BÁO CÁO ĐÁNH GIÁ NHANH

20.11.2017

Công ty Cổ phần VICOSTONE

Mã: VCS (HNX) | Ngành: VLXD

Khuyến nghị đầu tư	MUA
Giá thị trường	226.800
Giá mục tiêu	**270.000**
Thời gian đầu tư	TRUNG HẠN

Thông tin cổ phiếu	
Vốn hóa thị trường	18,160 tỷ đồng
Số lượng CP lưu hành	80,000,000
Số lượng CP niêm yết	80,000,000
Giá cao nhất 52 tuần	228.00 đồng
Giá thấp nhất 52 tuần	85.000 đồng
KLGDBQ 50 phiên	97.000 cổ phiếu

Biến động giá CP/ Vnindex

Biến động EPS 4 năm

Năm	2013	2014	2015	2016
EPS	1350	4250	8640	10810

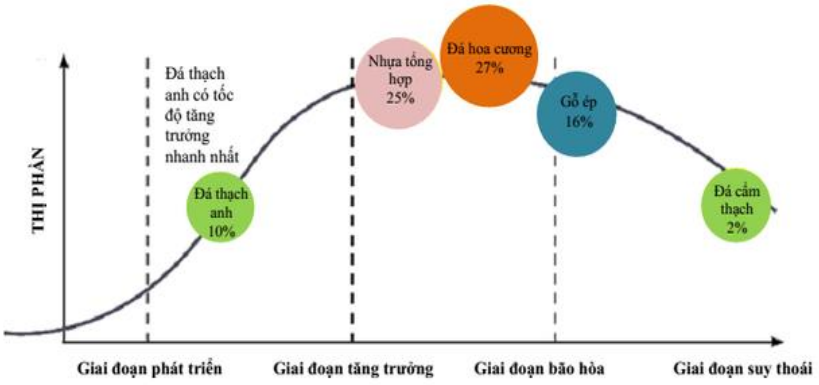
Cổ đông lớn (%)

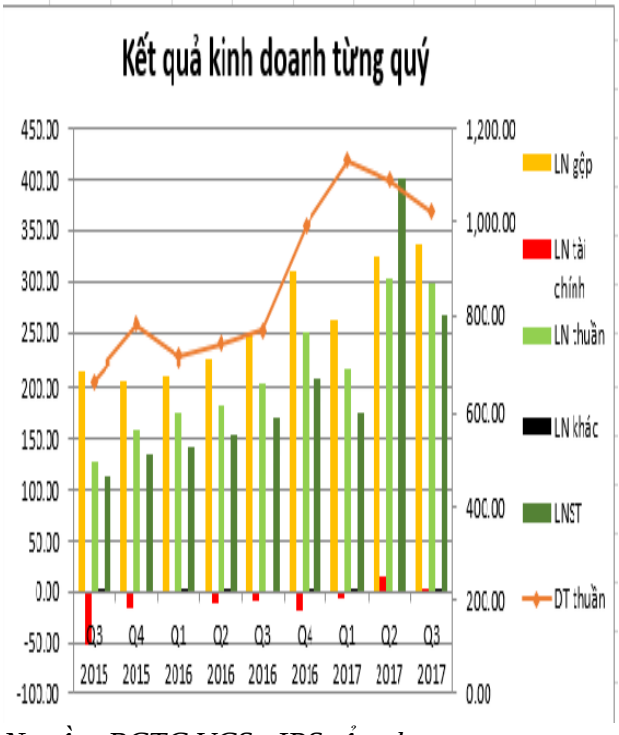
Cổ đông lớn	83%
BLĐ và người liên quan	3.00%
Nhà đầu tư nước ngoài	2.5%
Khác	11,5%

ĐIỂM NHẤN DOANH NGHIỆP VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

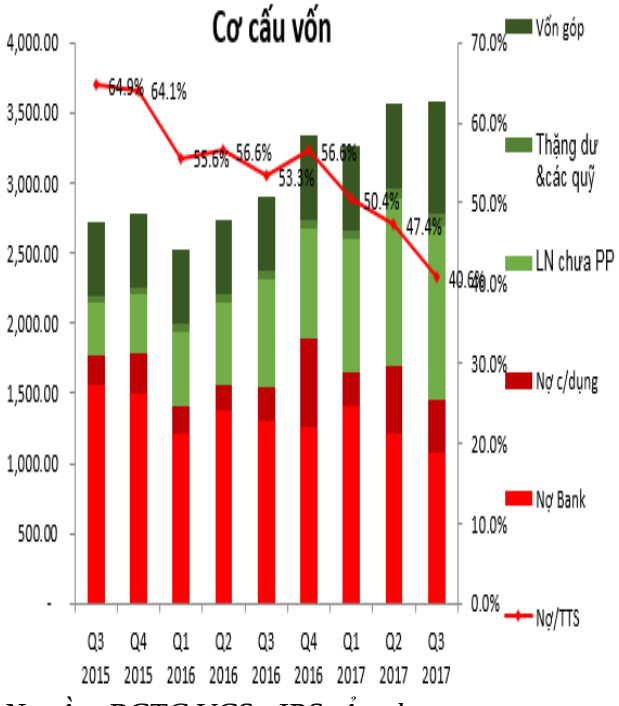
- **Điểm nhấn doanh nghiệp:** Theo BCTC quý 3 của VCS đã được công bố , công ty đạt mức doanh thu 1,022 tỷ đồng và , LNST đạt 267,1 tỷ, ghi nhận mức tăng trưởng 33,2% về doanh thu và 57% về LNST so với quý 3/2016, Lũy kế 9T/2017 tổng doanh thu đạt 3231,6 tỷ đạt 75% kế hoạch năm . Để có được mức tăng trưởng này phần nhiều nhờ công ty tối ưu được chi phí sản xuất qua việc giảm giá vốn, tiếp tục đẩy mạnh hàng bán , đồng thời thực hiện tốt công tác quản lý chi phí, tiết giảm được chi phí quản lý doanh nghiệp hơn 25% so với quý 3/2016.
- **Lợi thế kinh doanh ngành đá thạch anh nhân tạo xuất khẩu:** Hiện nay với lợi thế sẵn có gần như 95% sản phẩm của VCS được xuất khẩu cùng với đó trên thế giới thị phần sử dụng đá thạch anh nhân tạo mới chỉ trong giai đoạn tăng trưởng đã giúp vcs hưởng lợi trong việc xuất bán sản phẩm sang một số thị trường còn nhiều tiềm năng như là: Mỹ, Úc, Canada .v.v.

Nguồn: BCTN VCS 2016





Nguồn: BCTC VCS , IRS tổng hợp

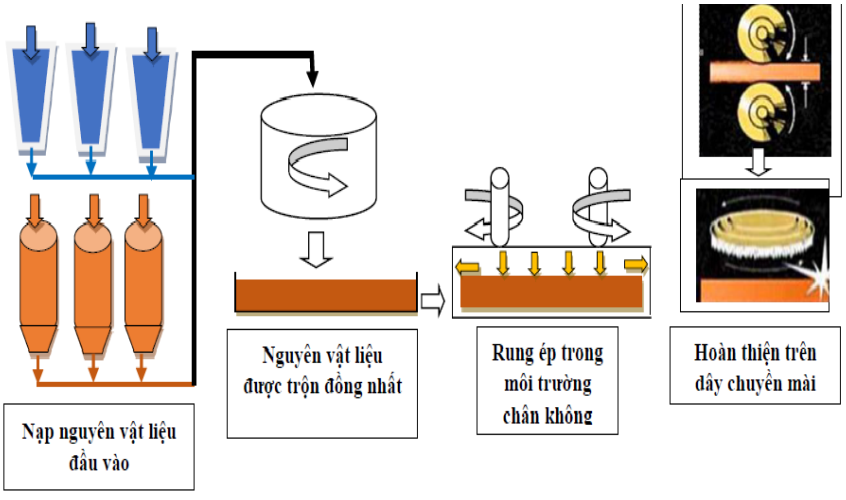


Nguồn: BCTC VCS , IRS tổng hợp

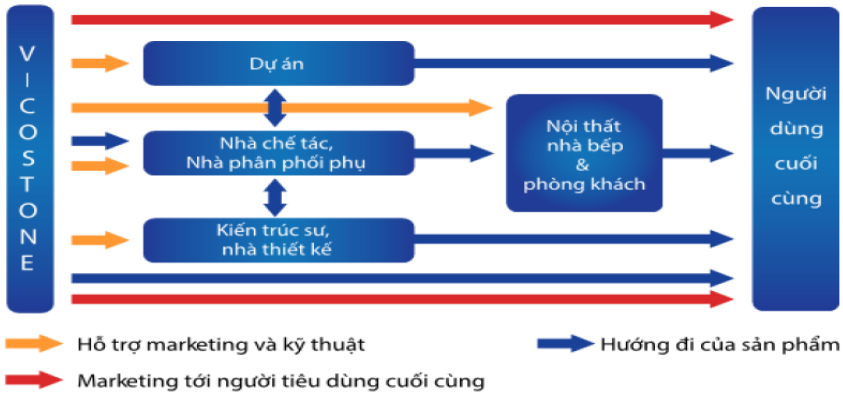
Chuỗi Giá Trị Sản Xuất:

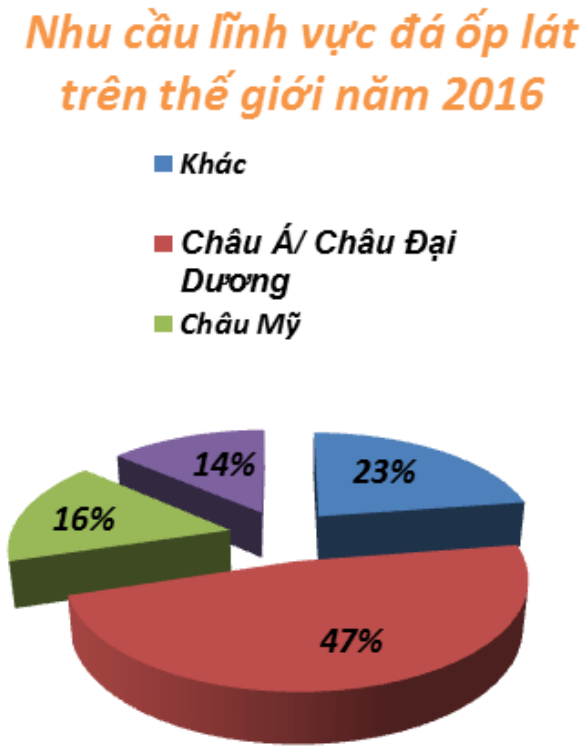
- Trong thành phần nguyên vật liệu để sản xuất ra đá thạch anh nhân tạo mang thương hiệu Vicostone bao gồm hơn 90% là đá thạch anh và 10% còn lại là chất kết dính và các chất phụ gia khác. Trong đó đá thạch anh chiếm tỷ trong nguyên liệu trong giá vốn là 40%, chất kết dính Re-sin chiếm 40% còn lại là chi phí các phụ gia và chất tạo màu.

Nguồn BCTN VCS 2016

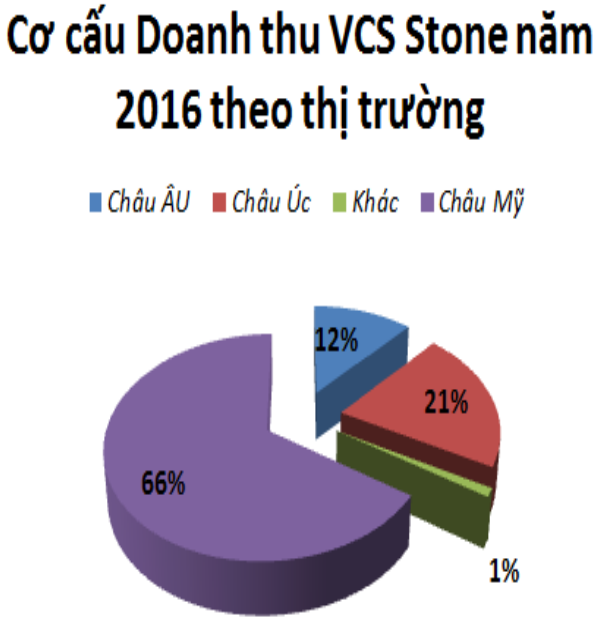


- Sau khi Sản phẩm được hoàn thiện VCS sẽ có 2 phương án để phân phối sản phẩm tới tay người tiêu dùng theo cách trực tiếp hoặc gián tiếp:

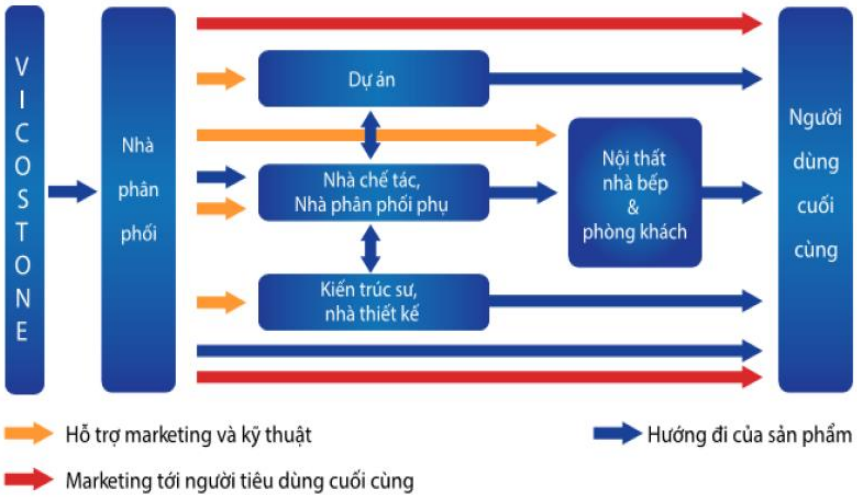




Nguồn: Freedonia, IRS tổng hợp



Nguồn: BCTN VCS, IRS tổng hợp



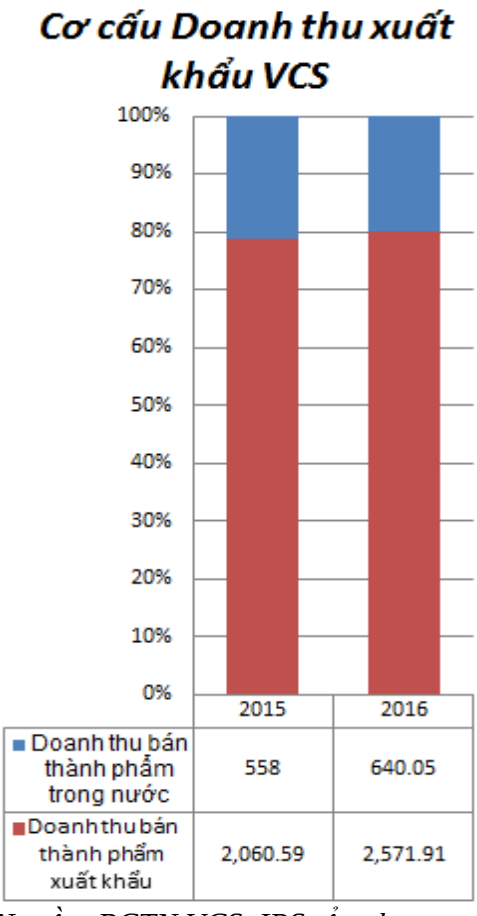
Nguồn: BCTN VCS 2016

Hiện nay hình thức phân phối gián tiếp vẫn là hình thức chính đươc VCS sử dụng, các nhà phân phối đều là các công ty lớn , có năng lực tài chính và có uy tín rên thị trường vật liệu xây dựng và trang trí nội thất.

Nhìn chung chuỗi giá trị sản xuất của VCS là tương đối khép kín và hiệu quả của quy trình này đã được khẳng định qua kết quả sản xuất kinh doanh những năm qua, với sản phẩm luôn được thị trường đón nhận tích cực. Tuy nhiên đối với nguồn nguyên vật liệu để bắt đầu quy trình sản xuất hiện công ty vẫn phải đang nhập khẩu từ các nhà cung cấp và luôn là rào cản đối với kế hoạch phát triển kinh doanh của công ty.

Triển vọng đầu tư:

- **Làm chủ nguồn nguyên liệu đầu vào chính đá thạch anh nhờ nhà máy Phenikaa Huế**: Theo Nghị quyết ĐHCĐ năm 2017, VCS sẽ nhận 50 tỷ tương đương với toàn bộ vốn điều lệ tại công ty Phenikaa Huế, đây là công ty mới được thành lập trong năm 2016 và được UBND tinh Thừa Thiên Huế cấp phép đầu tư xây dựng



Nguồn: BCTN VCS, IRS tổng hợp

Nguồn: BCTN VCS, IRS tổng hợp

nhà máy sản xuất vật liệu Cristobalite , thành phần nguyên liệu quan trọng trong công tác sản xuất đá thạch anh nhân tạo của VCS.

- Về Phenikaa Huế: đây là công ty được đầu tư theo chủ trường của tập đoàn Phenikaa nhằm mục đích làm chủ được nguồn nguyên liệu chính của cả tập đoàn trong tương lai, với mục đích làm chủ nguồn nguyên liệu này, công ty sẽ tiết kiệm được chi phí kho bãi, chi phí nhập khẩu từ nước ngoài (mỗi năm chi phí cho nguồn nguyên liệu chiếm 90% thành phẩm này luôn chiếm 40% chi phí giá vốn nguyên vật liệu của VCS) đồng thời luôn nắm chắc được kế hoạch sản xuất cho công ty và cả tập đoàn
- Qua tìm hiểu lý do Tập đoàn Phenikaa đặt nhà máy tại KCN Phong Điền, tỉnh Thừa Thiên Huế có 3 lý do chính:
  - Thứ nhất: Tỉnh Thừa Thiên Huế đang có chính sách ưu đãi hỗ trợ và thu hút đầu tư chung cho tỉnh và riêng KCN Phong Điền như là ưu đãi về đất đai với giá cho thuê 0,5USD/m2/năm; phí hạ tầng: 0,15 USD/m2/năm
  - Thứ hai: Ưu đãi về thuế suất thuế TNDN, đây là điểm quan trọng nhất khi công ty đi vào hoạt động sản xuất kinh doanh. Theo đó tùy theo đặc điểm của Phenikaa Huế được sắp xếp là DN chế xuất hay Cơ sở sản xuất được thành lập trong KCN Phong Điền mà sẽ có những ưu đãi thuế khác nhau như là***: Được miễn thuế 03 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% số thuế phải nộp trong 7 năm tiếp theo*** (đối với CSSX thành lập trong KCN) hay ***Được miễn thuế 04 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% số***

Biểu đồ Giá dầu mỏ thế giới,sau khi chạm đáy 28.8 vào 1/2016 và hiện tại đang giao dịch ở mức giá 55.8

Một số hình ảnh các thiết bị sản xuất trên dây chuyền "sản xuất đá hoa cương nhân tạo sử dụng chất kết dính dầu lanh epoxy hóa thay thế Polyester Resin"
Nguồn: Luận án Tiến sỹ : Phạm Anh Tuấn

Hình1: Kho chứ cốt liệu hạt, bột

thuế phải nộp trong 9 năm tiếp theo (đối với dự án DN chế xuất) (Nguồn: Sở Kế hoạch đầu tư tỉnh Thừa Thiên Huế)

- *Thứ ba*: Tỉnh Thừa Thiên Huế là 1 trong những tỉnh có mỏ cát thạch anh diện tích lớn, trữ lượng tốt nhất cả nước và đã được nhà nước cấp phép cho một số công ty khai thác. Với điều kiện KCN nằm ngay bên cạnh mỏ cát thạch anh sẽ tạo điều kiện cho công ty thuận lợi trong việc mua nguyên liệu đầu vào là cát thạch anh từ nhà cung cấp. Ngoài ra công ty cũng được áp dụng chính sách một giá đối với các loại phí: giá nước sạch, nước thô, phí thu gom rác, phí xây dựng và các loại phí khác thuộc thẩm quyền quyết định của UBND tỉnh.

➢ **Làm chủ nguồn nguyên liệu chính bằng cách Thay thế nguồn nguyên liệu Polyester Resin bằng Bio- Resin:** Polyester Resin là chất kết dính có trong thành phần đá nhân tạo gốc thạch anh của VCS, được sản xuất từ dầu mỏ, do ảnh hưởng của giá dầu mỏ (hiện nay đang có xu hướng tăng) nên công ty luôn gặp khó khăn trong việc thương lượng với đối tác ở Singapore, Indonesia và Đài Loan về sản lượng nhập khẩu cũng như thời gian nhập khẩu.

- Kế hoạch thay thế nhựa nền Resin Polyester để tiết giảm chi phí đã được nghiên cứu triển khai bắt đầu tư năm 2012 đến nay đề tài *"Nghiên cứu chế tạo vật liệu compozit sinh thái từ dầu lanh epoxy hóa gia cường bằng thạch anh và thủy tinh, ứng dụng trong sản xuất đá hoa cương nhân tạo"* của ông Phạm Anh Tuấn – Tổng Giám Đốc VCS bảo vệ thành công luận án Tiến Sỹ tại

Hình 2: Kho chứa hóa chất ELO, chất xúc tác cho quy trình sản xuất theo nguyên liệu mới

Hình 3: Thùng chứa ELO, và các chất xúc tác khác

Đại học Bách Khoa Hà Nội vào năm 2016 và được hội đồng đưa ra kết luận: "Đá nhân tạo gốc thạch anh trên cơ sở nhựa nền hữu cơ đã được chế tạo thành công và không làm thay đổi nhiều tính chất cơ lý của sản phẩm đá thạch anh nhân tạo trên cơ sở nhựa nền Polyester". Với nguồn nhiên liệu từ dầu lanh (nguồn nguyên liệu dễ sản xuất, chế biến ở Việt Nam) việc sản xuất Bio- Resin thay thế Polyester Resin phải nhập khẩu sẽ giúp công ty tìm được giải pháp đáp ứng nguyên liệu, giảm chi phí giá vốn.

- Có thể thấy mục tiêu làm chủ nguồn nguyên liệu mà chủ tịch Hồ Xuân Năng đề ra vẫn đang được triển khai tích cực và đã thu được những thành quả ban đầu và có thể sẽ đươc ứng dụng đưa vào sản xuất trên quy mô lớn thay thế nguồn nguyên liệu cũ trong các năm tiếp theo.

➢ **Cơ hội tối thiểu hóa số thuế phải nộp khi nhà máy Phenika Huế đi vào hoạt động :** Với việc Phenikaa Huế là công ty con của VCS đồng thời trong tương lai sẽ trở thành nhà cung cấp nguyên liệu chính cho VCS cộng với việc nhà máy Phenikaa Huế sẽ được miễn thuế trong những năm đầu khi đi vào hoạt động thì với cách dùng thủ thuật tài chính ghi nhận giá vốn tại VCS tăng lên khi nhập nguyên vật liệu từ Phenikaa, đẩy cao được DT đồng thời cả LN về phía Phenikaa Huế mà với chính sách ưu đãi thuế sẵn có sẽ giúp công ty tối thiểu hóa số thuế phải nộp. Khi Phenikaa Huế quyết toán thuế TNDN 0% và chi trả cổ tức thì lợi ích của cổ đông công ty mẹ VCS sẽ được tăng lên. Tức là bằng cách ghi nhận LN từ LN hoạt động tài chính thu từ công ty con Phenikaa chứ không phải từ khoản LN

Hình4: Thiết bị rung ép và hút chân không

Hình 5: Lò dưỡng hộ (hóa cứng tấm đá)

Hình6: Hệ thống mài bóng sản phẩm

thuần tại chính VCS. Điều này sẽ giúp VCS giảm thiểu được số thuế TNDN phải nộp (Do chính sách tránh thu thuế 2 lần) đem lại được lợi ích rất lớn cho cổ đông công ty mẹ VCS.

- **Cơ hội gia tăng thị phần tại Châu Á và Việt Nam:** Tại ĐHCĐ năm nay, chủ tịch Hồ Xuân Năng cho rằng, thị trường tại Việt Nam có rất nhiều tiềm năng chưa được khai thác, cơ hội từ việc VCS đẩy mạnh triển khai mở rộng thị trường tại Việt Nam là rất lớn, đồng thời với việc nếu có thể định vị thương hiệu trong tâm trí khách hàng sẽ là cơ hội cho công ty đẩy mạnh bán hàng tại thị trường Việt Nam. Đối với thị trường châu Á đặc biệt là Trung Quốc, ông Năng cho rằng còn nhiều cản trở, vì vậy công ty sẽ tính toán tham gia vào thị trường này ở thời điểm thích hợp.
- **Cơ hôi trong ngắn hạn từ việc nhận cổ tức đợt 2 trong năm 2017:** Theo dự đoán của chúng tôi, trong khoảng cuối tháng 11 và đầu tháng 12, VCS sẽ có thông báo chi trả cổ tức đợt 2 trong năm 2017 giống với các năm trước, phương án chi trả có thể vẫn sẽ là chi trả bằng tiền và bằng cổ phiếu, nếu mức chi trả bằng tiền giống theo mọi năm thì cổ đông VCS sẽ nhận được 20% tiền và mức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu nhất định tùy theo tình hình kế hoạch tài chính của công ty.Trong lịch sử 2 năm gần đây mỗi khi VCS thông báo chi trả cổ tức cổ phiếu đều có sự tăng giá nhẹ.

Dự phóng tình hình tài chính của công ty trong quý 4:

Với việc quý 4 luôn là quý có doanh số cao điểm của VCS do nhu cầu sử dụng VLXD cuối năm tăng cao, chúng tôi dự phóng doanh thu Q4/2017 của VCS sẽ đạt xấp xỉ 1300 tỷ (tương đương mức tăng trưởng 30% so với cùng kỳ). Với biên

Một số hình ảnh sử dụng sản phẩm mang thương hiệu VICOSTONE
Nguồn: Luận án Tiến sỹ : Phạm Anh Tuấn

Hình 1: Phòng vệ sinh ốp sản phẩm EQ8628

Hình 2: Bàn ăn sử dụng sản phẩm EQ8270

lợi nhuận gộp duy trì ở mức 29,3%, cùng với đà duy trì chi phí ổn định dự kiến LNTT Q4/2017 của VCS sẽ đạt mức khoảng 329 tỷ đồng (tương đương mức tăng 31,6% so với cùng kỳ)

Công ty đối thủ cạnh tranh tiêu biểu tại Mỹ

- Công ty CAESARSTONE (CSTE, NASDAQ) đã được niêm yết trên sàn chứng khoán New York, Mỹ vào năm 2013 và liên tục tăng giá gấp 7 lần kể từ khi chào sàn cho đến năm 2016 khi báo cáo kết quả kinh doanh sụt giảm. Thông thường quý 3 và 4 sẽ là quý cao điểm trong năm về doanh số do mùa xây dựng ở Mỹ rơi vào thời điểm này cũng là dịp giáng sinh năm mới. Trong BCTN CSTE công bố công ty chi 0.6% doanh thu cho R&D, còn VCS là 1% doanh thu mỗi năm (tương đương khoảng 40 tỷ VND)
- Biên LN gộp 2014-2016 giảm từ 42.4% về 39.4%, biên LN ròng từ 17.4 về 15.1%, biên gộp trong quý 3/1LN7 chỉ còn 32% và biên LN ròng ở mức 22%. Sự nổi lên nhanh chóng của Vicostone khiến Caesarstone, công ty cùng ngành từng có giá trị vốn hóa hơn một tỉ đô la đưa vào danh sách đối thủ "Có khả năng đe dọa thị phần".

Rủi Ro đầu tư

➢ **Rủi ro từ chính sách tại thị trường Mỹ:** Hiện nay theo sản phẩm của VCS được xuất khẩu vào mỹ và chịu thuế xuất 0%, với chính sách bảo hộ ngành sản xuất trong nước của tổng thống Donald Trump, lo ngại về việc bị áp thuế khi xuất khẩu vào Mỹ không phải không có. Tuy nhiên tại ĐHCĐ ông Năng cũng cho biết, công ty sẽ triển khai xây dựng nhà máy tại Mỹ nếu bị áp thuế quá cao.

Hình 3: Quầy bar gia đình sử dụng sản phẩm BQ8628

- **Rủi ro từ pháp lý:** Theo BCTN của VCS, công ty hiện có dính đến 1 vụ kiện với 1 công ty sản xuất đá khác mang nhãn hiệu Made In USA, hiện chưa có thông tin chính xác nào thêm về vụ kiện này, tuy nhiên công ty cũng đã chỉ định luật sư bảo hộ cho mình.
- **Rủi ro về cạnh tranh:** Hiện nay xuất khẩu vào thị trường Mỹ có hơn 15 công ty, ngoài ra còn có 6 công ty nội địa tham gia thị trường cung cấp đá nhân tạo. Đồng thời áp lực từ hàng giá rẻ do công nghệ sản xuất của Trung Quốc cũng không nhỏ.

NHẬN ĐỊNH KỸ THUẬT

NHẬN ĐỊNH

Xu hướng trung hạn	Tăng
Xu hướng dài hạn	Tăng
Hỗ trợ trung hạn	
Hỗ trợ ngắn hạn	
Sóng	

MACD
RSI
Bolinger band
Stochastic
ADX

KHUYẾN NGHỊ

- VCS vẫn đang vận động trong xu hướng tăng bền vững từ giữa năm 2017. Ngắn hạn, cổ phiếu vừa trải qua một nhịp điều chỉnh.
- Những phiền gần đây, VCS đang tích lũy tiệm cận MA10 cùng với đó là thanh khoản cạn kiệt, NĐT nên theo dõi giải ngân 1 phần tại vùng này và chờ điểm nổ để gia tăng tỷ trọng.

- **Khuyến nghị: MUA** cổ phiếu **VCS**:

- **Vùng giá mua:** 220 -230
- **Giá mục tiêu:** 270
- **Stoploss:** 215

DIỄN GIẢI

Khuyến nghị	Diễn giải
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 15%
Nắm giữ	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -15% đến 15%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường dưới -15%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn thận và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Chứng khoán Quốc tế Hoàng gia (IRS) không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

IRS có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng IRS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Chứng khoán Quốc tế Hoàng gia

Trụ sở: Tầng 12 tòa nhà CDC, 25 Lê Đại Hành, quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

Điện thoại: (+84.4) 3 944 6666

Fax: (+84.4) 3 944 6969

Email: contact@irs.com.vn