

### BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 18 tháng 04 năm 2017

**Chuyên viên phân tích**

**Lê Đức Quang**

ldquang@vcbs.com.vn

+84-4 3936 6425 (Ext: 116)

#### CẬP NHẬT KQKD 2016

**VCS công bố KQKD đã kiểm toán**, ghi nhận mức tăng trưởng mạnh với DTT đạt 3.211,9 tỷ đồng (+23,5% yoy, 99,9% KH), LNTT đạt 813,7 tỷ đồng (+69,8% yoy, 136,5% KH). Động lực tăng trưởng chính tiếp tục tập trung tại mảng xuất khẩu với tỷ lệ tăng trưởng DTT đạt 25% yoy. Doanh thu tại thị trường nội địa cũng có sự khởi sắc với mức tăng trưởng 15% yoy.

**Thị trường Mỹ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của VCS.** Mặc dù tốc độ tăng trưởng chậm hơn so với năm 2015 (37% yoy), song giá trị lẫn tỷ trọng trong doanh thu xuất khẩu đều duy trì ở mức cao. Kim ngạch xuất khẩu sang thị trường Mỹ đạt 1.591 tỷ đồng (+24% yoy), chiếm 62% doanh thu xuất khẩu. **Thị trường Úc tăng trưởng mạnh mẽ trở lại** sau 1 năm suy yếu, doanh thu ước đạt 644,5 tỷ đồng (+32% yoy), duy trì tỉ trọng 25% trong doanh thu. **Doanh số thị trường Châu Âu phục hồi nhẹ** với mức tăng 7% yoy, đạt 279 tỷ đồng, tuy nhiên tỷ trọng đã giảm từ 14% (2015) về còn 10,8% (2016). Như vậy, có thể thấy, chiến lược của VCS đang tập trung mở rộng thị trường tại các khu vực trọng điểm là Bắc Mỹ và Châu Úc.

**Biên lợi nhuận gộp nói rộng thêm 1,9%, đạt 30,9%.** Sự nói rộng này đến từ (1) sản lượng bán hàng tăng trưởng, (2) giá bán tăng do công ty tập trung vào phân khúc trung và cao cấp, bên cạnh đó đồng USD tăng giá 2% trong 2016 cũng hỗ trợ cho đà tăng doanh thu và giá bán ghi nhận bằng VND trên báo cáo tài chính, (3) giá nguyên vật liệu tiếp tục duy trì ở mức thấp, đặc biệt giá bán trung bình mặt hàng polyester resin (chiếm 30% giá vốn) tiếp tục giảm khoảng 12,9% so với năm 2015.

**Tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm 0,85%.** Trong năm 2016, VCS đã quyết định chuyển nhượng thương hiệu cho công ty mẹ Phenikaa, cùng với các hoạt động liên quan tới marketing và bán hàng, công ty mẹ Phenikaa tham gia hỗ trợ xây dựng mạng lưới đại lý cho VCS tại các thị trường đích. Đồng thời, việc chuyển đổi hình thức xuất khẩu từ DDU sang CIF cũng giúp giảm cước vận chuyển và phí chứng từ. Do đó, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng chậm hơn doanh thu.

**Chi phí tài chính giảm mạnh, đặc biệt là lỗ chênh lệch tỷ giá.** Trong kỳ, VCS đã thanh toán khoản vay 177 tỷ đồng (khoảng 5 triệu USD) cho Vietinbank Hà Nội khiến chi phí lãi vay giảm khoảng 30 tỷ đồng. Đồng thời, việc giảm dư nợ vay ngoại tệ trong kỳ đã giúp cho VCS tránh được khoản lỗ chênh lệch tỷ giá khá lớn (-68 tỷ đồng) khi đồng USD tăng giá khoảng 1% - 2% trong năm.

#### SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

**Cơ cấu nguồn vốn dịch chuyển tích cực.** Lượng vay nợ ngân hàng của VCS giảm mạnh do doanh nghiệp đã thanh toán 5 triệu USD nợ dài hạn trong kỳ. Đồng thời, việc sử dụng nguồn cổ phiếu quỹ để chia thưởng cho cổ đông trong quý 2/2016 đã giúp cho nguồn vốn chủ sở hữu tăng thêm gần 369 tỷ đồng. Theo đó, cơ cấu nguồn vốn của VCS đã có sự điều chỉnh mạnh trong năm, với tỷ lệ dư nợ giảm mạnh từ 54% (2015) còn 38% (2016).

**Khả năng thanh toán tiếp tục được cải thiện.** Tỷ lệ thanh toán hiện hành tăng đáng kể, đạt 1,59x (2016). Tỷ lệ thanh toán nhanh đạt 0,74x (tăng khá mạnh so với con số 0,61 năm 2016). Đồng thời khả năng thanh toán lãi vay vẫn ở mức an toàn khi hệ số EBIT/lãi vay đạt 17 lần.

**Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dồi dào,** đạt 785 tỷ đồng, cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Nguyên nhân của mức tăng này đến từ (1) lợi nhuận trước thuế tăng đột biến, (2) các khoản phải trả tăng mạnh bù đắp cho mức tăng của các khoản phải thu, khiến cho chênh lệch vốn lưu động giữa đầu kì và cuối kì không đáng kể.

**Tồn kho tăng mạnh do điều chỉnh hạch toán dự án nhà ở cho cán bộ.** Giá trị hàng tồn kho tăng 323 tỷ đồng so với đầu năm bởi VCS chuyển giá trị dự án nhà ở cho cán bộ (274 tỷ đồng, được chuyển nhượng trong quý 1/2017) từ tài sản cơ bản dở dang sang ghi nhận tại chi phí sản xuất kinh doanh dở dang trong hàng tồn kho, khiến tổng giá trị tồn kho tăng mạnh.

### CẬP NHẬT KQKD Q1.2017

**KQKD quý 1 tiếp tục khả quan bất chấp những diễn biến không thuận lợi của giá nguyên liệu.** Theo chia sẻ của lãnh đạo doanh nghiệp, DTT quý 1/2017 ước đạt khoảng 1.000 tỷ đồng (đã bao gồm 300 tỷ đồng DTT của dự án nhà ở được chuyển nhượng cho Phenikaa). LNTT ước đạt 222 tỷ đồng (+22% yoy), LNST ước đạt 173 tỷ đồng (+20,9% yoy). Sự tăng trưởng của VCS là khá tích cực trong bối cảnh giá nguyên vật liệu tăng trung bình 20%yoy (đặc biệt là giá polyester resin), và doanh nghiệp không còn nhận được ưu đãi thuế của doanh nghiệp công nghệ cao (chấm dứt trong năm 2016, VCS sẽ phải chịu mức thuế TNDN 20% kể từ năm nay).

### CẬP NHẬT MỘT SỐ THÔNG TIN MỚI

**Kế hoạch phân phối lợi nhuận năm 2017.** Dự kiến trong năm 2017, VCS sẽ chia cổ tức bằng tiền mặt và cổ phiếu. Trong đó, cổ tức tiền mặt được ủy quyền cho ban lãnh đạo quyết định. Cổ tức bằng cổ phiếu dự kiến đạt 20% - 50% , để tăng vốn lên mức hơn 800 tỷ đồng.

**Điều chỉnh thời gian phát hành cổ phiếu cho Người lao động (ESOP).** Kế hoạch phát hành ESOP được lùi lại đến tối đa trong năm 2018. Thời gian cụ thể được ủy quyền cho HĐQT công ty quyết định.

### TRIỂN VỌNG KINH DOANH

**Thị trường Mỹ còn nhiều triển vọng phát triển.** Chúng tôi đánh giá thị trường đá thạch anh nhân tạo tại Mỹ vẫn còn nhiều tiềm năng trong thời gian tới bởi:

- **Thị phần của đá thạch anh nhân tạo tại Mỹ vẫn ở mức thấp, song tăng trưởng với tốc độ cao hơn toàn ngành.** Hiện nay, tỷ lệ sử dụng đá thạch anh nhân tạo ở Mỹ chỉ đạt 8%-10% do là vật liệu mới được phát triển chưa được phổ biến rộng rãi trong công chúng, trong khi tỷ lệ này ở các khu vực khác trên thế giới đều ở mức cao như Israel đạt 86%, Australia 39% - 41%. Đặc biệt tại Canada cùng khu vực Bắc Mỹ, tỷ lệ này hiện ở mức 18%. Đồng thời, nhu cầu đá thạch anh nhân tạo đang tăng cao hơn tốc độ ngành (5,8%/năm so với ngành so với tốc độ chung 4,2%/năm của ngành – Nguồn: Freedonia)
- **Đối thủ cạnh tranh trực tiếp của VCS là Caesar Stone đang tăng trưởng chậm lại do tái cơ cấu ban lãnh đạo.** Trong 2 năm trở lại đây, tỷ lệ tăng trưởng doanh thu của Caesar Stone đã chậm lại, chỉ còn 11% - 12% do thay đổi nhân sự lãnh đạo. Đây là cơ hội cho VCS tăng tốc mở rộng thêm thị phần khi đối thủ cạnh tranh đang chậm lại.

- **Kỳ vọng đồng USD tiếp tục tăng giá trong năm nay sẽ tác động tích cực tới doanh thu.** Chúng tôi kỳ vọng trong năm nay USD sẽ tăng giá 2%-4% tập trung tại thời điểm cuối năm dưới sức ép từ lộ trình tăng lãi suất nhanh hơn của FED. Tuy nhiên, điều này có thể giúp cho VCS ghi nhận giá trị doanh thu cao hơn khi chuyển đổi doanh thu sang VND trên báo cáo tài chính.

**Doanh thu xuất khẩu cho Phenikaa dự kiến tiếp tục tăng trưởng trong những năm tới.** Trên báo cáo tài chính của VCS ghi nhận các khoản mua hàng hóa khoảng 700 tỷ đồng từ Style Stone và 363 tỷ đồng từ Phenikaa. Có thể thấy, giá trị lượng hàng mà VCS xuất khẩu cho Phenikaa còn quá thấp. Chúng tôi phân tích cơ cấu giá vốn hàng bán của VCS thành 3 phần, dựa trên xuất xứ của sản phẩm, và cho ra kết quả như sau:

	VCS tự sản xuất	Mua của Stylestone	Mua của Phenikaa	Tổng
<b>Giá vốn (tỷ đồng)</b>	1.157	700	363	2.220
<b>Công suất</b>	1 triệu m2/năm	500.000 m2/năm	1 triệu m2/năm	2,5 triệu m2/năm

*Nguồn: VCS, VCBS tổng hợp*

Các dây chuyền của VCS và Phenikaa sản xuất các sản phẩm khá tương đồng về nguyên liệu và công nghệ, do đó, chúng tôi giả định giá vốn/m<sup>2</sup> sắp xỉ nhau giữa 2 doanh nghiệp. Với quy mô giá vốn như thống kê trên, có thể thấy, Phenikaa mới chỉ hoạt động khoảng 30% công suất để bán cho VCS. Theo đó, chúng tôi cho rằng, **động lực tăng trưởng doanh thu xuất khẩu trong năm tới của VCS sẽ đến từ việc Phenikaa nâng dần công suất sản xuất.**

**Chu kỳ trữ kho dài ngày có thể giúp cho doanh nghiệp duy trì giá vốn thấp.** Bởi nguyên liệu của VCS đều phải nhập khẩu hoàn toàn từ nước ngoài, do đó, công ty có hầu như đều dự trữ hàng dài ngày, thể hiện qua số ngày tồn kho của doanh nghiệp luôn cao hơn 200 ngày. Bột và hạt đá thạch anh cùng với chất dẻo polyester resin (chiếm 70% giá vốn) đều được nhập đủ để sản xuất cho cả năm. Trong điều kiện giá dầu đang có xu hướng hồi phục trong thời gian tới khiến cho chi phí vận chuyển và giá resin tăng lên, việc trữ kho dài ngày như vậy có thể giữ cho giá vốn của doanh nghiệp ở mức thấp, giữ vững biên lợi nhuận gộp, đồng thời giảm các rủi ro liên quan tới thanh toán ngoại tệ khi tỷ giá biến động.

**Thực hiện kế hoạch nội địa hóa nguyên liệu và cắt giảm chi phí.** VCS sẽ nhận chuyển nhượng vốn góp tại công ty TNHH MTV Đầu tư và Chế biến Khoáng sản Phenikaa Huế từ công ty mẹ Phenikaa. Theo đó, công ty sẽ trở thành đầu mối cung cấp nguyên vật liệu Cristobale cho toàn tập đoàn, chủ động được đầu vào cho sản xuất đá thạch anh. VCS cho biết, dự án cần 20 tháng để đi vào hoạt động (dự kiến năm 2019), và sẽ giúp tiết kiệm được 60 tỷ đồng chi phí nguyên liệu (công ty con này sẽ có lợi nhuận 60 tỷ đồng/năm nếu tiêu thụ nội bộ).

Đồng thời, công ty cũng lên kế hoạch để cắt giảm chi phí sản xuất, đảm bảo giá vốn duy trì ở mức thấp. Kết quả thực hiện bước đầu khá khả quan, thể hiện ngay trong quý 1 khi giá nguyên liệu tăng trung bình khoảng 20%, nhưng biên lợi nhuận của doanh nghiệp vẫn giữ vững so với cùng kỳ.

**Tiếp tục đặt kế hoạch tăng trưởng cao so với cùng kỳ.** Doanh nghiệp tiếp tục có cái nhìn lạc quan đối với triển vọng tại thị trường Mỹ. Đồng thời, kỳ vọng sản lượng đá ốp lát

Phenikaa bán cho VCS sẽ tiếp tục tăng trong năm tới được cho là động lực tăng trưởng doanh thu của VCS. Theo đó, doanh nghiệp tiếp tục đưa ra kế hoạch lạc quan cho năm 2017 với DTT đạt 4.310 tỷ đồng (+32,11% yoy) và LNTT đạt 1.000 tỷ đồng (+22,2% yoy).

### **ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ**

VCS là một trong những doanh nghiệp sản xuất đá ốp lát thạch anh nhân tạo hàng đầu thế giới. Chúng tôi đánh giá, năm 2017 tiếp tục là một năm khởi sắc với tình hình tiêu thụ của doanh nghiệp dựa trên (1) thị trường Mỹ được kỳ vọng duy trì tăng trưởng, đồng thời đối thủ cạnh tranh là Ceasar Stone đang tái cơ cấu lại ban lãnh đạo khiến tăng trưởng chậm lại, (2) việc Phenikaa mở rộng sản xuất sẽ giúp VCS tăng cường doanh thu thông qua đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu hộ cho công ty mẹ. Ở chiều ngược lại, chi phí sản xuất có khả năng tăng trong năm nay bởi giá nguyên liệu đầu vào hồi phục.

Dự phóng cho năm 2017, chúng tôi đánh giá cao khả năng hoàn thành kế hoạch của doanh nghiệp, với ước tính DTT đạt 4.298 tỷ đồng (+33,8% yoy, 99,7%KH) và LNTT đạt 998 tỷ đồng (+23,3% yoy, 99% KH), EPS forward ước đạt 13.052 đồng/cp (đã điều chỉnh 3% quỹ phúc lợi). Như vậy VCS đang được giao dịch với mức PE forward đạt 11,8 lần. Đây là mức khá thấp với một doanh nghiệp có mức tăng trưởng khoảng 20%. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với VCS.

## 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

**Lý Hoàng Anh Thi**

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

**Lê Đức Quang**

Chuyên viên Phân tích

ldquang@vcbs.com.vn