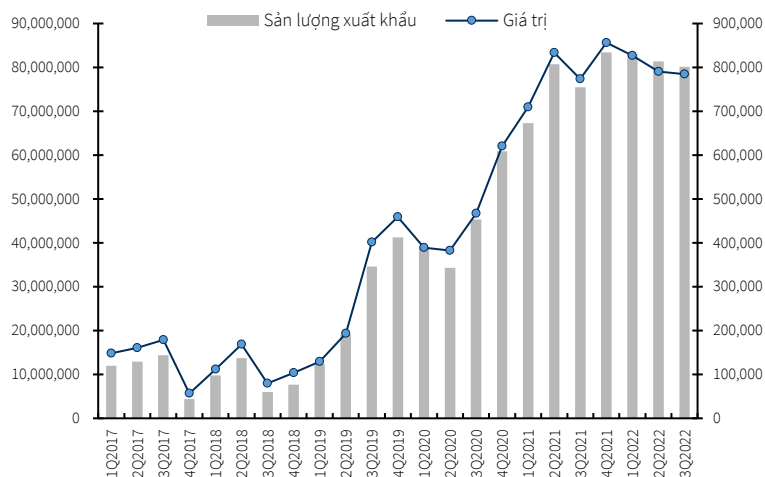
Nguồn: USITC, KBSV

Biểu đồ 11. Giá ước tính trung bình 1m2 đá nhân tạo Việt Nam xuất khẩu vào Mỹ (USD/m2)



Nguồn: USITC, KBSV

Biểu đồ 12. Số liệu xuất khẩu đá nhân tạo của Việt Nam vào Mỹ tăng mạnh từ 2019

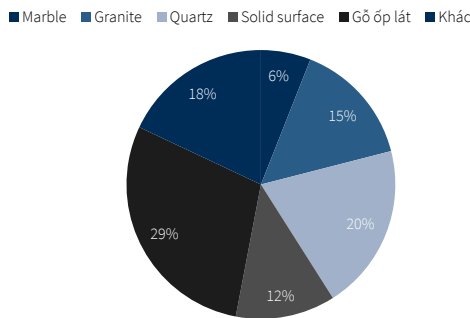


Nguồn: USITC, KBSV

Thị phần đá thạch anh nhân tạo đứng thứ 2 tại Mỹ trong nhóm các vật liệu Countertop

Trong thị trường các vật liệu Countertop tại Mỹ, đá thạch anh nhân tạo đứng thứ 2 về thị phần và vẫn tiếp tục tăng trưởng. Theo Ceasarstone, tỷ lệ tăng trưởng kép (CAGR) của đá thạch anh nhân tạo (Quartz) giai đoạn 2020-2025 ở mức khoảng 5.9%. Tốc độ tăng trưởng này nhanh hơn hầu hết các vật liệu thông dụng khác như Laminates (1.3%), Granite (3.8%) hay Marble (4.7%). Thị trường vật liệu countertop sẽ có xu hướng chuyển dịch từ vật liệu chi phí thấp sẽ các loại có độ bền cao như đá tự nhiên, đá nhân tạo (Marble, Granite, Quartz). VCS có nhiều lợi thế tại thị trường Mỹ nhờ các ưu điểm của mình như chất lượng sản phẩm, thương hiệu, kinh nghiệm bán hàng và hệ thống phân phối.

Biểu đồ 13. Thị phần vật liệu Countertop tại Mỹ



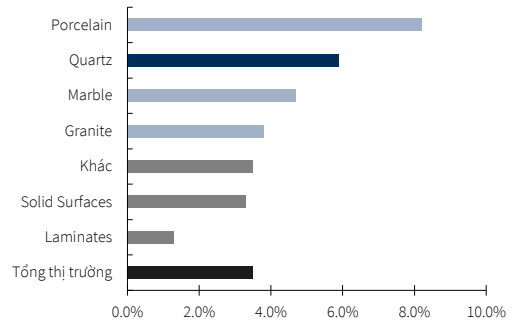
Nguồn: Freedonia, KBSV

Tuy nhiên, thị trường bất động sản, xây dựng tại Mỹ có dấu hiệu giảm tốc

Theo số liệu của US Census, thị trường bất động sản, xây dựng ở Mỹ đang giảm dần. Doanh số bán nhà ghi nhận 4.43 triệu căn (-28.4% YoY), cho thấy sự suy đi xuống từ đầu năm. Số lượng nhà đăng ký giấy phép xây dựng mới tháng 10 cũng ghi nhận 1.339 triệu căn (-3% YoY).

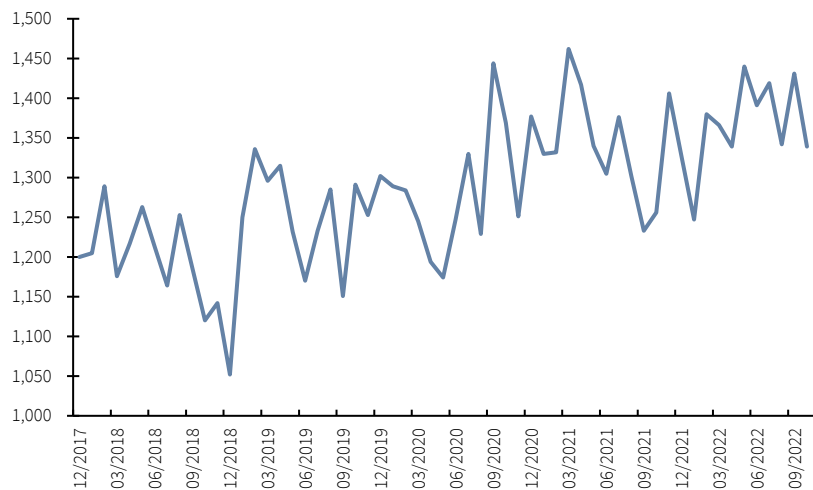
Theo dự báo của GlobalData, tăng trưởng xây dựng tại khu vực Bắc Mỹ trong năm 2022 hạ xuống còn 2.4% từ mức 4.5% do áp lực từ môi trường kinh tế vĩ mô kém khả quan. Kỳ vọng tăng trưởng trong năm 2023 có thể cải thiện lên mức 3.7% khi áp lực do lạm phát và gián đoạn chuỗi cung ứng được giảm xuống. Việc giảm tốc của thị trường bất động sản sẽ ảnh hưởng đáng kể đến tiêu thụ các sản phẩm vật liệu xây dựng trong đó có đá thạch anh nhân tạo.

Biểu đồ 14. Tăng trưởng kép vật liệu Countertop giai đoạn 2020 – 2025



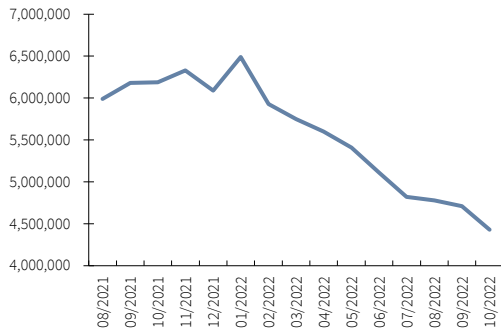
Nguồn: Freedonia, Ceaserstone, KBSV

Biểu đồ 15. Thống kê số nhà ở dân dụng hoàn thiện tại Mỹ (nghìn căn)



Nguồn: US Census, KBSV

Biểu đồ 16. Doanh số bán nhà tại Mỹ (căn)



Nguồn: National Association of Realtors, KBSV

Biểu đồ 17. Số lượng nhà ở được cấp phép mới tại Mỹ (nghìn căn)



Nguồn: US Census, KBSV

Tiêu thụ của VCS tại Mỹ bị ảnh hưởng bởi tình hình vĩ mô

Lạm phát gia tăng tại Mỹ làm hao mòn thu nhập thực tế của người dân, đồng nghĩa với việc giảm nhu cầu tiêu dùng. Đá thạch anh nhân tạo vốn là sản phẩm không nằm trong nhóm hàng hoá thiết yếu vì vậy nhu cầu càng bị suy giảm mạnh. Vật liệu này còn vấp phải sự cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm đá tự nhiên, gốm sứ, pocerlain trong dân dụng... Bên cạnh đó, FED đã quyết định tăng lãi suất liên tiếp để kiềm chế lạm phát càng gây khó cho lĩnh vực Bất động sản.

Lạm phát, cạnh tranh gay gắt và nhu cầu xây dựng hoàn thiện suy giảm ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng xuất khẩu của VCS sang Mỹ. Chúng tôi dự kiến nhu cầu đá thạch anh nhân tạo tại nước này có thể giảm trong giai đoạn cuối năm 2022 và phục hồi lại khi tình hình lạm phát đã ổn định.

Tổng quan thị trường vật liệu Countertop tại Úc

ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG TIÊU THỤ TẠI THỊ TRƯỜNG ÚC

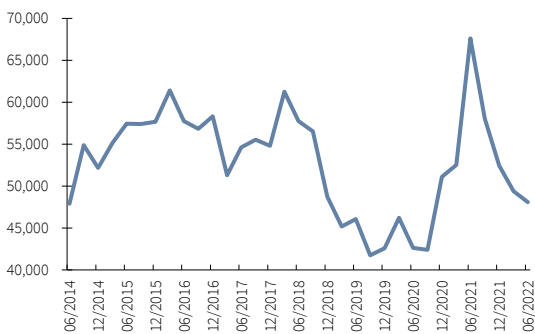
Đá thạch anh nhân tạo khá được ưa chuộng sử dụng tại Úc. Theo số liệu của Freedonia, đá Quartz đang chiếm đến 46% thị phần vật liệu countertop tại nước này và xếp đầu trong thị phần các loại vật liệu Countertop.

Dự báo cũng cho rằng tốc độ tăng trưởng của đá Quartz ở mức 4.1% CAGR giai đoạn 2020-2025. Tuy nhiên, những quy định liên quan đến kiểm soát, cảnh báo bụi phổi silic trong sản xuất và gia công đá nhân tạo tại đây có thể hạ dự báo tốc độ tăng trưởng xuống dưới 4.1%.

Triển vọng kinh doanh của VCS tại Úc kém tích cực

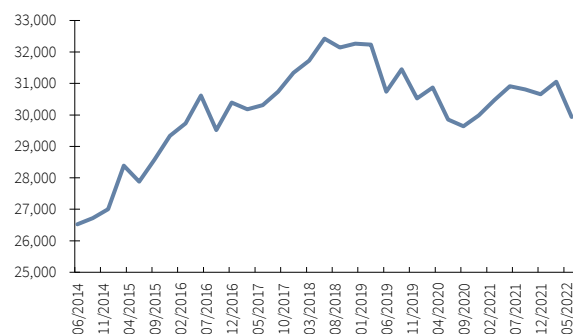
Nhìn chung trong giai đoạn 2017-2021, giá trị xuất khẩu ước tính đi thị trường Úc của VCS tăng khá chậm. Triển vọng xuất khẩu sang Úc sẽ kém khả quan từ tình hình tiêu thụ kém do (1) Cả 2 mảng sửa chữa và xây mới tại Úc đều có triển vọng ảm đạm, trong khi chủ yếu nhu cầu đá thạch anh nhân tạo đến từ đây. Tình hình xây dựng dân dụng tại Úc có xu hướng đi xuống. Giá trị xây mới nhà dân dụng cũng đạt đỉnh vào năm 2018 và vẫn cho thấy chiều hướng giảm từ đó đến nay. Giá trị của hoạt động sửa thì gần như trong xu hướng đi ngang giai đoạn những năm gần đây (2) Lạm phát ở Úc cũng đang ở mức cao (7.3%). Đá thạch anh nhân tạo vốn không phải sản phẩm thiết yếu và phân khúc VCS hướng tới là trung, cao cấp nên tiêu thụ sẽ bị ảnh hưởng (3) Cảnh báo bụi phổi silic trong sản xuất và gia công đá nhân tạo tại Úc tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của VCS. Chính sách này phát sinh thêm chi phí cho các doanh nghiệp đá nhân tạo. Nhà phân phối hoặc gia công thì có xu hướng chuyển sang các vật liệu khác nhằm tránh tuân thủ các quy định chặt chẽ về kiểm soát chất lượng bụi silic.

Biểu đồ 18. Số lượng nhà xây mới tại Úc 2014-2022



Nguồn: ABS, KBSV

Biểu đồ 19. Giá trị xây dựng nhà tại Úc 2014-2022



Nguồn: ABS, KBSV

ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG TIÊU THỤ TẠI THỊ TRƯỜNG CHÂU ÂU

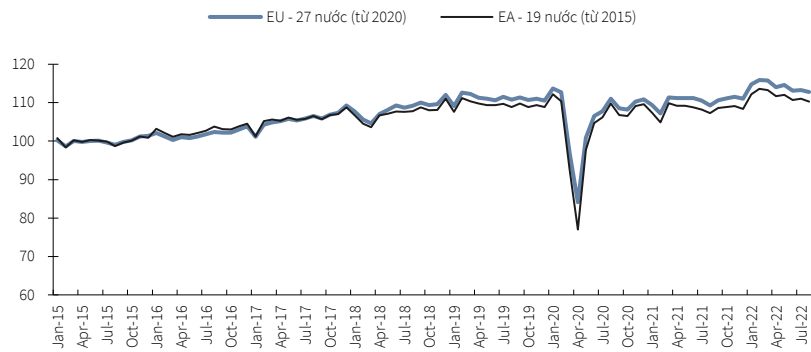
Lạm phát ảnh hưởng đến triển vọng xuất khẩu của VCS sang Châu Âu

Tình hình lạm phát ở khu vực EU thậm chí còn tệ hơn tại Mỹ và Úc. Lạm phát ước tính ở khu vực này trong tháng 11 khoảng 10%. Giá cả tăng phi mã khiến người dân tại nước này chật vật trong việc chi tiêu. Tương ứng, nhu cầu với những sản phẩm không thiết yếu như đá thạch anh nhân tạo sẽ giảm đi đáng kể.

Ngân hàng trung ương Châu Âu (ECB) tăng lãi suất gây ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường Bất động sản và nhu cầu xây dựng tại khu vực này.

Đá thạch anh nhân tạo vốn chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu các vật liệu countertop tại EU do người tiêu dùng tại đây chưa quen với việc sử dụng loại vật liệu này. Phân khúc khách hàng VCS hướng tới lại là trung và cao cấp. Vậy nên triển vọng xuất khẩu sang thị trường này sẽ còn ảm đạm cho đến khi lạm phát được kiểm chế và nhu cầu xây dựng, bất động sản phục hồi.

Biểu đồ 20. Chỉ số sản xuất trong xây dựng tại EU



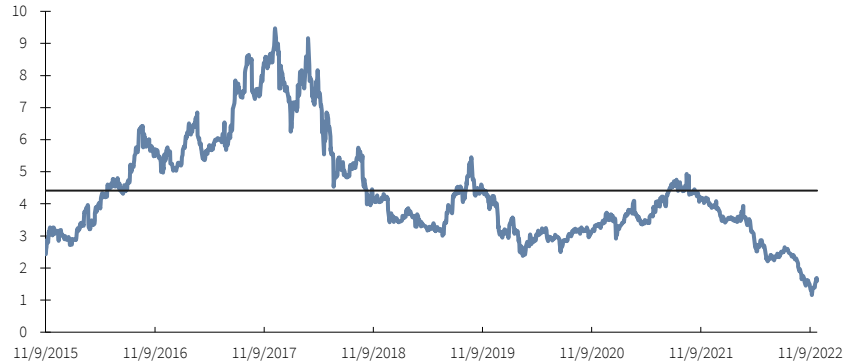
Nguồn: Eurostatistics, KBSV

Định giá hấp dẫn khi giá cổ phiếu đã chiếu khấu sâu kể từ thời điểm Quý 2

Chúng tôi cho rằng triển vọng kết quả kinh doanh của VCS gặp nhiều khó khăn trong thời gian tới bởi lạm phát và lãi suất tăng tại nhiều quốc gia.

Tuy nhiên, giá cổ phiếu đã điều chỉnh mạnh từ đầu tháng 6 tới nay, phần nào đã thể hiện lo ngại về nhu cầu tiêu thụ ảm đạm của VCS ở những thị trường xuất khẩu chính như Bắc Mỹ, Úc. Hiện tại P/E của VCS rơi vào khoảng 6.x lần thấp hơn nhiều so với mức P/E trung bình 5 năm (khoảng 11x). P/B đã về vùng 1.x lần, thấp hơn so với đáy năm 2020. Mức định giá này đang khá hấp dẫn đối với doanh nghiệp xuất khẩu đá thạch anh đứng thứ 3 toàn cầu với nhiều lợi thế cạnh tranh và tình hình tài chính ổn định.

Biểu đồ 21. Diễn biến P/B của VCS



Nguồn: Bloomberg, KBSV

V. RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro liên quan đến biến động giá nguyên vật liệu đầu vào

Mặc dù làm chủ gần như hoàn toàn nguồn nguyên vật liệu đầu vào phục vụ sản xuất, giá nguyên vật liệu vẫn sẽ biến động theo thị trường nhưng với một biên độ nhỏ hơn. Đặc biệt, giá nhựa Polyester (chiếm khoản 40% giá vốn hàng bán) biến động cùng chiều với giá dầu Brent vì vậy phần nào biên lợi nhuận gộp của VCS sẽ bị thu hẹp nếu giá dầu neo cao như thời điểm vừa qua.

Rủi ro về thuế quan

Hoạt động chính của VCS là xuất khẩu đá thạch anh nhân tạo ra thế giới. Vì vậy chính sách thuế quan, bảo hộ ở các nước nhập khẩu ảnh hưởng nhiều đến VCS. Đặc biệt là thị trường Mỹ (ước tính chiếm 64% doanh thu VCS), sản lượng nhập khẩu đá thạch anh nhân tạo vào đây đã tăng đáng kể từ 2019. Rủi ro với việc Mỹ áp thuế với sản phẩm đá thạch anh nhân tạo từ thị trường Việt Nam là đáng lưu tâm.

Rủi ro về môi trường

Sản phẩm hay hoạt động sản xuất của VCS có thể bị ảnh hưởng bởi chính sách về bảo vệ môi trường và sức khoẻ con người. Gần đây tại Úc có những chính sách kiểm soát liên quan đến bệnh bụi phổi silic sẽ có tác động nhất định đến tiêu thụ của VCS tại thị trường này.

Rủi ro đối thủ cạnh tranh

Hiện nay, cạnh tranh trong thị trường đá nhân tạo ngày càng trở nên khốc liệt do có nhiều nhà sản xuất mở nhà máy mới, dây chuyền sản xuất trong nước với mục đích chen chân vào thị trường đầy tiềm năng là Mỹ và thay thế Trung Quốc trong lĩnh vực này. Các đối thủ mới này chủ yếu sử dụng công nghệ từ Trung Quốc với giá thành sản xuất rẻ hơn, hướng tới bán sản phẩm phân khúc thấp. VCS chủ yếu hướng tới đối tượng phân khúc từ trung đến cao cấp. Công ty luôn chủ động tối ưu chuỗi giá trị và đầu tư nghiên cứu cải tiến sản phẩm.

VI. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của VCS năm 2023

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt đạt VND 4,929 tỷ (-12% YoY) và 1,108 tỷ VND (-3% YoY) trong năm 2023. Biên lợi nhuận gộp giảm xuống 30% do lo ngại về tiêu thụ đá thạch anh yếu tại các thị trường xuất khẩu chính và giá nguyên vật liệu đầu vào điều chỉnh tăng do biến động trên thị trường thế giới.

Khuyến nghị MUA với cổ phiếu VCS với giá mục tiêu 73,000 VNĐ/CP

Nhìn chung tình hình lạm phát và tăng lãi suất trên toàn cầu ảnh hưởng khá nhiều đến triển vọng xuất khẩu của VCS trong thời gian tới. Chúng tôi đánh giá VCS vẫn là một doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh khác biệt nhờ kiểm soát tốt và làm chủ yếu tố đầu vào, năng lực nghiên cứu sản xuất và sở hữu thương hiệu trên toàn cầu.

Dựa trên trung bình 2 phương pháp định giá P/E và FCFF, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCS, giá mục tiêu 73,000 VNĐ/CP, upside 44% so với giá đóng cửa ngày 12/12/2022:

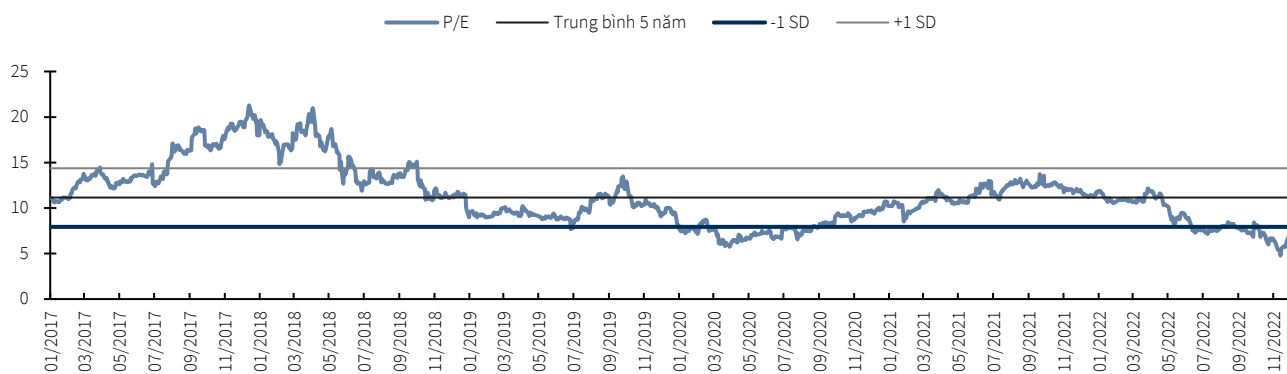
- Theo phương pháp P/E, chúng tôi hạ dự báo P/E mục tiêu năm 2022 của VCS xuống 7.9x lần do lo ngại nhu cầu tiêu thụ kém tích cực và cạnh tranh trong ngành tăng lên. EPS dự phóng cho năm 2022 đạt 7,028 VNĐ/CP. Định giá tương ứng đạt 55,552 VNĐ/CP.
- Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi định giá VCS mức 90,500 VNĐ/CP.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Tỷ VNĐ	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần	5,562.76	5,659.59	7,070.13	5,630	4,902
Tăng trưởng (%)	23%	2%	25%	-20%	-13%
Giá vốn hàng bán	-3,650.65	-3,695.77	-4,607.62	-3920.6	-3410.9
Lợi nhuận gộp	1,912.11	1,963.83	2,462.50	1,710	1,491
Biên lợi nhuận gộp (%)	34%	35%	35%	30%	30%
Chi phí tài chính	-68.02	-92.88	-89.49	-136.1	-66.3
Chi phí bán hàng	-154.06	-160.51	-272.15	-261.8	-151.2
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-62.39	-71.48	-47.35	-64.7	-51.2
Lợi nhuận sau thuế	1,410.11	1,428.42	1,772.06	1,125	1,078
Tăng trưởng (%)	26%	1%	24%	-37%	-4%
Biên lợi nhuận sau thuế (%)	25%	25%	25%	20%	22%

Nguồn: VCS, KBSV

Biểu đồ 22. Diễn biến P/E của VCS



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannnd@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhhd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.