

## VCS – NĂM GIỮ

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU (ngày 21/04/2016)

Sàn giao dịch	HNX
Thị giá (đồng)	91.200
KLGD TB 10 ngày	66.176
Vốn hoá (tỷ đồng)	3.866,8
Số lượng CPLH	42.399.451
% sở hữu nước ngoài	1,09%

### CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Lê Đức Quang  
[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)  
+84-4 3936 6425 ext 116

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

## VCS: Duy trì tốc độ tăng trưởng nhờ dự trữ tồn kho

**VCS công bố kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng ấn tượng.** DTT hợp nhất 2015 đạt 2.616 tỷ đồng (+26,8% yoy, 97,8% KH) và LNST đạt 404,6 tỷ đồng (+90,7% yoy, 155% KH). Trong đó, LNST tăng mạnh so với DTT chủ yếu nhờ vào tiết kiệm chi phí hoạt động sau khi đã sát nhập với Phenikaa.

**Triển vọng:** Mặt hàng đá ốp lát gốc thạch anh đang trong chu kỳ tăng trưởng tại thị trường Mỹ. Chi phí hoạt động và sản xuất được dự báo tiếp tục tiết giảm trong năm nay, cải thiện biên lợi nhuận gộp. Lượng hàng tồn kho chất lượng cao đảm bảo tốc độ tăng trưởng lợi nhuận, bù đắp cho hạn chế về công suất.

**Rủi ro:** Áp lực từ tỷ giá tiếp tục tác động tiêu cực lên lợi nhuận của VCS khi đồng USD được dự báo tiếp tục mạnh lên trong năm nay. Các thị trường tại Úc và Châu Âu đang trong giai đoạn khó khăn.

**Đánh giá:** Chúng tôi cho rằng, VCS vẫn còn dư địa tăng trưởng trong ít nhất 2-3 năm tới bởi lượng tồn kho thành phẩm được ước tính ở mức 6 tháng tiêu thụ trong năm 2015 (khoảng 653.000 m<sup>2</sup>) đủ để đảm bảo mức tăng trưởng lợi nhuận khoảng 20%-23% cho tới hết 2018 khi hợp đồng độc quyền với Breton của Phenikaa chấm dứt và VCS có thể tiếp tục mở rộng công suất. Dự phóng DTT đạt 3.602,2 tỷ đồng (+37,7%yoy, 110,1% KH), LNTT được dự báo ở mức 606,4 tỷ đồng (+27 %yoy, 101,8% KH), tương ứng với EPS forward 9.245 đồng/cp và P/E ở mức 10,3 lần. Giá trị hợp lý của VCS định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE đạt 111.562 đồng/cổ phiếu, cùng mức cổ tức 40% tiền mặt. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với VCS.

Chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015
DTT (tỷ đồng)	964,6	1310,7	2063,5	2616,2
+/- yoy (%)		35,8%	57,4%	26,8%
LNST (tỷ đồng)	56,1	68,3	212,2	404,9
+/- yoy (%)		21,7%	210,7%	90,8%
VCSH (tỷ đồng)	999,9	1062,1	785,6	998,6
Nợ/TTS (%)	61,9%	61,6%	70,3%	64,1%
TS LN gộp (%)	33,8%	30,2%	34,4%	29,0%
ROA – TTM (%)	2,1%	2,5%	8,0%	14,5%
ROE – TTM (%)	5,6%	6,4%	27,0%	40,5%
Tỷ suất cổ tức	20%	0%	25%	40%
EPS - TTM (đồng)	1.030	1.351	4.227	9.551
BVPS (đồng)	18.866	20.040	14.882	18.842

## PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

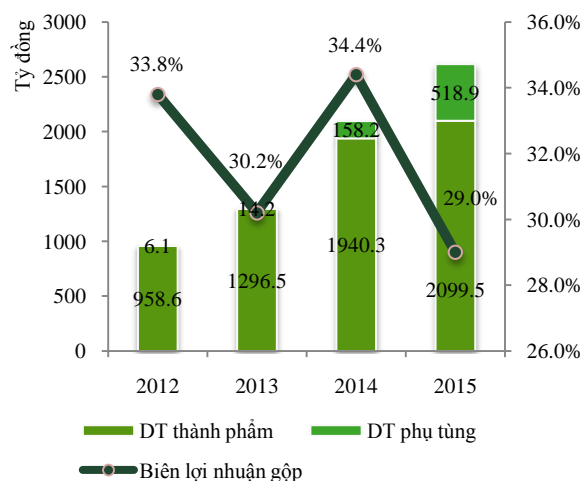
### KQKD 2015:

*DTT hợp nhất 2015 đạt 2.616 tỷ đồng (+26,8% yoy, 97,8% KH) và LNST đạt 404,6 tỷ đồng (+90,7% yoy, 155% KH)*

**VCS công bố kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng ấn tượng.** DTT hợp nhất 2015 đạt 2.616 tỷ đồng (+26,8% yoy, 97,8% KH) và LNST đạt 404,6 tỷ đồng (+90,7% yoy, 155% KH) tăng mạnh so với tốc độ mở rộng doanh thu thuần. Sản lượng tiêu thụ ước đạt 1,3 triệu m2 đá (+30,6% yoy), đồng thời biên lợi nhuận gộp của mảng sản xuất kinh doanh đá ốp lát được mở rộng nhờ sự sụt giảm của giá nguyên liệu Polyester Resin. Biên lợi nhuận gộp tổng hợp suy yếu do thay đổi cách ghi nhận trên báo cáo hợp nhất khi StyleStone không còn là công ty con của VCS.

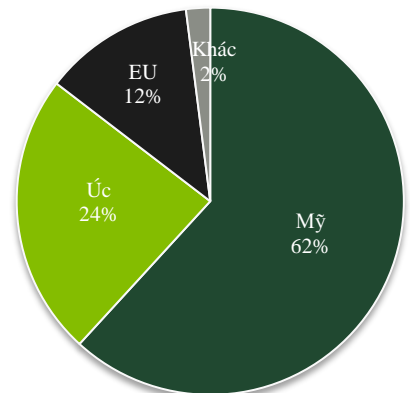
**Hoạt động xuất khẩu đá ốp lát ghi nhận mức tăng trưởng 12,06%, nhưng tỉ trọng trong DTT giảm.** Sự sụt giảm tỉ trọng doanh thu của mảng xuất khẩu đá ốp lát từ 92,5% (2014) về 80,2% (2015) là do công ty không còn loại trừ các giao dịch với Style Stone ra khỏi báo cáo hợp nhất (bởi Style Stone không còn là công ty con của VCS), khiến doanh thu từ hoạt động kinh doanh vật liệu, phụ tùng tăng 188% yoy (chiếm 19,8% cơ cấu DT, tăng mạnh so với năm 2014 chỉ đạt 7,5%).

**Cơ cấu doanh thu và Biên LNG**



Nguồn: BCTC VCS, VCBS tổng hợp

**Cơ cấu doanh thu xuất khẩu 2015**



Nguồn: BCTN VCS

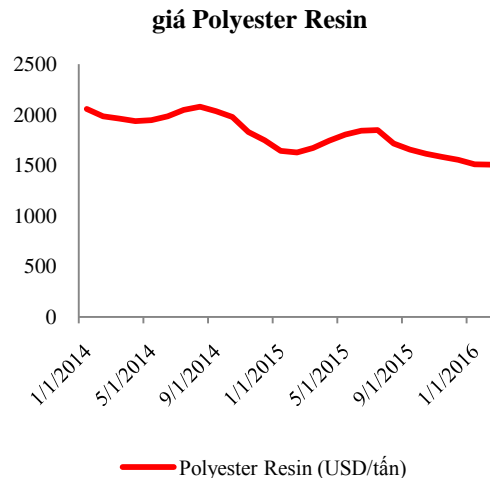
**Thị trường Mỹ tiếp tục duy trì vị thế thị trường chiến lược hàng đầu của VCS** với kim ngạch xuất khẩu đạt 51,1 triệu USD (+50% yoy). Sự phát triển của hệ thống đại lý phân phối tại đây cùng sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ trong năm 2015 là động lực tăng trưởng cho doanh thu tại khu vực này. Trong khi đó, tăng trưởng tại thị trường Úc đã chững lại như dự báo trước đây do thị trường đá nhân tạo gốc thạch anh đã đạt bão hòa. Thị trường châu Âu gặp khó khăn do các vấn đề về nợ công và tình trạng giảm phát kéo dài.

Chúng tôi cho rằng **sự sụt giảm mạnh của biên lợi nhuận gộp chưa đáng lo ngại** bởi năm 2014, khi chuyển nhượng Style Stone, phần lợi nhuận chưa thực hiện của Style Stone trị giá 180 tỷ đồng coi như đã được thực hiện toàn bộ và ghi nhận vào lợi nhuận gộp hợp nhất của VCS quý 3/2014, tạo ra biên lợi nhuận gộp cao đột biến 34,4%. Nếu loại bỏ yếu tố bất thường từ việc chuyển nhượng ra, biên lợi nhuận gộp của VCS chỉ giảm nhẹ từ mức 30% về 29%.

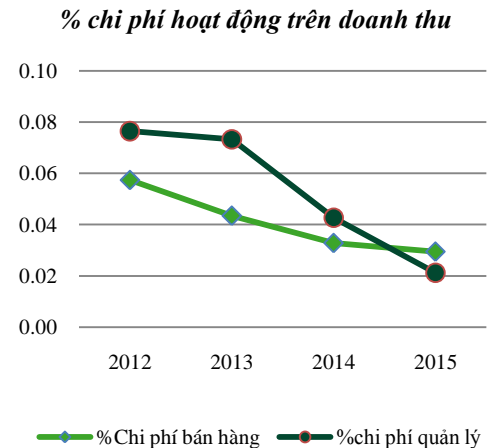
Lợi nhuận gộp của VCS được đóng góp chủ yếu từ hoạt động xuất khẩu đá ốp lát nhân tạo gốc thạch anh (97,1% tổng LNG). **Loại bỏ 180 tỷ lợi nhuận chưa thực hiện của Style Stone trong năm 2014,**

**biên lợi nhuận gộp của hoạt động kinh doanh đá ốp lát được mở rộng từ 29,3% (2014) lên 33,8% (2015).** Kết quả này đến từ giá nguyên liệu kết dính Polyester Resin (chiếm 40% GVHB) giảm đáng kể (-19% yoy) trong năm 2015.

**Tiết kiệm chi phí hoạt động sau khi trở thành công ty con của Phenikaa.** Việc trở thành công ty con cho Phenikaa giúp cho chi phí quản trị giảm đáng kể (-36,9% yoy), tốc độ tăng trưởng của chi phí bán hàng (+14,7% yoy) chậm hơn nhiều so với doanh thu thuần (+26,8% yoy) bởi chính sách bán hàng và nhập nguyên liệu đã được thống nhất trên toàn tập đoàn.



Nguồn: Bloomberg

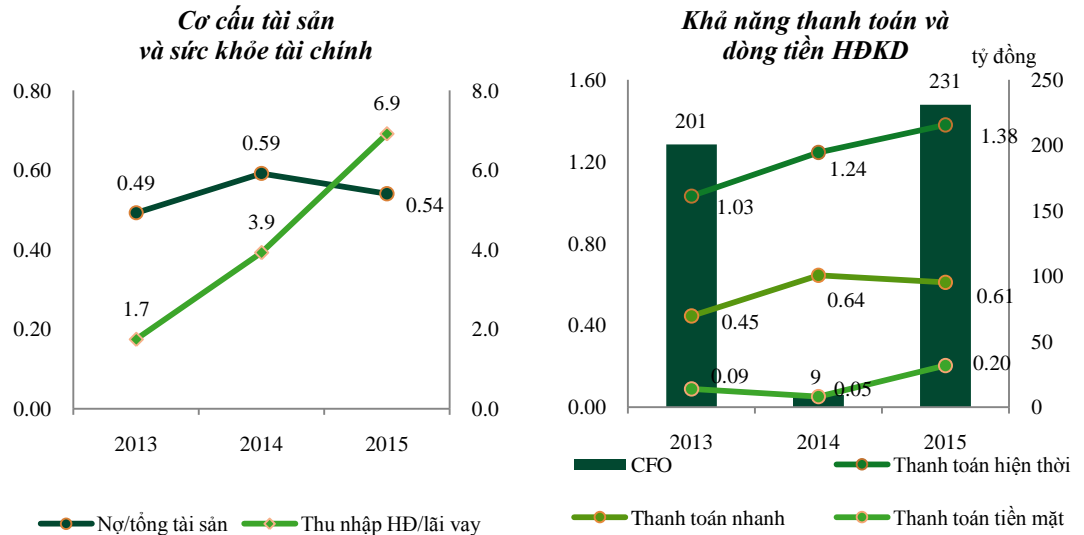


Nguồn: BCTC VCS, VCBS tổng hợp

## SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

**Cơ cấu tài sản của VCS chuyển hướng tích cực hơn** với tỉ lệ dư nợ vay/tổng tài sản giảm nhẹ từ 59% (2014) về 54% (2015) sau khi công ty đã thanh toán 72,1 tỷ đồng cho khoản vay dài hạn tại Vietinbank Chi nhánh Hà Nội. Đây là khoản vay dài hạn trả cả gốc lẫn lãi hàng quý đáo hạn cho tới tháng 6/2019 với tổng dư nợ còn 280,7 tỷ đồng (kết thúc năm 2015). Hiện tại Phenikaa đã ký kết hợp đồng độc quyền mua thiết bị và chuyển giao công nghệ với hãng Breton trong 6 năm (dự kiến kết thúc vào cuối năm 2018) bởi vậy chúng tôi cho rằng VCS chưa có kế hoạch tăng cường vay dài hạn để đầu tư trong 2-3 năm tới. Theo đó, cơ cấu nợ trên tổng tài sản được dự báo sẽ tiếp tục giảm nhanh chóng khi dư nợ dài hạn được thanh toán dần. Tuy nhiên, phần lớn các khoản nợ của VCS đều bằng đồng USD, do đó, chi phí tài chính của công ty sẽ tiếp tục chịu áp lực từ lỗ chênh lệch tỷ giá trong năm tới khi đồng USD được dự báo sẽ tăng so với VND trong năm nay.

**Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) của VCS tăng trưởng mạnh** từ 9,14 tỷ đồng (2014) lên tới 230,94 tỷ đồng (2015) bất chấp việc không còn dòng tiền bất thường 220 tỷ đồng đến từ thanh lý tài sản cố định. Sự thay đổi chủ yếu bởi VCS đã đẩy mạnh tiêu thụ lượng hàng tồn kho vốn đã tích lũy rất lớn trong những năm trước, số ngày tồn kho giảm mạnh qua các năm từ 288 ngày (năm 2013) về 220 ngày (năm 2015). Bên cạnh đó, lượng trích lập/giá trị hàng tồn kho thành phẩm đã giảm khá nhanh từ 12,2% (2014) về 6,8% (2015), chủ yếu nhờ vào khoản hoàn nhập trị giá 11 tỷ đồng và công ty không phải trích lập thêm bất chấp lượng thành phẩm trong kho tăng 34,8%. Qua đó có thể thấy (1) giá bán sản phẩm Quartz đang tăng trở lại, (2) sản phẩm tồn kho có chất lượng cao, chưa bị lỗi mốt và có thể đưa vào tiêu thụ ngay với biên lợi nhuận không quá chênh lệch so với sản phẩm mới hoàn thiện.



Nguồn: BCTC VCS, VCBS tổng hợp

**Khả năng thanh toán tiếp tục được cải thiện.** Hệ số thanh toán hiện hành tiếp tục tăng lên 1,38 lần (so với con số 1,34 trong năm ngoái). Kết quả tích cực này đến từ tài sản ngắn hạn tăng (trong đó chủ yếu là tiền mặt và tồn kho thành phẩm) trong khi dư nợ vay ngắn hạn giảm nhẹ. Hệ số EBIT/lãi vay tăng mạnh từ 3,9 (2014) lên 6,9 (2015) cho thấy VCS hoàn toàn không chịu áp lực từ lãi vay.

## MỘT SỐ THÔNG TIN KHÁC

### Thưởng cổ phiếu quỹ cho cổ đông hiện hữu

ĐHCD của Vicostone đã thông qua phương án chia cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu từ nguồn cổ phiếu quỹ (10,6 triệu cổ phiếu). Tỷ lệ phát hành là 24,99:100 (tại ngày chốt danh sách cổ đông, cổ đông sở hữu 100 cổ phiếu sẽ được thưởng 24,99 cổ phiếu). Cổ phiếu thưởng có mệnh giá 10 và không bị hạn chế chuyển nhượng. Theo đó, giá cổ phiếu sẽ được điều chỉnh lại khi số cổ phiếu lưu hành trở về mức 53 triệu cổ phiếu (tương đương với mức pha loãng 25%). Việc phát hành cổ phiếu thưởng từ nguồn cổ phiếu quỹ không làm thay đổi vốn chủ sở hữu, mà chỉ thay đổi số lượng cổ phiếu lưu hành trên thị trường, do đó, chúng tôi loại trừ rủi ro pha loãng đối với quyết định này của VCS.

### Phát hành cổ phiếu cho người lao động (ESOP)

Cũng trong đại hội cổ đông, phương án phát hành ESOP đã được thông qua. Số lượng cổ phiếu phát hành dự kiến là 2,1 triệu cổ phiếu, giá phát hành dự kiến là 10.000 đồng/cổ phiếu. Sau khi phát hành, cổ phiếu VCS sẽ bị pha loãng 3,9%.

## TRIỂN VỌNG

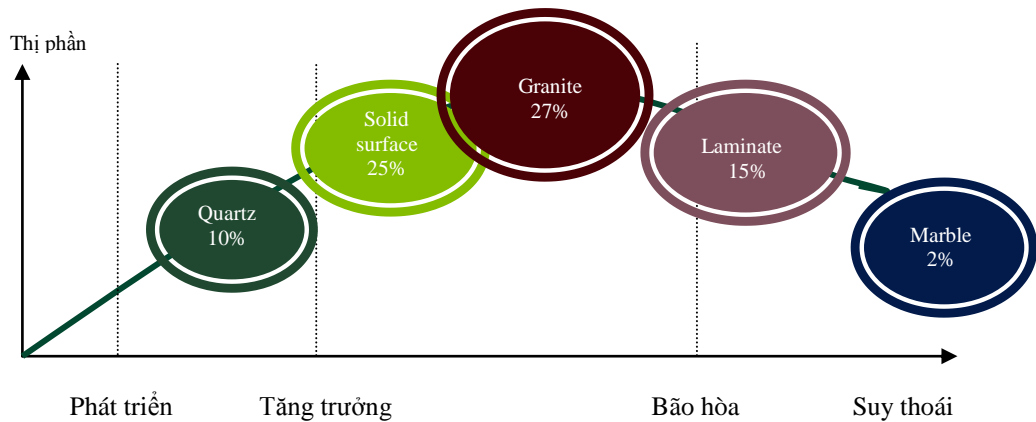
### Triển vọng ngành đá ốp lát

Mặc dù tỷ lệ sử dụng tại Mỹ còn thấp, tuy nhiên nhờ đặc tính vượt trội và tính thẩm mỹ cao, mặt hàng đá ốp lát của VCS đang được ngày một ưa chuộng

**Đá nhân tạo gốc thạch anh (Quartz) có tỉ lệ sử dụng tại thị trường Mỹ chưa cao so với các khu vực khác trên thế giới.** Hiện tại Quartz vẫn đang nằm trong pha tăng trưởng của vòng đời sản phẩm, trong khi các sản phẩm khác như Solid surface, Granite, Laminate hay Marble đã đi vào pha bão hòa hoặc suy giảm. Hiện tại Quartz đang phổ biến và có tỉ lệ sử dụng cao tại Isarel (86%), EU (50%), Úc (39%). Tuy nhiên, tại thị trường Bắc Mỹ (Mỹ và Canada – thị trường xuất khẩu chính của Vicostone), tỉ lệ vẫn còn khá thấp (10%).

Tốc độ tăng trưởng của thị trường đá ốp lát thạch anh được dự báo ở mức 8,3%/năm

**Vòng đời các sản phẩm đá ốp lát tại thị trường Bắc Mỹ**



Nguồn: Freedonia

Mặc dù tỉ trọng sử dụng còn thấp tại thị trường Mỹ, sản phẩm đá ốp lát nhân tạo gốc thạch anh đang ngày một ưa chuộng nhờ vào những ưu điểm:

- (1) Cấu tạo 93% từ bột thạch anh mang lại **độ bền cao và khả năng chống thấm, chống xước cao hơn sản phẩm granite và marble, đồng thời tính chất hóa học trơ với các tác nhân hóa học** giúp đảm bảo an toàn sức khỏe người sử dụng, thích hợp cho việc sử dụng ốp mặt bàn bếp,
- (2) **Không cần phải phủ bóng lại hay bảo dưỡng định kỳ** giống đa phần các loại đá tự nhiên, sản phẩm được làm sạch dễ dàng trong quá trình sử dụng,
- (3) **Giá thành hợp lý, biến động không nhiều giữa các mẫu mã và kiểu dáng**. So với các mặt hàng granite tự nhiên, giá biến động khá lớn (100 EUR – 5000 EUR/m<sup>2</sup>) phụ thuộc vào màu sắc và chất lượng mỏ đá khai thác, các sản phẩm đá nhân tạo gốc thạch anh có sự đồng bộ về chất lượng, giá bán thay đổi không nhiều giữa các sản phẩm có màu sắc và kiểu dáng khác nhau (50EUR – 200EUR/m<sup>2</sup>).

**Thị trường chủ lực tại Mỹ còn nhiều dư địa tăng trưởng.** Mặt hàng Quartz tại Mỹ vẫn còn trong pha phát triển của vòng đời sản phẩm với tốc độ tăng trưởng được dự báo đạt 8,3%/năm. Các nhà thầu thiết kế và xây dựng của Mỹ vẫn tiếp tục ưa chuộng sử dụng vật liệu này trong các dự án xây dựng và cải tạo nhà bếp. Theo khảo sát của hiệp hội Xây dựng Nội thất và Nhà bếp Mỹ (NKBA), 81% số nhà thiết kế đã lựa chọn sử dụng Quartz trong năm 2015 và 67% dự kiến sẽ tiếp tục sử dụng cho các dự án mới trong năm 2016.

### Triển vọng doanh nghiệp 2016

*Chi phí sản xuất và hoạt động kinh doanh được dự báo giảm*

*Lượng hàng tồn kho chất lượng cao đẩy lùi hạn chế về công suất.*

*Áp lực từ tỷ giá tuy vẫn lớn nhưng sẽ không đột biến như năm 2015*

Năm 2016, VCS sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu xuất khẩu cho công ty mẹ Phenikka, tuy nhiên **lượng chiết khấu giá bán từ công ty mẹ khá thấp, chỉ đạt trung bình 7%**. Trong quý 1/2016, khi dây chuyền 1 của Phenikka (công suất 500.000m<sup>2</sup>/năm) đi vào hoạt động, VCS sẽ trở thành đầu mối xuất khẩu và ghi nhận doanh thu xuất khẩu hàng hóa đối với lượng hàng mua lại từ công ty mẹ. Theo đó, tốc độ tăng trưởng doanh thu năm tới được kỳ vọng sẽ tăng mạnh trong năm 2016. Tuy nhiên biên lợi nhuận gộp có thể sẽ thu hẹp đáng kể do mức chiết khấu giá bán từ Phenikka cho VCS khá thấp, chỉ ở mức 5-10% (trung bình ở mức 7% cho toàn bộ danh mục sản phẩm). Theo đó, hoạt động mảng xuất khẩu cho công ty mẹ sẽ không đem lại lợi nhuận đáng kể cho VCS.

**Dây chuyền 1** (cũ và hết khấu hao) **đã hoàn thành cải tạo trong quý 1/2016**, chuyển sang sản xuất mặt hàng có giá trị cao hơn tạo ra thay đổi lớn trong giá trị danh mục sản phẩm. Hai dây chuyền sản xuất đá của VCS đã chạy hết công suất, do đó, việc cải tạo có thể mở rộng dư địa tăng trưởng cho công



ty thông qua các sản phẩm mới cao cấp hơn.

**Giá nguyên liệu đầu vào Polyester Resin vẫn nằm trong kênh giảm giá dài hạn.** Cập nhật tới hết tháng 2/2016, bất chấp sự hồi phục của phần lớn thị trường hàng hóa thế giới, giá Polyester Resin tiếp tục giảm về 1.505 USD/tấn. VCS sẽ tiếp tục được hưởng lợi ít nhất trong nửa đầu năm 2016 khi đã tăng cường tích trữ nguyên vật liệu trong kho kể từ cuối năm 2015.

**Chi phí sản xuất và kinh doanh được dự báo giảm nhờ:**

- (1) Dây chuyền 1 của VCS đã hết khấu hao hoàn toàn.
- (2) Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp được tiết giảm sau khi sát nhập với Phenikaa, theo đó, phương thức quản trị và kinh doanh được thống nhất trên toàn tập đoàn, các hoạt động quản lý được tập trung về một đầu mối giúp tiết kiệm thêm chi phí.
- (3) Hệ thống phân phối trực tiếp mặt hàng Quartz tại Mỹ được công ty mẹ hỗ trợ mở rộng. Theo ước tính từ VCS, chi phí mỗi điểm bán hàng sẽ tốn từ 4-5 triệu USD. Điều này khá có lợi cho VCS trong dài hạn khi có thể mở rộng thị phần trong khi các chi phí vận hành được tính vào công ty mẹ Phenikaa.

**Áp lực từ tỷ giá tuy vẫn lớn nhưng mức độ sẽ giảm so với năm 2015.** Chúng tôi dự báo lỗ do chênh lệch tỷ giá sẽ giảm đáng kể trong năm nay khi VCS đã hoàn trả 37% lượng dư nợ ngoại tệ (khoảng 20 triệu USD) trong năm 2015. Đồng USD được kỳ vọng có thể tiếp tục mạnh lên nhưng sẽ không tăng bất phá như cùng kỳ 2015 bởi (1) sự phục hồi từ nền kinh tế Mỹ chưa đảm bảo được tính bền vững, FED sẽ tiếp tục phải thận trọng và chậm rãi trong kế hoạch tăng lãi suất, (2) hàng loạt các biện pháp và chính sách điều hành tỷ giá được NHNN đưa ra bắt đầu phát huy tác dụng.

**Hoạt động giải phóng hàng tồn kho được kỳ vọng sẽ diễn ra mạnh mẽ, trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong năm nay** bởi (1) công suất sản xuất đã tiệm cận mức tối đa (năm 2015 sản lượng ước đạt 900.000 m<sup>2</sup> đá trên tổng số 1 triệu m<sup>2</sup> công suất thiết kế), (2) sản lượng xuất khẩu cho Phenikaa có biên LNG chỉ đạt 7% không đóng góp được nhiều cho lợi nhuận công ty, (3) lượng thành phẩm và hàng hóa tồn kho vẫn còn khá lớn, tương đương 50% sản lượng tiêu thụ cả năm 2015 (653.000 m<sup>2</sup> đá). Như đã phân tích ở trên, lượng hàng tồn kho này có chất lượng và giá bán ở mức tương đối cao, có khả năng tiêu thụ tốt gần tương đương với hàng thành phẩm mới sản xuất. Với những triển vọng đã phân tích, dự phóng kết quả kinh doanh của VCS năm 2016, DTT sẽ tăng trưởng ấn tượng đạt 3.602,2 tỷ đồng (+37,7%yoy, 110,1% KH), LNTT được dự báo ở mức 606,4 tỷ đồng (+27 %yoy, 101,8% KH), tương ứng với EPS forward 9.245 đồng/cp và P/E ở mức 10,3 lần (đã pha loãng).

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### NẮM GIỮ

*Triển vọng ngành tích cực, khả năng đảm bảo tăng trưởng LNST từ lượng hàng tồn kho, mức cổ tức tiền mặt hấp dẫn.*

*Giá mục tiêu đạt 111.562 đồng/cp*

VCS là một trong những công ty chế tác và xuất khẩu đá thuộc top 4 thế giới với mặt hàng chiến lược là đá nhân tạo gốc thạch anh hiện vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển. Sau một thời gian bất đồng trong hội đồng cổ đông và ban lãnh đạo, hiện tại VCS đã quay trở lại đúng quỹ đạo tăng trưởng. Bằng việc thay đổi cơ cấu sở hữu, trở thành công ty con của Phenikaa, VCS có thể nhanh chóng mở rộng thị phần và doanh thu trong khi tiết giảm được đáng kể chi phí hoạt động.

Tuy nhiên, hiện tại 2 dây chuyền đá của VCS đã hoạt động hết công suất, sản lượng tăng thêm đến từ công mẹ Phenikaa bị bó hẹp biên lợi nhuận gộp ở mức 7% -10%, không đóng góp đáng kể được cho lợi nhuận năm tới của công ty. Do đó, bài toán tăng trưởng sẽ phụ thuộc nhiều vào việc giải phóng hàng tồn kho. Bởi vậy, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng được dự báo thấp hơn so với doanh thu.

Chúng tôi cho rằng, VCS vẫn còn dư địa tăng trưởng trong ít nhất 2-3 năm tới bởi lượng tồn kho thành phẩm được ước tính ở mức 6 tháng tiêu thụ trong năm 2015 (khoảng 653.000 m<sup>2</sup>) đủ để đảm bảo mức tăng trưởng lợi nhuận khoảng 20%-23% cho tới hết 2018 khi hợp đồng độc quyền với Breton của

Phenikaa chấm dứt và VCS có thể tiếp tục mở rộng công suất.

Trên các giả định thận trọng, chúng tôi đưa ra kết quả dự phóng DTT đạt 3.602,2 tỷ đồng (+37,7%yoy, 110,1% KH), LNTT được dự báo ở mức 606,4 tỷ đồng (+27 %yoy, 101,8% KH), tương ứng với EPS forward 9.245 đồng/cp và P/E ở mức 10,3 lần (đã pha loãng). Giá trị hợp lý của VCS định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE đạt 111.562 đồng/cổ phiếu. Với triển vọng ngành khá tích cực tại thị trường Mỹ, khả năng đảm bảo tốc độ tăng trưởng lợi nhuận từ hàng tồn kho, và mức cổ tức 40% bằng tiền mặt (4,2% thị giá) khá hấp dẫn, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** 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

**Trần Anh Tuấn, CFA**  
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu  
tatuan@vcbs.com.vn

**Lê Đức Quang**  
Chuyên viên phân tích  
ldquang@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 801/802
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949843
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918815
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-31) 382 1630
<b>Văn phòng đại diện Bình Dương</b>	314 Đại lộ Bình Dương - Phường Phú Hòa - Thành phố Thủ Dầu Một - Bình Dương ĐT: (+84-650) 385 5771