

CÔNG TY CỔ PHẦN VICOSTONE (HNX: VCS)

Bùi Đức Duy

Chuyên viên phân tích

Email: duybd@fpts.com.vn

Điện thoại: (+84.24) – 3773 7070 - Ext: 4307

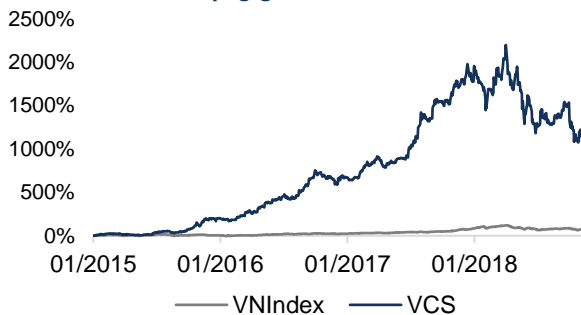
Giá hiện tại:

72.800

Giá mục tiêu:

86.000

Tăng/giảm:

18%
Khuyến nghị
MUA
Biến động giá VCS 2015 - 2018


Thông tin giao dịch	15/11/2018
Giá hiện tại (VNĐ)	72.800
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	263.300
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	71.000
Số lượng CP niêm yết (triệu CP)	160,00
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	159,99
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	388.065
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	2,54
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	11.744
EPS Trailing 12 tháng	6.670
P/E Trailing 12 tháng	11,00

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Vicostone
Địa chỉ	Khu công nghệ cao Hòa Lạc, xã Thạch Hòa, huyện Thạch Thất, TP. Hà Nội, Việt Nam.
Doanh thu chính	Đá nhân tạo Quartz Surface mang thương hiệu Vicostone.
Chi phí chính	Nguyên vật liệu đầu vào (hạt thạch anh, hạt granit, nhựa polyester, mảnh gương vụn và bột màu).
Rủi ro chính	Giá nguyên vật liệu đầu vào Cạnh tranh sản phẩm thay thế Biến động tỷ giá USD/VND

Cơ cấu cổ đông	(%)
Tập đoàn Phương Hoàng Xanh	80,00
Phạm Thị Thanh Hương	4,51
Ninh Quốc Cường	4,18
Hồ Xuân Năng	3,55
Khác	7,76

VICOSTONE[®]
QUARTZ SURFACES

TRIỂN VỌNG TỪ CHIẾN TRANH THƯƠNG MẠI MỸ - TRUNG

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu VCS của Công ty cổ phần Vicostone, niêm yết trên sàn HNX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi xác định giá mục tiêu của một cổ phiếu VCS là **86.000 đồng/cp**, cao hơn **18%** so với giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu với giá mục tiêu. Rủi ro đầu tư đối với doanh nghiệp vẫn là những vấn đề liên quan đến nguồn nguyên vật liệu đầu vào, phát triển thị trường và biến động tỷ giá.

I. TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

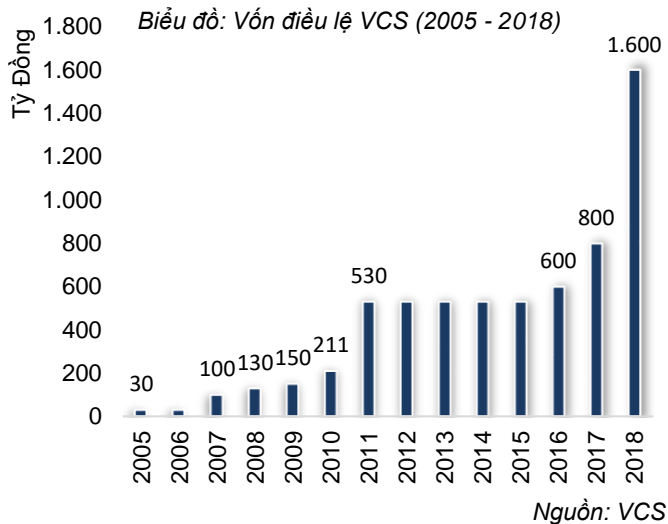
- Nhu cầu đá thạch anh được dự báo tăng trưởng tốt 5,5%/năm khi thị trường xây dựng tại Bắc Mỹ và châu Âu, đặc biệt là xây mới và nâng cấp nhà dân dụng tại Mỹ tiếp tục được dự báo mức tăng trưởng khả quan lần lượt 4% và 9% trong năm 2019.
- Triển vọng gia tăng sản lượng và giá bán của đá VCS tại thị trường trọng điểm Mỹ khi đá nhân tạo Trung Quốc bị áp mức thuế chống trợ cấp từ 34,38% đến 178,45% và thuế nhập khẩu 25% từ chiến tranh thương mại Mỹ Trung từ cuối tháng 9/2018.

II. RỦI RO ĐẦU TƯ

- Rủi ro biến động giá nguyên liệu, cụ thể là giá polyester resin do phụ thuộc vào biến động giá dầu thế giới.
- Rủi ro cạnh tranh từ sản phẩm thay thế: đá tự nhiên, porcelain countertops và vật liệu ép (Laminate) (đứng đầu về tỉ trọng trong tổng nhu cầu countertops tại Mỹ).
- Rủi ro quản trị từ việc chi phối của tập đoàn Phương Hoàng Xanh A&A (Phenikaa nắm giữ 80% VCS).

I. TỔNG QUAN CÔNG TY CỔ PHẦN VICOSTONE

1. THÔNG TIN CHUNG DOANH NGHIỆP



Lịch sử hình thành & phát triển

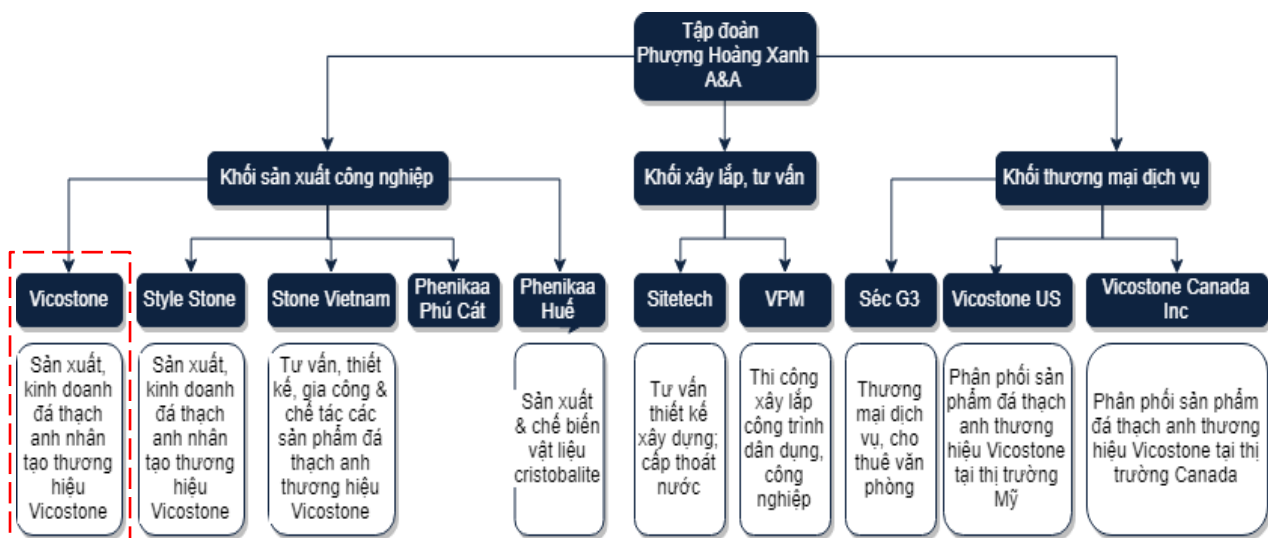
Công ty cổ phần (CTCP) Vicostone được thành lập ngày 19/12/2002 với tên Nhà máy Đá ốp lát cao cấp Vinaconex. Năm 2005, công ty cổ phần hóa với vốn điều lệ 30 tỷ đồng. Ngày 17/12/2007, công ty cổ phần Vicostone được niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) với mã VCS. Tháng 08/2014, VCS thực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

Từ 2005 - 2018H1, vốn điều lệ của VCS tăng 53 lần, do phát hành cho cổ đông hiện hữu (2016, 2017 & 2018), phát hành cổ phiếu thưởng (2011 & 2016) và phát hành riêng lẻ (2008 & 2009).

Ngành nghề, lĩnh vực kinh doanh chính

Hoạt động chính của VCS là sản xuất, kinh doanh đá ốp lát nhân tạo gốc thạch anh. Với 2 dây chuyền sản xuất đá Bretonstone sử dụng chất kết dính từ nhựa polyester (Polyester resin) và nhựa sinh học (Bio resin – VCS tự phát triển), VCS cung cấp ra thị trường mỗi năm khoảng 1,3 triệu m². Hai nhóm sản phẩm chính gồm: đá tấm và đá mài cắt.

2. CƠ CẤU CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN PHỤNG HOÀNG XANH A&A (PHENIKAA)



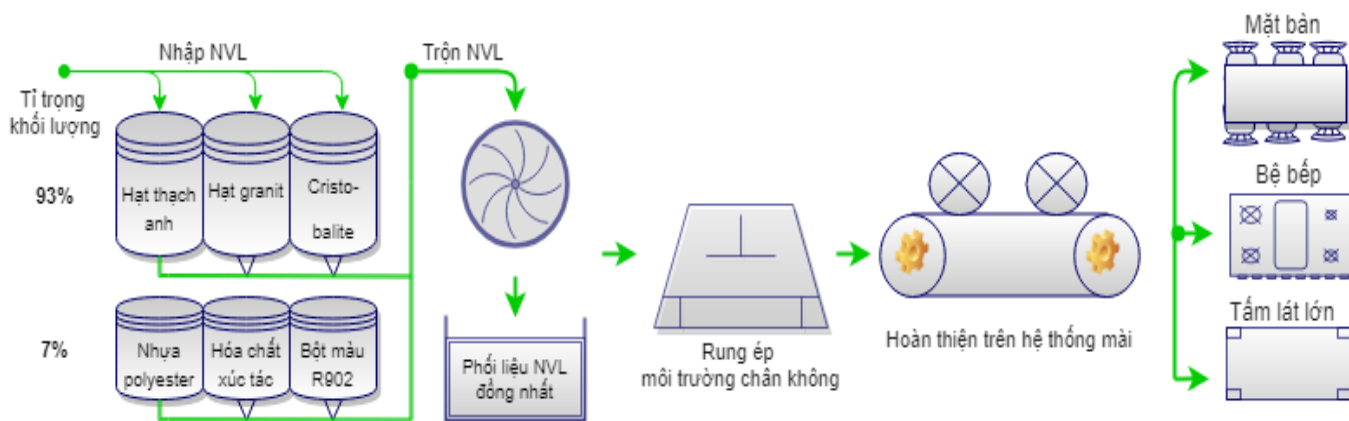
Nguồn: Phenikaa, FPTS Tổng hợp.

CTCP tập đoàn Phụng Hoàng Xanh A&A thành lập vào năm 2010, hoạt động theo mô hình tập đoàn với 2 lĩnh vực hoạt động chính: (1) sản xuất và phân phối đá nhân tạo & nguyên liệu phụ trợ, (2) tư vấn thiết kế và xây lắp.

Hiện nay, trong mảng đá nhân tạo, Phenikaa có tổng cộng 5 dây chuyền với tổng công suất ước tính 2,8 triệu m²/năm. Để hỗ trợ hoạt động sản xuất đá nhân tạo, CTCP Chế tác đá Việt Nam (Upcom: STV) đóng vai trò chế tác đá (fabricator), phục vụ chủ yếu cho thị trường trong nước và Phenikaa Huế sản xuất cristobalite, nguyên liệu và là nguồn cung cấp silic quan trọng trong sản xuất đá nhân tạo.

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA VICOSTONE

1. CHUỖI GIÁ TRỊ SẢN XUẤT



Nguồn: VCS, FPTS Tổng hợp.

Sản phẩm đá nhân tạo của VCS được sản xuất trên dây chuyền theo công nghệ rung ép vật liệu trong môi trường chân không, được chuyển giao độc quyền tại Việt Nam bởi Breton. Hợp đồng này hiện đã hết hạn vào cuối 2017, theo đó VCS sẽ không còn là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam sử dụng công nghệ này. Vì vậy, trong dài hạn tồn tại rủi ro các doanh nghiệp trong nước đầu tư công nghệ và cạnh tranh trực tiếp với VCS trong mảng sản xuất đá nhân tạo gốc thạch anh.

2. YẾU TỐ ĐẦU VÀO – Chủ yếu nhập khẩu & Định hướng tăng nội địa hóa nguồn vật liệu

Vật liệu quan trọng nhất trong sản xuất đá nhân tạo (Quartz surface) là **(1) hạt thạch anh** (Quartz granule) và **(2) chất kết dính: nhựa polyester** hoặc **nhựa sinh học**. Đây là hai vật liệu chính cấu thành khối lượng thành phẩm đá nhân tạo với hạt thạch anh (93%) và nhựa (khoảng 7%). Đồng thời, với tổng tỷ trọng trong chi phí nguyên vật liệu đầu vào khoảng 60% - 70%; thay đổi về giá và nguồn cung của hạt thạch anh và nhựa polyester sẽ có tác động đáng kể đến hoạt động của VCS. Ngoài hai nguyên liệu trên còn có hóa chất phụ gia (Sylan, Catalyst), bột màu và cristobalite.

Nguyên vật liệu	Tỷ trọng khối lượng	Tỷ trọng chi phí NVL
Đá thạch anh & cát silic	93%	30%
Nhựa Polyester & hóa chất	6,90%	30% - 40%
Bột màu R902	0,10%	1%

Nguồn: BCB, BCTN VCS

Hầu hết các nguyên liệu đầu vào của VCS đến từ nguồn nhập khẩu và trong các năm gần đây, doanh nghiệp đang tích cực tăng tỷ lệ nội địa hóa đầu vào, giúp giảm rủi ro nguồn cung và thời gian vận chuyển. VCS đã nhập hạt thạch anh từ một số doanh nghiệp trong nước, tuy nhiên tỷ trọng là chưa cao. Đối với đầu vào Cristobalite, Phenikaa Huế đã bắt đầu chạy thử dây chuyền công suất 72.000 tấn/năm trong tháng 10/2018 sau khi đã hoàn thành đầu tư 500 tỷ đồng cho dây chuyền chuyển cát thành silic dioxit SiO₂. **Dự kiến VCS sẽ tiếp nhận sở hữu Phenikaa Huế từ công ty mẹ trong khoảng quý 1/2019.**

2.1. Hạt thạch anh (Quartz granule)

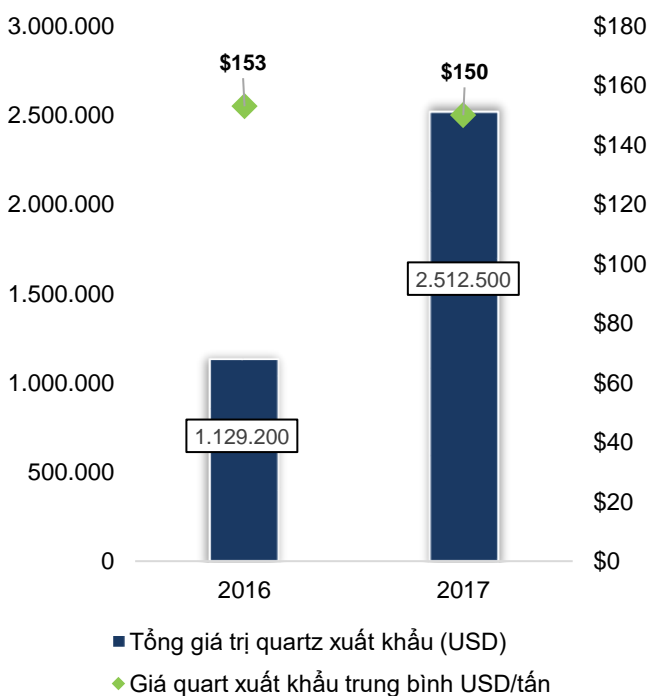
Hạt thạch anh là nguyên liệu thô trọng yếu trong đầu vào của VCS. Nguyên liệu thô sau khi nhập được xử lý thành hạt mịn không tạp chất trước khi đưa vào dây chuyền sản xuất. VCS mua đá thạch anh từ các nhà cung cấp ở Thổ Nhĩ Kỳ, Ấn Độ, Bỉ, Tây Ban Nha và trong nước với tỉ lệ nội địa ước tính khoảng 44%. Nguồn nhập khẩu đều là các nước xuất khẩu mạnh với trữ lượng đá quartz dồi dào cùng sản lượng khai thác lớn qua các năm. **FPTS nhận định, nguồn cung hạt thạch anh phục vụ đầu vào cho VCS là ổn định và ít có biến động.**

Bảng: Top 10 nước có giá trị quartz xuất khẩu (Triệu USD) lớn nhất thế giới 2016

Quốc gia	Giá trị XK (Triệu USD)	% tổng giá trị XK thế giới	Quốc gia	Giá trị XK (Triệu USD)	% tổng giá trị XK thế giới
Thổ Nhĩ Kỳ	68,2	16,1%	Tây Ban Nha	30,8	7,3%
Ấn Độ	49,7	11,7%	Mỹ	21,9	5,2%
Trung Quốc	45,0	10,6%	Ý	16,2	3,8%
Kazakhstan	40,7	9,60%	Canada	13,3	3,1%
Braxin	36,9	8,70%	Đức	11,7	2,8%

Nguồn: Trade map, International Trade Centre

Biểu đồ: Giá quartz Thổ Nhĩ Kỳ xuất khẩu sang Việt Nam trong hai năm 2016 và 2017



Theo IMMIB, giá đá quartz Thổ Nhĩ Kỳ sang Việt Nam ở mức 150 - 155 USD/tấn trong 2016 – 2017. Theo số liệu của thống kê hải quan của Ấn Độ, giá đá quartz xuất khẩu sang Việt Nam trung bình khoảng 137 USD/tấn, thấp hơn 8% so với giá xuất tại Thổ Nhĩ Kỳ. Như vậy, nếu tính thêm thuế nhập khẩu vào Việt Nam, cụ thể Thổ Nhĩ Kỳ (5%) và Ấn Độ (1%) kèm với chi phí vận chuyển đường thủy bằng container; giá mua vào quartz của VCS ước tính ở mức 170 ~ 190 USD/tấn.

Năm 2017, dây chuyền VCS rung ép 801.413 m² ⁽¹⁾ với mỗi m² thành phẩm nặng trung bình 60,5 kg. Để sản xuất VCS sẽ cần khoảng 45.092 tấn đá quartz trong đó khoảng 60% từ nhập khẩu và 40% là từ nhà cung cấp nội địa.

Với tỉ trọng 30% trong giá thành sản phẩm; ước tính thay đổi 10% trong giá nhập đá quartz sẽ có tác động cùng chiều 3% lên giá vốn hàng bán của VCS. Tuy nhiên, giá hạt thạch anh tương đối ổn định khi biến động tăng chỉ 2,8% trong giai đoạn 2007 – 2017, do đó chúng tôi đánh giá rủi ro biến động giá hạt thạch anh với VCS là tương đối thấp.

Nguồn: Hiệp hội xuất khẩu khoáng sản Thổ Nhĩ Kỳ (IMMIB)

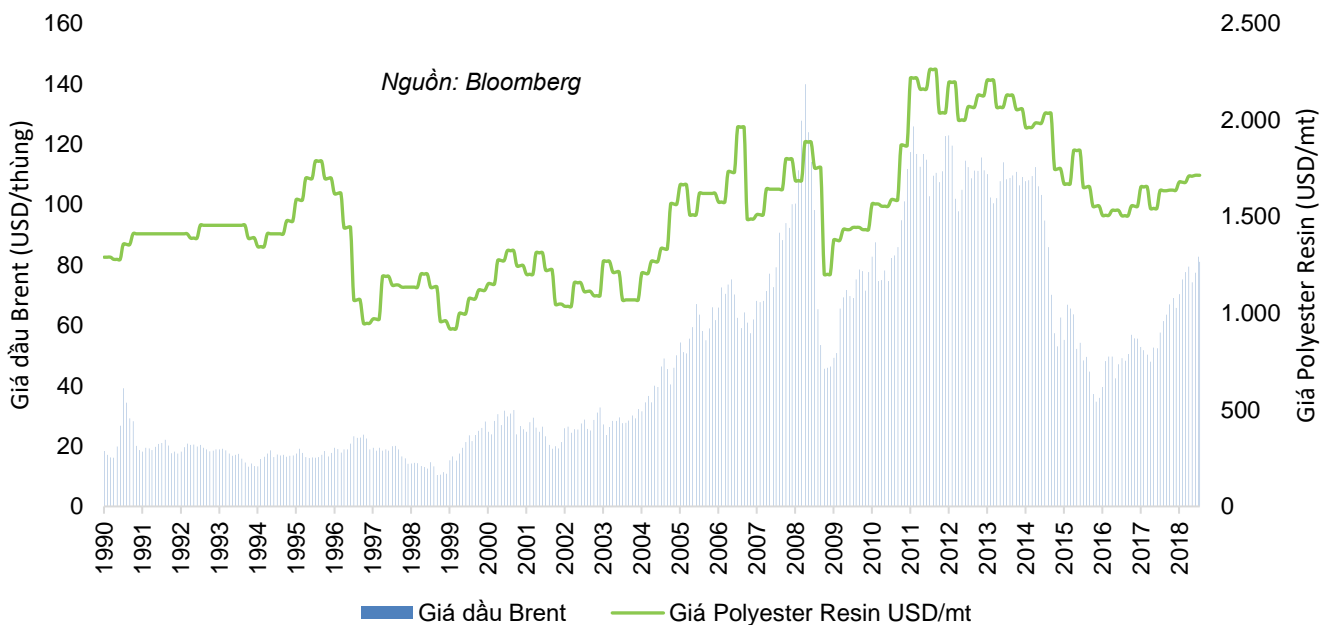
¹ Vicostone, *Quản lý năng lượng hiệu quả, báo cáo phát triển bền vững 2017*. Ngày truy cập: 12/10/2018

2.2. Chất kết dính nhựa polyester

Nhựa polyester nguyên sinh dạng lỏng được VCS nhập khẩu trực tiếp từ Singapore, Đài Loan và UAE với tổng khối lượng khoảng 1.200 tấn/tháng. Theo Hiệp hội nhựa Việt Nam, giá nhựa polyester unsaturated dao động từ 1,3 ~ 1,5 USD/kg tại Trung Quốc và giá nhập khẩu trung bình từ 1,80 đến 1,95 USD/kg vào Việt Nam. Với thời gian vận chuyển từ 2 đến 3 tháng, VCS tiến hành kí hợp đồng nguyên tắc vào đầu năm và chốt giá cùng khối lượng từ 2 đến 3 tháng trước khi xuất hàng.

Chi phí nhựa chiếm tỉ trọng từ 30 ~ 40% trong cơ cấu chi phí nguyên vật liệu của VCS. Ước tính với mỗi 10% thay đổi trong giá mua nhựa đầu vào, giá vốn hàng bán của VCS sẽ tăng giảm cùng chiều từ 3 ~ 4%. Tuy nhiên, do có nguồn gốc trích xuất từ dầu, giá nhựa nguyên sinh polyester biến động tỉ lệ thuận theo giá dầu Brent và khó dự báo chính xác.

Biểu đồ: Diễn biến giá nhựa polyester và giá dầu thô



Giá dầu Brent trung bình đạt 79 USD/thùng trong tháng 9/2018, cao hơn 6 USD so với tháng 8/2018. Theo dự báo ngắn hạn của cục thông tin năng lượng Mỹ (EIA), giá dầu Brent sẽ ở mức trung bình 74 USD/thùng năm nay và 75 USD/thùng năm 2019. Đối với dầu WTI, mức giá được dự báo thấp hơn 6 USD/thùng so với Brent. Nhu cầu nhựa unsaturated polyester lớn (do được sử dụng trong nhiều lĩnh vực, đặc biệt xây dựng, đá nhân tạo và giao thông) cùng với giá dầu trung bình dự báo tăng nhẹ sẽ khiến giá nhựa tăng trong năm 2019, tác động tiêu cực lên tỷ suất lợi nhuận gộp của doanh nghiệp trong thời gian tới.

2.3. Hóa chất và bột màu

VCS nhập khẩu hóa chất và bột màu từ Đức, Bỉ, Hà Lan, Úc và Mỹ. Giá hóa chất tùy loại dao động từ 10 – 20 USD/kg và bột màu là ~2 USD/kg. **Do nguồn cung dồi dào và số lượng nhà cung cấp lớn, giá hóa chất và bột màu tương đối ổn định và ít biến động.**

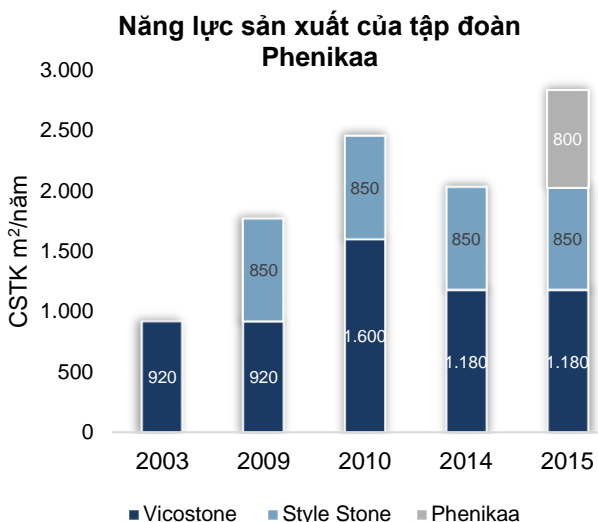
3. HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT

Hiện nay, gần như tất cả các sản phẩm tấm ốp lát đá nhân tạo đều được sản xuất trên một dây chuyền quy trình chung phát triển bởi Breton S.P.A của Ý. Với khoảng 52 doanh nghiệp đá nhân tạo lớn⁽²⁾ sử dụng trong đó có các doanh nghiệp hàng đầu như Caesar Stone - Israel, Cambria - Mỹ, Compac & Silestone (Cosentino) – Tây Ban Nha và Vicostone – Việt Nam; dây chuyền sản xuất Bretonstone rung ép chân không và kết dính bằng nhựa polyester loại bỏ các hiện tượng xốp và cong vênh của tấm đá cỡ lớn sau đường hộ nếu so với công nghệ cũ.

Bảng: Quy trình công nghệ Breton rung ép trong môi trường vật liệu chân không

Công đoạn	Quy trình cụ thể
Chuẩn bị NVL	Nguyên vật liệu được kiểm tra, định lượng hoàn toàn tự động theo công thức phối liệu đã tính toán trước và được nạp vào hệ thống trộn.
Trộn NVL	Hệ thống trộn nguyên vật liệu sẽ đồng nhất toàn bộ nguyên vật liệu thô ban đầu trước khi được chuyển đến khuôn tạo hình.
Rải khuôn	Sau khi trộn, liệu được rải vào khuôn với kích thước khác nhau theo yêu cầu.
Rung ép	Sau khi tự động định lượng khối lượng của tấm đá, khuôn sẽ được đưa vào máy rung ép. Tại đây, quá trình rung ép vật liệu trong môi trường chân không được thực hiện cho ra tấm đá với độ chắc chắn tuyệt đối.
Dưỡng hộ	Đá tấm hình thành sau đó quá trình rung ép được chuyển vào lò dưỡng hộ để hóa cứng hoàn toàn tấm đá, sau đó được làm nguội trước khi chuyển sang công đoạn hoàn thiện.
Mài	Sau khi dưỡng hộ và ổn định 24 giờ, tấm đá sẽ được đưa qua dây chuyền mài để tạo ra sản phẩm hoàn hảo như mong đợi.
Kiểm định	Trước khi kết thúc quá trình sản xuất, sản phẩm được kiểm tra, phân loại, dán tem nhãn để đảm bảo khách hàng luôn nhận được sản phẩm có chất lượng tốt nhất.

Nguồn: VCS



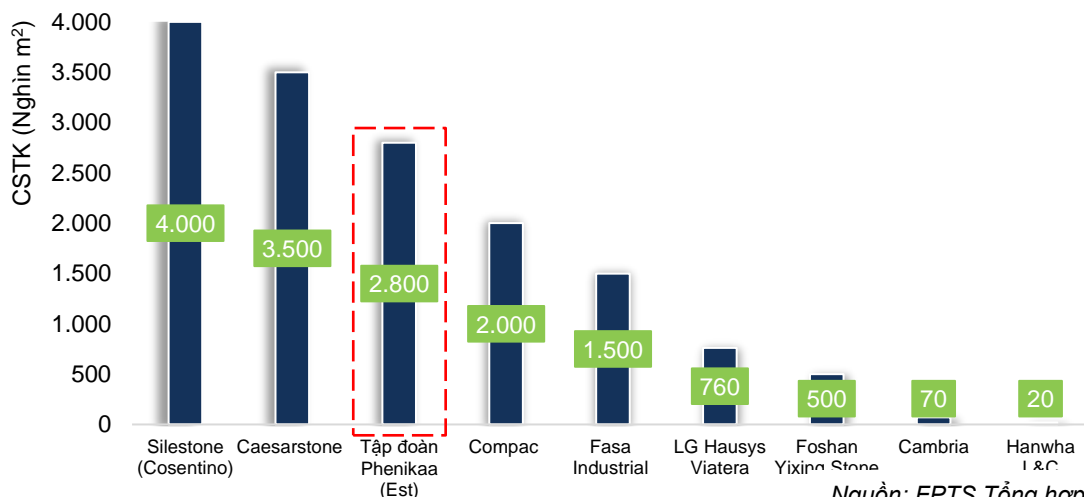
Nguồn: BCTN VCS, FPTs Ước tính

- Tháng 9/2003: Nhà máy số 1 của VCS đi vào hoạt động với 2 dây chuyền Terastone kết dính xi măng (420.000 m²/năm) và Bretonstone kết dính hữu cơ (500.000 m²/năm).
- Quý 2/2009: Nhà máy với mức đầu tư 899 tỷ đồng công suất 850.000 m²/năm thuộc công ty liên doanh Style Stone (VCS góp vốn 35% & WK Marble & Granite – Úc 65%) đi vào hoạt động.
- Tháng 6/2010: VCS đầu tư dây chuyền Brestonstone thứ 2 với tổng mức đầu tư 934,6 tỷ đồng. Công suất ước tính khoảng 700.000 m²/năm
- Năm 2014: Dây chuyền Terastone với sản phẩm lỗi thời và đã hết khấu hao dừng hoạt động.
- Năm 2015: Sau khi tái cơ cấu và trở thành công ty mẹ của VCS. Phenikaa đầu tư và đưa vào hoạt động 2 dây chuyền Breton với công suất khoảng 800.000 m²/năm.

² Breton S.P.A, Main Breton compound stone manufacturers,

www.breton.it/en/engineered-stone/main-breton-compound-stone-manufacturers Ngày truy cập: 13/10/2018.

Bảng: So sánh công suất thiết kế (CSTK) một số doanh nghiệp đá nhân tạo



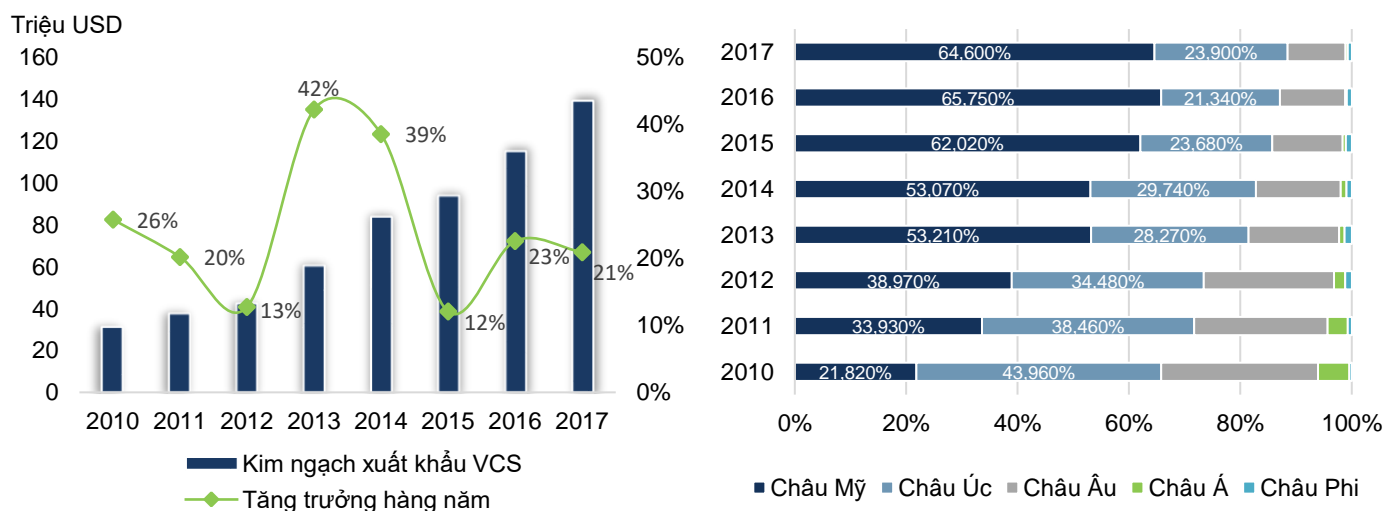
Tổng công suất thiết kế của tập đoàn Phenikaa ước tính đạt 2,8 triệu m²/năm với hai dây chuyền của Phenikaa, hai của Vicostone và một của Style Stone. Theo thống kê, tập đoàn Phenikaa nằm trong top 4 doanh nghiệp đá nhân tạo có công suất lớn nhất thế giới. Trong đó, đứng đầu là công ty Silestone thuộc Cosentino Group (một tập đoàn chuyên sản xuất vật liệu ốp lát lớn tại Tây Ban Nha). Caesarstone đứng thứ 2 với hệ thống ba nhà máy tại Israel và Mỹ đồng thời cũng là doanh nghiệp phát minh ra đá nhân tạo ốp bề mặt và tiên phong về nghiên cứu phát triển sản phẩm này. Trong top 10 còn có các doanh nghiệp lớn tại Mỹ như Cambria và tại Trung Quốc như Fasa Industrial và Foshan Yixing Stone.

4. HOẠT ĐỘNG ĐẦU RA

4.1. Sản phẩm phân phối chủ yếu tại thị trường Bắc Mỹ và châu Úc

VCS là đầu mối phân phối và xuất khẩu cho toàn bộ sản phẩm đá nhân tạo Bretonstone sản xuất từ 5 dây chuyền của tập đoàn Phượng Hoàng Xanh A&A. Toàn bộ sản phẩm đá nhân tạo đều được phân phối dưới tên thương hiệu Vicostone trong đó các hoạt động và chi phí liên quan đến làm thương hiệu và marketing được thực hiện bởi công ty mẹ. Sản phẩm được phân phối qua hai kênh trực tiếp và gián tiếp tại trên 40 quốc gia.

Biểu đồ: Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu & Cơ cấu doanh thu theo thị trường giai đoạn 2010 - 2017

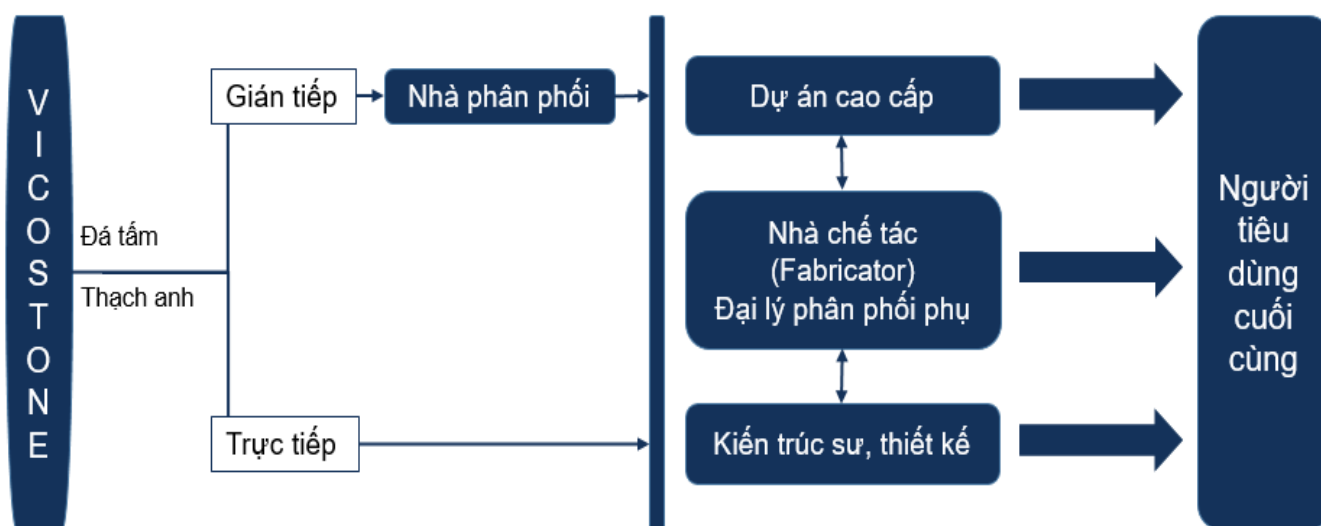


Nguồn: BCTN VCS

Sản phẩm đá nhân tạo thuộc phân khúc cao cấp trong nhóm các vật liệu countertops với giá bán và giá chế tác cao chỉ đứng sau đá ốp tự nhiên: thạch anh, cẩm thạch hay travertine. Do vậy, thị trường đá nhân tạo ốp bề mặt (quartz surfaces) tập trung và phát triển mạnh tại các nước phát triển và có thu nhập trên đầu người cao như Bắc Mỹ, châu Úc và châu Âu. Trong giai đoạn 2010 – 2017, hơn 90% doanh thu của VCS đến từ xuất khẩu. Kim ngạch xuất khẩu của VCS tăng trưởng mạnh từ 31 triệu USD lên gần 140 triệu USD, tương đương tốc độ tăng trưởng kép 23.9%.

Tốc độ tăng trưởng ấn tượng của VCS đến từ tốc độ phát triển nhanh của thị trường countertops Bắc Mỹ cuối năm 2010 khi ngành xây dựng bắt đầu phục hồi. Giai đoạn 2010 – 2017 chứng kiến sự chuyển dịch tỉ trọng trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu của VCS. Thị trường châu Mỹ mà chủ yếu là Bắc Mỹ với tỉ trọng chỉ 21,8% năm 2010 đã có bước tăng trưởng mạnh mẽ lên đứng đầu với gần 70% doanh thu của VCS (2017). Các thị trường châu Úc và châu Âu vẫn có sự tăng trưởng tốt nhưng tốc độ và quy mô thấp hơn nên tỉ trọng suy giảm trong tương quan với thị trường Bắc Mỹ.

4.2. Hệ thống phân phối chủ yếu là gián tiếp, định hướng đẩy mạnh bán trực tiếp



Kênh bán hàng chính của VCS vẫn là gián tiếp thông qua các công ty, đại lý phân phối thứ ba trước khi đến các công ty chế tác (fabricators). Hệ thống bán gián tiếp cho phép VCS tiếp cận các thị trường mới nhanh chóng nhờ sự am hiểu từ các bên phân phối tại bản địa nhưng tuy nhiên lại khiến việc định hình thương hiệu, đón đầu xu hướng và thay đổi cho phù hợp với thị trường chậm hơn hệ thống bán trực tiếp.

VCS hiện đang có định hướng phát triển phân phối trực tiếp, đặc biệt trong các thị trường trọng điểm và cạnh tranh cao như Bắc Mỹ và châu Úc. Đây là hướng phát triển dài hạn của VCS. Mô hình này đã được áp dụng bởi Caesarstone (Nasdaq: CSTE) – doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực đá nhân tạo (Quartz surfaces) với khoảng 9% thị phần toàn cầu và cũng tập trung tại thị trường nước ngoài như VCS. Tính đến thời điểm hiện tại, hơn 80% doanh thu của Caesarstone đến từ bán trực tiếp³ tại các khu vực Bắc Mỹ, Israel, Úc, Anh và Singapore.

Hiện tại, VCS đã phân phối trực tiếp tại Bắc Mỹ với 6 trung tâm phân phối (4 tại Mỹ và 2 tại Canada) cùng với hơn 50 showroom và đại lý phân phối.

- Thị trường Mỹ: Năm 2011, VCS thiết lập hệ thống bán trực tiếp đầu tiên tại Mỹ thông qua công ty Stylen Quaza (Vicostone US).
- Thị trường Canada: Đầu năm 2016, VCS bắt đầu phân phối trực tiếp tại thị trường Canada với công ty Stone Canada Inc.

³ Udi Aharoni, Erez Cohn, Shira Lifshiz, Nikki Avershal; *Caesarstone*. Ngày xuất bản: 01/2017. Ngày truy cập: 21/10/2018

Với tính chất cá nhân hóa của vật liệu countertops, các công ty chế tác đá nhân tạo (Fabricators) luôn đóng vai trò trung gian trong hệ thống phân phối. Các doanh nghiệp sản xuất như VCS đều phân phối chủ yếu dưới dạng tấm đá thạch anh chưa qua chế tác cho bên xử lý trung gian hoàn thiện trước khi đến tay người tiêu dùng cuối cùng. **Tại thị trường Mỹ, chi phí chế tác cùng với lắp đặt tương đối cao, đội giá bán đá nhân tạo hoàn thiện tăng lên từ 20% đến 40%⁽⁴⁾.** Ở Việt Nam, CTCP Chế tác đá Việt Nam (UpCOM: STV) là công ty con của tập đoàn Phượng Hoàng Xanh A&A và đóng vai trò chế tác chủ yếu các đơn hàng tại thị trường Việt Nam (chiếm 67% doanh thu chế tác) cùng một số dự án gia công từ Vicostone và Phenikaa.

4.3. Đá nhân tạo được ưa chuộng dần thay thế gỗ ép & đá tự nhiên nhờ nhiều ưu điểm nổi trội

Đá thạch anh nhân tạo nằm trong nhóm vật liệu hoàn thiện ốp bề mặt countertops. Thị trường countertops hiện nay gồm 5 loại vật liệu chính, bao gồm: gỗ ép, đá tự nhiên, nhựa tổng hợp (33% nhựa & 66% yếu tố kim loại tự nhiên), đá nhân tạo và gạch ốp lát. Xu hướng lựa chọn sử dụng loại vật liệu countertops phụ thuộc vào ưu nhược điểm so sánh giữa các loại vật liệu, chi phí mua & lắp đặt, chi phí định kỳ và thói quen tiêu dùng.

Bảng: So sánh các loại vật liệu countertops theo thang điểm ❶ (Rất Kém) – ❺ (Rất tốt)

Chỉ tiêu	Đá nhân tạo	Thạch anh	Cẩm thạch	Gỗ ép	Gỗ tự nhiên	Nhựa tổng hợp	Ceramic	Inox	Bê tông
Đa dạng màu sắc	❹	❺	❹	❺	❸	❺	❺	❷	❷
Họa tiết độc đáo	❷	❺	❺	❷	❺	❷	❺	❶	❺
Họa tiết đồng nhất	❹	❷	❷	❺	❷	❺	❸	❺	❷
Chống chầy xước	❺	❺	❸	❸	❷	❸	❺	❷	❺
Chống ố	❹	❹	❶	❸	❶	❺	❶	❺	❺
Chịu nhiệt	❹	❺	❹	❸	❶	❸	❺	❺	❺
Chống thấm, ẩm	❺	❹	❶	❸	❶	❺	❶	❺	❺
Phải phủ hóa chất bảo vệ định kỳ	Không	Có	Có	Không	Có	Không	Không	Không	Có
Giá (USD/m²)	759 – 1.089	715 – 1.100	660 – 990	88 - 385	330 – 1.650	429 - 770	132 - 440	880 – 2.200	880 – 2.200

Nguồn: Solid Surface.

Tại Bắc Mỹ, đá nhân tạo đang có thị phần tiêu thụ tăng trưởng nhanh, từ 4% (2007) lên khoảng 10% (2017) và dần thay thế hai sản phẩm được tiêu thụ nhiều nhất là gỗ ép và đá tự nhiên. Xu hướng ưa chuộng đá nhân tạo kết hợp với hệ thống phân phối trực tiếp sẽ hỗ trợ tốt cho hoạt động kinh doanh và phân phối sản phẩm của VCS tại thị trường lớn nhất này. ([chi tiết](#))

4.4. VCS có tính cạnh tranh về mẫu mã thiết kế và giá cạnh tranh với các thương hiệu lớn khác.

Nằm trong top 4 doanh nghiệp về năng lực sản xuất đá nhân tạo, Vicostone có tính cạnh tranh về số lượng mẫu mã thiết kế nếu so với các thương hiệu đá nhân tạo lớn như Caesarstone, Silestone, LG Stone hay Compac. Tại Mỹ, giá bán đá nhân tạo Vicostone sau khi đã tính chi phí lắp đặt thấp hơn nếu so với Caesarstone và Silestone, cùng với hệ thống 6 trung tâm phân phối trực tiếp giúp cho việc bán hàng và giao hàng của có thể cạnh tranh tốt với các thương hiệu lớn và có tên tuổi tại Bắc Mỹ.

⁴ Ủy ban thương mại quốc tế Hoa Kỳ (USITC), *Quartz Surface Products from China*. Ngày xuất bản: 06/2018. Ngày truy cập: 21/10/2018

Bảng: So sánh một số thương hiệu lớn trong ngành đá ốp lát nhân tạo tại thị trường Mỹ

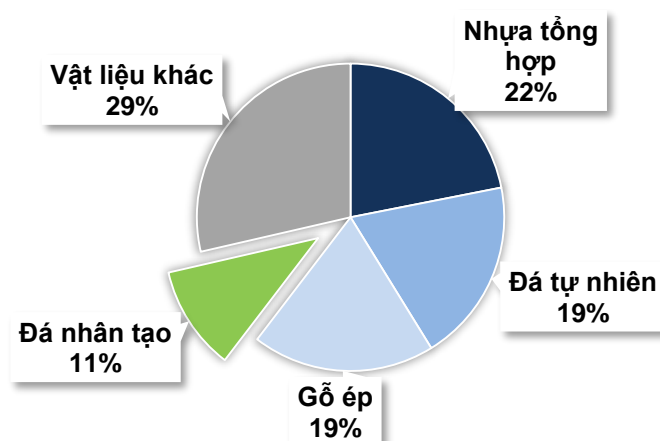
Thương hiệu	Cambria	CaesarStone	Silestone (Consentino Group)	Vicostone	LG Haussy Viatera
Quốc gia	Mỹ	Israel	Tây Ban Nha	Việt Nam	Hàn Quốc
Số mẫu mã thiết kế	156	78	61	130	55
Số kiểu hoàn thiện cạnh viền	19	18	15	27	15
Hoàn thiện bề mặt	Mài bóng, mài mờ	Mài bóng, giả bê tông, vân sần, vân lụa	Mài bóng, vân sần, vân lụa	Mài bóng, vân lụa	Mài bóng
Độ dày	1cm/2cm/3cm	1.3cm/2cm/3cm	1.2cm/2cm/3cm	1.2cm/2cm/3cm	2cm/3cm
Kích thước tấm	144 x 310 cm 166 x 335 cm	144 x 305 cm 163 x 334 cm	140 x 306 cm 159 x 325 cm	144 x 305 cm 165 x 330 cm	140 x 302 cm 160 x 330 cm
Thời gian bảo hành	Trọn đời	Trọn đời	25 năm	15 năm	15 năm
Giá bán ước tính tại Mỹ (đã tính lắp đặt) (tham khảo)	581 - 1.884 USD/m²	872 - 1.228 USD/m²	980 - 1.938 USD/m²	775 - 1.539 USD/m²	646 - 1.1615 USD/m²

Nguồn: Global Alliance Home Improvement Product Inc., FPTs Tổng hợp & Ước tính.

III. TỔNG QUAN NHÓM VẬT LIỆU COUNTERTOPS THẾ GIỚI

1. THỊ PHẦN TIÊU THỤ ĐÁ NHÂN TẠO ĐỨNG THỨ 4 & TIẾP TỤC TĂNG TRONG CÁC NĂM TỚI

Biểu đồ: Cơ cấu thị trường countertops theo vật liệu năm 2017



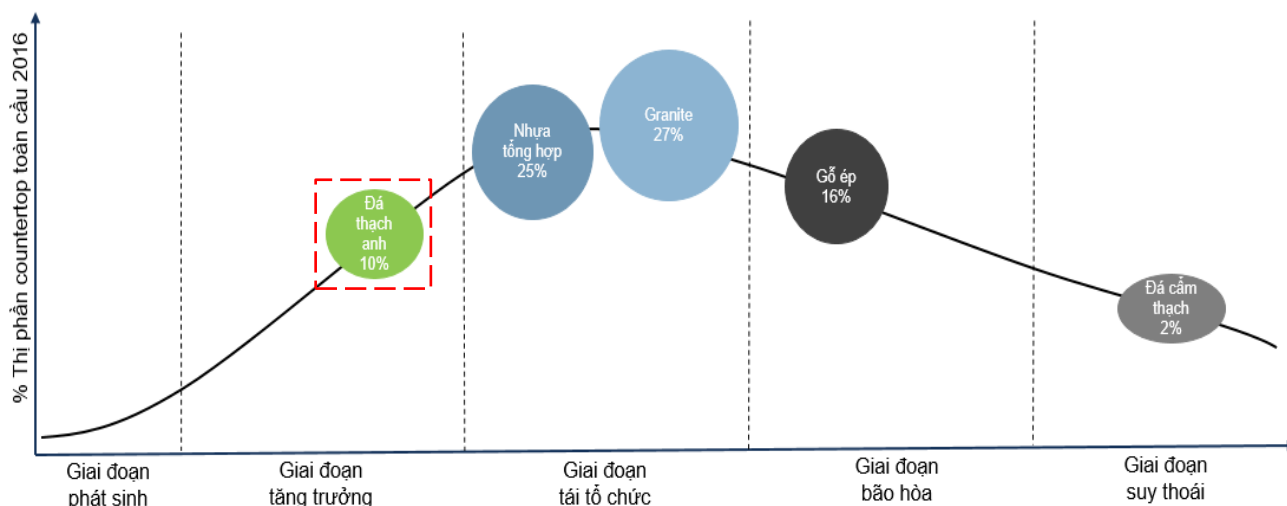
Nguồn: Freedonia, BCTN VCS

Với 22% thị phần tiêu thụ thế giới 2017, nhựa tổng hợp là vật liệu được ưa chuộng nhất trong lắp đặt countertop. Do giá bán ở mức thấp hơn so với các loại vật liệu cùng nhóm khác, nhựa tổng hợp được lựa chọn sử dụng nhiều ở các nước đang phát triển tại châu Á. Đá tự nhiên và gỗ ép đứng thứ 2 về thị phần, trong đó gỗ ép được tiêu thụ mạnh nhất tại khu vực Bắc Mỹ, chiếm 44% nhu cầu của riêng thị trường này. Đá nhân tạo đứng thứ 4 về thị phần và được tiêu thụ mạnh nhất tại thị trường châu Úc với khoảng 45% thị phần tiêu thụ (2016). Các vật liệu khác như bê tông, bê inox và bê porcelain chiếm tổng cộng 29%.

2. TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG CỦA ĐÁ NHÂN TẠO DỰ BÁO CHẬM LẠI GIAI ĐOẠN 2016 - 2021

Theo báo cáo thị trường countertops của Freedonia, năm 2016 các doanh nghiệp sản xuất đá thạch anh đang ở giai đoạn tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm đạt 15,54% giai đoạn 2011 – 2015 trong khi các vật liệu nhựa tổng hợp, granite và gỗ ép đã bão hòa. **Theo chúng tôi nhận định, trong giai đoạn 2016 – 2021, sản phẩm đá nhân tạo quartz surface sẽ bước sang giai đoạn tái tổ chức.**

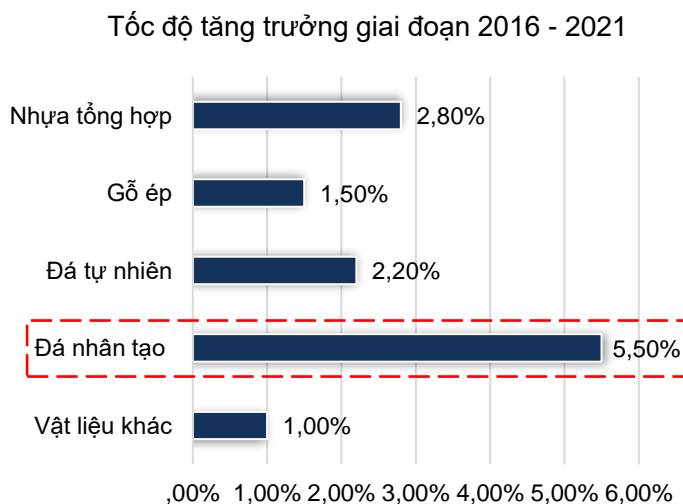
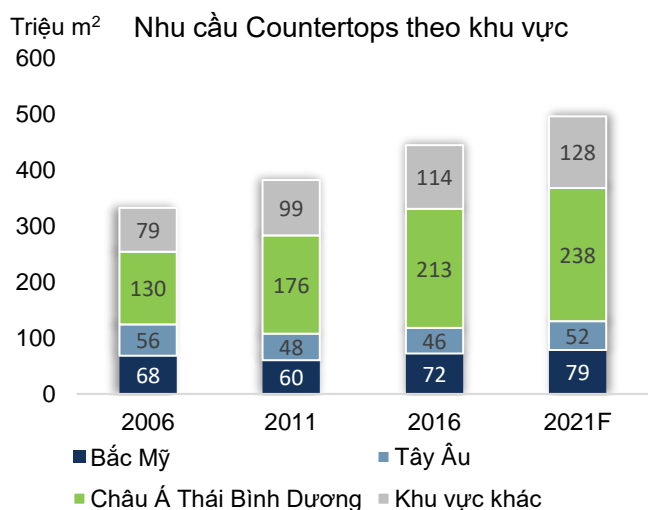
Biểu đồ: Giai đoạn phát triển của các loại vật liệu countertops năm 2016



Nguồn: Global Engineered Quartz Countertop Market 2016 (Freedonia), BCTN VCS

Cụ thể, tốc độ tăng trưởng dự báo chậm lại ở mức 5,5%/năm và cạnh tranh ngày càng gia tăng giữa các doanh nghiệp sản xuất. Tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp hàng đầu như Caesarstone, Vicostone đã chậm lại so với giai đoạn 2011 – 2015. Đồng thời, các doanh nghiệp lớn đẩy mạnh hoạt động tiết giảm chi phí và marketing nhằm tạo sự trung thành thương hiệu để giữ thị phần.

Biểu đồ: Dự báo nhu cầu & tốc độ tăng trưởng vật liệu countertops giai đoạn 2016 – 2021



Nguồn: World Countertops Report (Freedonia), BCTN VCS

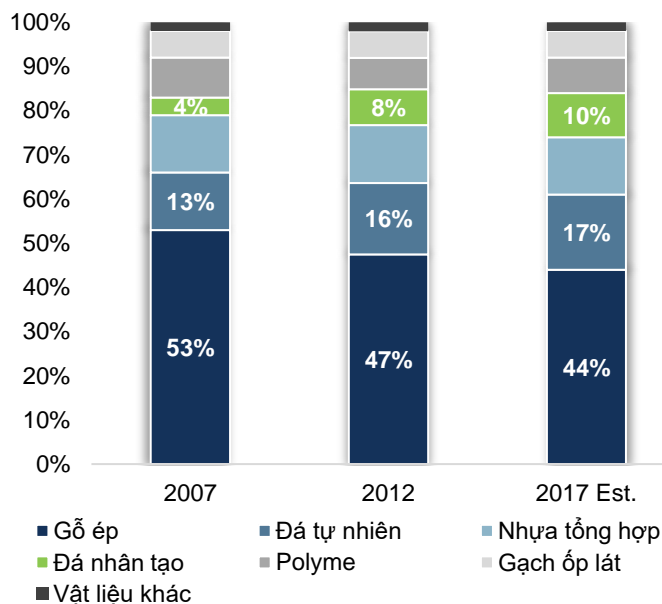
Theo đánh giá và dự báo của Freedonia, nhu cầu countertops toàn cầu sẽ tăng trưởng ở mức 2,2%/năm, ước tính đạt gần 495 triệu m² vào năm 2021. Trong đó, châu Á Thái Bình Dương tiếp tục là thị trường chính tiêu thụ gần 50% countertops toàn cầu nhờ nhu cầu lớn tại Trung Quốc và Ấn Độ. Tuy nhiên, mức tăng trưởng được dự báo thấp hơn 0,8% so với giai đoạn 2011 – 2016 do các hoạt động xây dựng tại châu Á Thái Bình Dương dự kiến chậm lại sau giai đoạn phát triển bùng nổ.

Sản phẩm đá thạch anh nhân tạo và nhựa tổng hợp được dự báo tăng trưởng nhanh nhất trong nhóm vật liệu countertops. Với tốc độ lần lượt 5,5% và 2,8%/năm, thị phần đá nhân tạo và nhựa tổng hợp sẽ được cải thiện trong khi các sản phẩm đã bão hòa và có nhiều nhược điểm như gỗ ép tiếp tục xu hướng giảm thị phần và tốc độ tăng trưởng khiêm tốn ở mức 1,5% do thị trường của vật liệu này đã bão hòa. Điều này có thể thấy rõ nhất tại thị trường Bắc Mỹ - thị trường tiêu thụ countertops nhiều thứ 2 thế giới chỉ sau châu Á Thái Bình Dương.

3. TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG ĐÁ NHÂN TẠO (QUARTZ SURFACE) TẠI BẮC MỸ [\(quay lại\)](#)

3.1. Xu hướng sử dụng đá nhân tạo và tự nhiên thay thế cho sản phẩm truyền thống gỗ ép (Laminate)

Biểu đồ: Cơ cấu tiêu thụ vật liệu countertops tại thị trường Mỹ



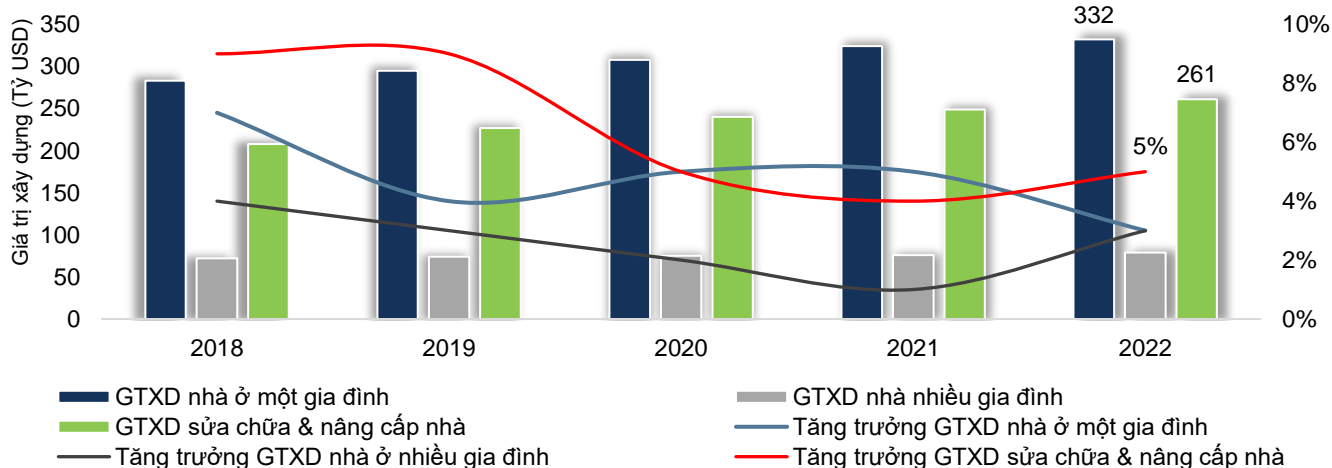
Tại Mỹ, năm 2017, gỗ ép vẫn là vật liệu được ưa chuộng và tiêu thụ nhiều nhất tại Mỹ với thị phần khoảng 44% do giá bán và chi phí lắp đặt thấp hơn so với đá tự nhiên và đá nhân tạo. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2007 – 2017, có thể thấy rõ xu hướng chuyển dịch từ vật liệu gỗ ép sang đá tự nhiên và đá nhân tạo. Ưu điểm về chống các tác động vật lý, nhiệt và ẩm của đá so với gỗ ép cùng với giá bán các sản phẩm đá nhân tạo giảm do các doanh nghiệp tăng quy mô và cạnh tranh khiến cho thị phần đá nhân tạo tăng gấp đôi trong thập kỉ qua. Trong khi đó, thị phần tiêu thụ gỗ ép giảm từ 53% (2007) về 44% (2017) và được dự báo xu hướng giảm này sẽ còn tiếp tục trong thời gian tới.

Tại Canada, thị phần đá nhân tạo ước tính đạt 18% trong năm 2017 và hiện đang là xu hướng tiêu dùng trong thiết kế nội thất theo NKBA 2017.

Nguồn: Freedonia.

3.2. Thị trường xây dựng dân dụng Bắc Mỹ 2018 tiếp tục được dự báo tăng trưởng tốt, lần lượt 6% và 2% tại Mỹ và Canada⁵

Biểu đồ: Dự báo tăng trưởng giá trị xây dựng (GTXD) dân dụng tại Mỹ theo báo cáo Quý 2/2018 của FMI



Nguồn: FMI

Theo FMI⁶, thị trường xây dựng dân dụng tại Mỹ được dự báo tăng trưởng tốt trong năm 2018. Cụ thể, giá trị xây dựng nhà một hộ gia đình tăng 7% và giá trị sửa chữa nâng cấp nhà tăng 9% trong khi nhà đa gia đình tăng khiêm tốn ở mức 4%. Đối với Canada, tốc độ tăng trưởng nhanh nhất ở mảng xây dựng nhà không để ở với 6% cho năm 2018. Tốc độ dự báo tăng trưởng tốt hơn so với năm 2017 tại thị trường Bắc Mỹ, đặc biệt là dân dụng cho các doanh nghiệp đá nhân tạo khi nhà bếp chiếm 2/3 thị phần tiêu thụ đá nhân tạo.

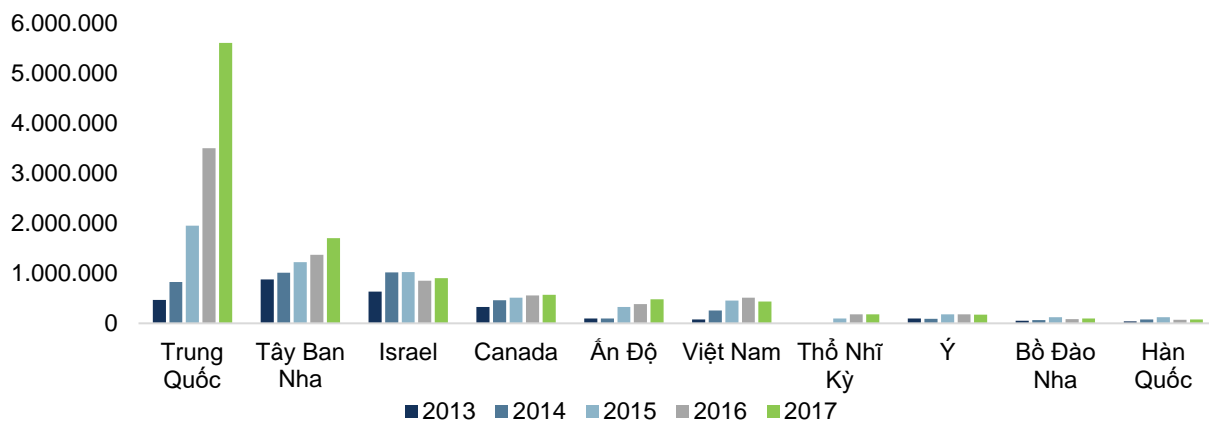
⁵ Oldcastle, 2018 North American Construction Forecast Report.

⁶ FMI, US Construction Outlook Second Quarter 2018 Report. Ngày truy cập: 2/11/2018

3.3. Xuất khẩu đá nhân tạo Trung Quốc tăng vọt, tạo ra cuộc cạnh tranh về giá bán tại Mỹ

Từ năm 2012, với sự tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường countertops, nhập khẩu đá tấm nhân tạo vào Mỹ tăng mạnh trong đó nguyên do chính từ mức tăng trưởng lớn từ xuất khẩu đá nhân tạo của Trung Quốc với tỉ trọng nhập khẩu vào Mỹ trung bình hơn 50% theo sản lượng. Chỉ trong vòng 5 năm, giá trị xuất khẩu đá nhân tạo của Trung Quốc vào thị trường Mỹ tăng 12 lần từ 37 triệu USD lên 460 triệu USD. Năm 2017, các doanh nghiệp sản xuất đá nhân tạo Trung Quốc lớn như Foshan Yixin Stone, Fasa Industrial và Foshan Hero Stone tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu. Sản lượng xuất khẩu vào Mỹ của Trung Quốc đạt 5,6 triệu m² (+60% yoy), tương đương 53.7% tổng sản lượng nhập khẩu đá tấm nhân tạo 2017 của Mỹ nhưng giá trị nhập khẩu chỉ đạt 459.6 triệu USD, tức 46.7% tổng kim ngạch nhập khẩu đá tấm nhân tạo.

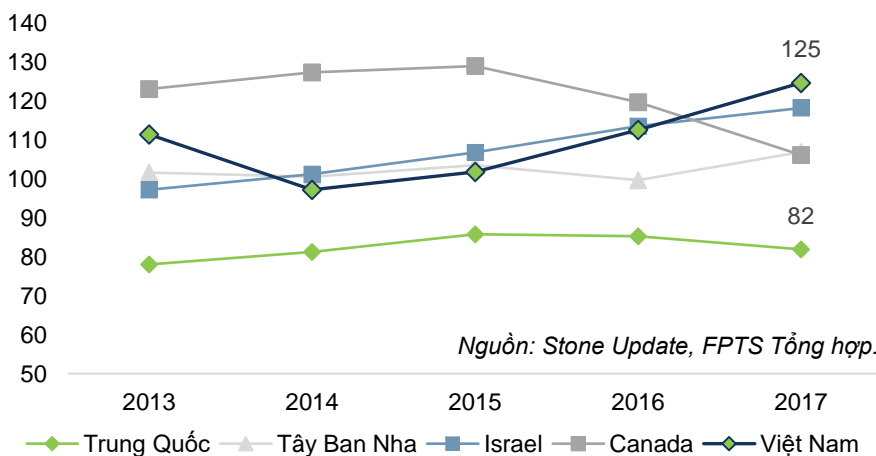
Biểu đồ: Sản lượng đá tấm nhân tạo (m²) top 10 quốc gia xuất khẩu vào Mỹ giai đoạn 2013 – 2017



Nguồn: Stone Update, FPTTS Tổng hợp.

Tây Ban Nha và Israel đứng thứ hai và ba về xuất khẩu vào Mỹ với lần lượt 1,7 và 0,9 triệu m² trong năm 2017, tương đương mức giá trị đạt 182 và 106,5 triệu USD. Điều này là dễ hiểu khi Tây Ban Nha và Israel là trụ sở chính và đặt nhà máy của các thương hiệu đá nhân tạo lớn tại Mỹ như Compac, Silestone (Cosentino) và Caesarstone. Việt Nam đứng thứ 6 sau Úc và Ấn Độ với 436,7 nghìn m², giảm 15,1% so với năm 2016 với nguyên nhân đến từ việc hàng Trung Quốc ào ạt đổ vào thị trường Mỹ với giá nhập khẩu rẻ hơn.

Biểu đồ: Giá nhập khẩu đá tấm nhân tạo (quartz slab) vào thị trường Mỹ giai đoạn 2013 – 2017



Nguồn: Stone Update, FPTTS Tổng hợp.

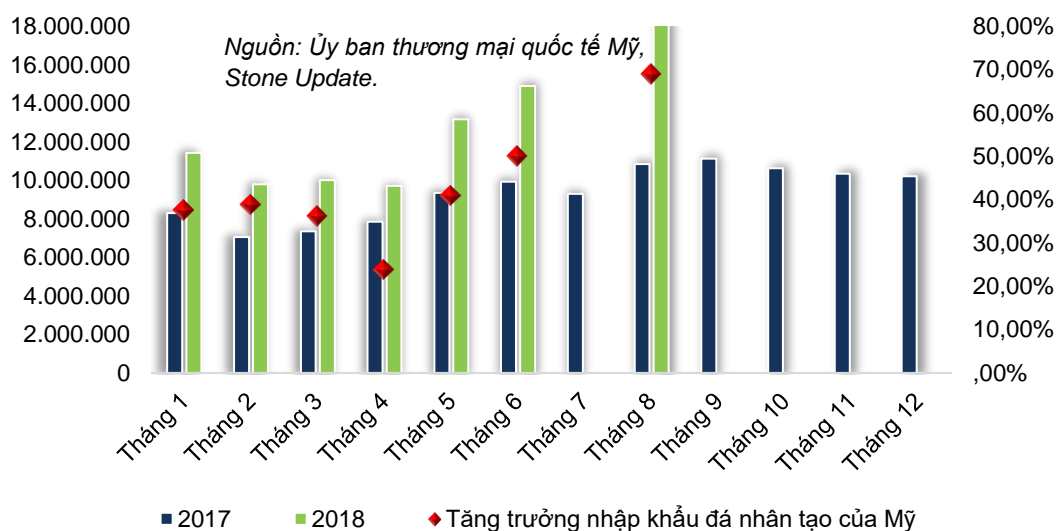
Giá nhập khẩu đá tấm nhân tạo vào Mỹ được tính dựa trên việc chia giá trị nhập khẩu cho sản lượng nhập khẩu theo m². Tuy chưa thực sự phản ánh chính xác giá bán của đá nhân tạo từ các nước tại thị trường Mỹ (do chưa tính giá vận chuyển, chi phí chế tác và lắp đặt cùng với thuế tiêu dùng) nhưng có thể nhận thấy giá nhập khẩu của Trung Quốc rất thấp nếu so với của các nước trong top 6 xuất khẩu vào Mỹ. Giá nhập khẩu của Trung Quốc thấp hơn đến 34% so với Việt Nam và 31% so với Israel. Mức giá rẻ cùng với sản lượng lớn của đá nhân tạo Trung Quốc đẩy cao sự cạnh tranh trên thị trường, khiến các doanh nghiệp khác phải giảm giá bán, thu hẹp biên lợi nhuận để đẩy được hàng ra thị trường ([chi tiết](#)).

3.4. Giá đá nhân tạo tăng trở lại từ thuế chống bán phá giá lên đá nhân tạo Trung Quốc

Ngày 17/09/2018, Bộ thương mại Mỹ áp mức thuế chống trợ cấp giá ban đầu lên các sản phẩm đá nhân tạo của Trung Quốc với mức thuế từ 34,38% đến 178,45% ⁽⁷⁾. Mức thuế đưa ra sau điều tra từ kiến nghị thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp của Cambria – một công ty sản xuất đá nhân tạo lớn tại Mỹ - với các công ty sản xuất đá của Trung Quốc. Tuy nhiên, việc bán phá giá của Trung Quốc vẫn đang trong thời gian điều tra và Bộ thương mại Mỹ có thể áp thêm thuế chống bán phá giá trong một vài tháng tới.

Thêm vào đó, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung cũng ảnh hưởng tiêu cực đến đá nhân tạo Trung Quốc. Sản phẩm đá nhân tạo có trong danh sách 200 tỷ USD các mặt hàng nhập khẩu của Mỹ từ Trung Quốc. Mức thuế nhập khẩu chính phủ Mỹ đưa ra hiện là 10% và sẽ tăng lên 25% vào cuối năm nay.

Biểu đồ: Nhập khẩu đá nhân tạo tám theo m² (quartz slabs) vào Mỹ 9T/2018



Nhập khẩu đá nhân tạo tám của Mỹ tăng mạnh 9T/2018 với tốc độ tăng trung bình theo tháng đạt 42,3%. Trung Quốc là nguyên nhân trọng yếu dẫn đến sự tăng trưởng mạnh mẽ này khi các doanh nghiệp nhanh chóng đẩy mạnh xuất khẩu đá nhân tạo sang Mỹ nhằm đi trước chính sách áp thuế hải quan và thuế chống trợ cấp có hiệu lực từ cuối tháng 9/2018. Tăng trưởng xuất khẩu đá nhân tạo vào Mỹ của Trung Quốc chạm ngưỡng kỉ lục, đạt 58,8% trong quý 1; 95,5% và 122,8% cho tháng 6 và 7.

FPTS nhận định, lượng trữ hàng lớn tại Trung Quốc với mức giá rẻ do chưa bị đánh thuế sẽ khiến việc cạnh tranh bán sản phẩm trong năm 2018 của các doanh nghiệp xuất khẩu đá nhân tạo như Caesarstone, Silestone và Vicostone gặp khó khăn. Nhưng trong dài hạn, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và thuế chống trợ cấp với đá nhân tạo Trung Quốc sẽ có ảnh hưởng tích cực tới các doanh nghiệp này. **Dự kiến sản lượng nhập khẩu đá nhân tạo Trung Quốc sụt giảm do ảnh hưởng của thuế sẽ mở ra cơ hội cho VCS gia tăng thị phần nhập khẩu vào Mỹ. Đồng thời, sản phẩm đá nhân tạo giá rẻ Trung Quốc bị đánh thuế sẽ giảm bớt áp lực cạnh tranh về giá tại thị trường Mỹ giúp VCS gia tăng tỷ suất lợi nhuận tại thị trường này.**

⁷ Emerson Schwartzkopf, Stone Update, *Initial China Quartz Tariffs Launched*. Ngày xuất bản: 17/09/2018. Ngày truy cập: 25/10/2018

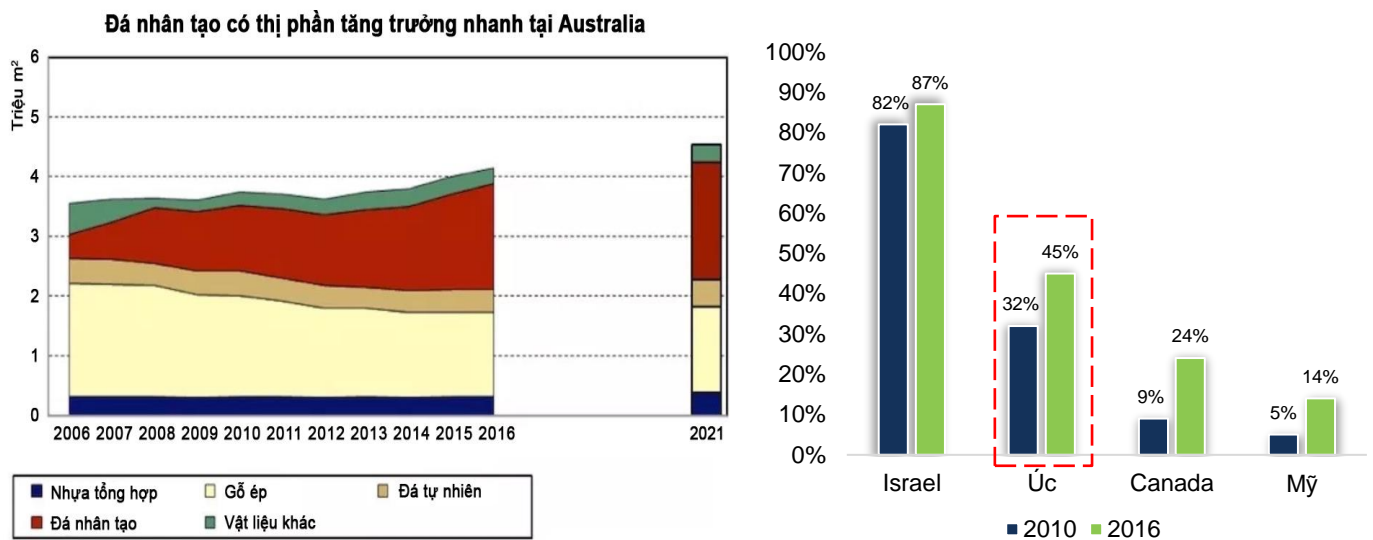
4. TRIỂN VỌNG TỪ THỊ TRƯỜNG CHÂU ÚC, CHÂU ÂU & CHÂU Á THÁI BÌNH DƯƠNG

4.1. Triển vọng từ thị trường châu Úc

Đá nhân tạo là vật liệu được sử dụng nhiều nhất với thị phần tiêu thụ dự báo gần 50% vào năm 2021.

Châu Úc là thị trường lớn thứ hai của VCS với quy mô doanh thu đạt 33,3 triệu USD, tương đương với 23,9% trong cơ cấu doanh thu 2017. Do vậy, tiềm năng tăng trưởng tại Úc và New Zealand sẽ có tác động lớn đến triển vọng hoạt động kinh doanh của VCS. Với nhu cầu countertops 2016 khoảng 4 triệu m² và dự báo tăng 12,5% lên 4,5 triệu m² năm 2021 theo Freedonia, Úc là quốc gia có nhu cầu lớn thứ nhì thế giới sau Mỹ. Trong một thập kỉ qua, các sản phẩm đá nhân tạo và nhựa tổng hợp tại Úc nhanh chóng tăng được thị phần trong nhu cầu tiêu thụ từ sự suy giảm trong nhu cầu cho gỗ ép. Từ chỉ 8.5% thị phần nhu cầu trong năm 2006, đến nay thị phần đá nhân tạo tại Úc đã đạt 45% và tiếp tục được dự báo nhu cầu vật liệu này sẽ đạt 2 triệu m² vào năm 2021

Biểu đồ: Nhu cầu countertops Úc theo vật liệu & Thị phần đá nhân tạo tại top 4 nước có nhu cầu lớn.



Nguồn: Stone Ideas, Freedonia, Caesarstone Annual Report⁸

Tuy nhiên, tăng trưởng tại thị trường châu Úc của VCS có thể sẽ chậm lại trong các năm tiếp theo vì:

(1) Cạnh tranh gia tăng do các doanh nghiệp mở rộng công suất trong giai đoạn 2012 – 2016:

Đối thủ lớn nhất của VCS tại Úc là Caesarstone với 52% thị phần trong khi của VCS khoảng 9,8%. Đồng thời, hiện Caesarstone đã phân phối trực tiếp tại Úc với 5 trung tâm trong khi VCS vẫn đang bán thông qua hình thức gián tiếp. Việc đầu tư trung tâm phân phối và hệ thống trực tiếp là cần thiết đối với VCS trong việc cạnh tranh tại thị trường mà đá nhân tạo được sử dụng rất phổ biến.

(2) Xây dựng dân dụng dự báo giảm 5% trong khi xây dựng phi dân dụng dự báo tăng 12% năm 2019⁹

Theo ACIF, hoạt động xây dựng dân dụng của Úc sau khi đạt đỉnh vào năm 2016 sẽ bước vào giai đoạn suy giảm đến 2020. Theo đó, giá trị xây dựng dân dụng Úc dự báo sẽ giảm về khoảng 93 tỷ USD trong vòng 2 – 3 năm tới so với mức đỉnh 101 tỷ USD trong năm 2016. Với xu hướng ngược lại, thị trường xây dựng phi dân dụng được dự báo tăng trưởng tốt với 12% đạt 42 tỷ USD vào năm 2020.

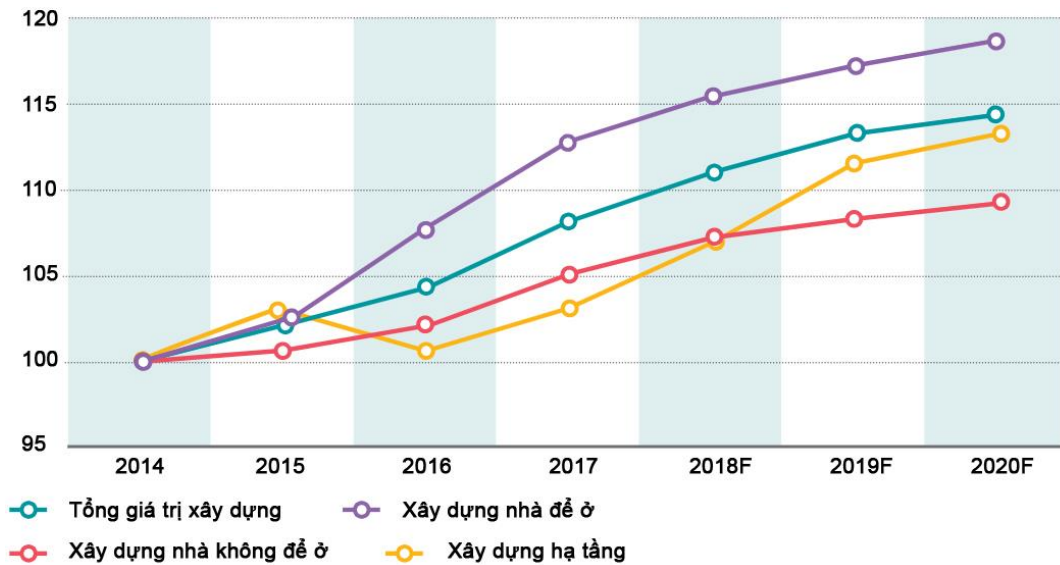
Dù tốc độ tăng trưởng cao của xây dựng phi dân dụng được dự báo sẽ bù đắp cho sản lượng tiêu thụ đá nhân tạo suy giảm tại xây dựng dân dụng; tác động tiêu cực đến VCS là có khi mà 60% - 70% sản lượng đá nhân tạo được tiêu thụ và lắp đặt tại khu vực bếp.

⁸ Caesarstone, *Company Overview*. Ngày xuất bản: 09/2018. Ngày truy cập: 28/10/2018.

⁹ Australian Construction Industry Forum (ACIF), *Two up and two down – Trends forecast the Australian construction market report*. Ngày xuất bản: 05/2018. Ngày truy cập: 28/10/2018.

4.2. Triển vọng từ thị trường châu Âu

Biểu đồ: Chỉ số giá trị xây dựng châu Âu theo lĩnh vực



Nguồn: Euroconstruct

Theo Freedonia, trong giai đoạn từ 2018 đến 2021, đá nhân tạo sẽ có mức tăng trưởng tốt nhất tại châu Âu với tốc độ trung bình 3,7%/năm, đặc biệt là tại khu vực Tây Âu. Thị phần đá nhân tạo ước tính đạt 10,7% năm 2016 và kì vọng tăng lên 12,5% trong năm 2021. Các thị trường triển vọng của VCS gồm có Đức, Anh, Ý và Pháp với 66% tổng mức tiêu thụ các sản phẩm bếp của châu Âu. Từ sau khủng hoảng năm 2008, thị trường xây dựng tăng trưởng tốt tại châu Âu là động lực thúc đẩy nhu cầu sử dụng vật liệu countertops tại thị trường này. Theo Euroconstruct, giá trị xây dựng châu Âu sẽ tăng trưởng lần lượt 2,6% và 2,1% cho các năm 2018 và 2019 trong đó thị trường xây dựng dân dụng có tốc độ tăng trưởng cao thứ nhì chỉ sau xây dựng hạ tầng. **Với dự báo thị trường châu Âu tiếp tục duy trì đà tăng trưởng và giả định thị phần không đổi, chúng tôi nhận định VCS sẽ duy trì được đà tăng trưởng doanh thu từ thị trường này tương đương với năm 2017, tức khoảng 7,5%/năm cho đến 2020.**

4.3. Triển vọng từ thị trường châu Á Thái Bình Dương

Châu Á là thị trường tiêu thụ lớn nhất của đá nhân tạo với hơn 60% thị phần nhu cầu toàn cầu. Trong đó Trung Quốc chiếm tới 44% và các thị trường lớn khác gồm có Israel, Nhật Bản và Hàn Quốc. Tuy nhiên, châu Á mới chỉ dừng lại ở mức tiềm năng đối với VCS khi doanh thu tại thị trường này của doanh nghiệp tương đối khiêm tốn với chỉ 0,6 triệu USD trong năm 2017, tương đương mức tỉ trọng doanh thu 0,4%.

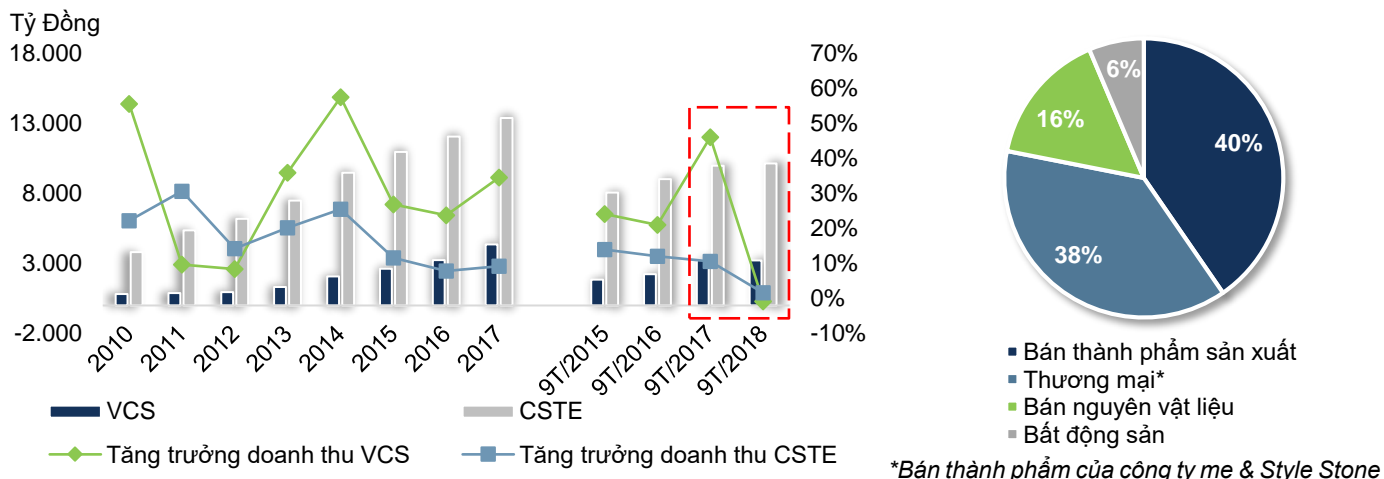
Đồng thời, VCS định hướng phát triển và mở rộng thị trường trong nước trong giai đoạn 2016 – 2019 với kế hoạch doanh thu khoảng 10 triệu USD/năm trong vòng 3 năm tới. Với hiệu quả từ các hoạt động mở rộng mạng lưới đại lý phân phối và marketing quảng bá sản phẩm, doanh thu lũy kế 3 quý 2018 của VCS tại thị trường Việt Nam ước đạt khoảng 150 tỷ VND, tương đương 6,5 triệu USD. **Do vậy, chúng tôi nhận định, bước sang năm 2019 việc hoàn thành kế hoạch doanh thu 10 triệu USD/năm tại thị trường Việt Nam là khả thi đối với VCS.**

IV. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu 2018 tăng trưởng thấp, chủ yếu từ sự chững lại của xây dựng dân dụng Mỹ

Biểu đồ: Tăng trưởng doanh thu VCS & CSTE GD 2010 - 2017

Ước tính cơ cấu doanh thu VCS 2017



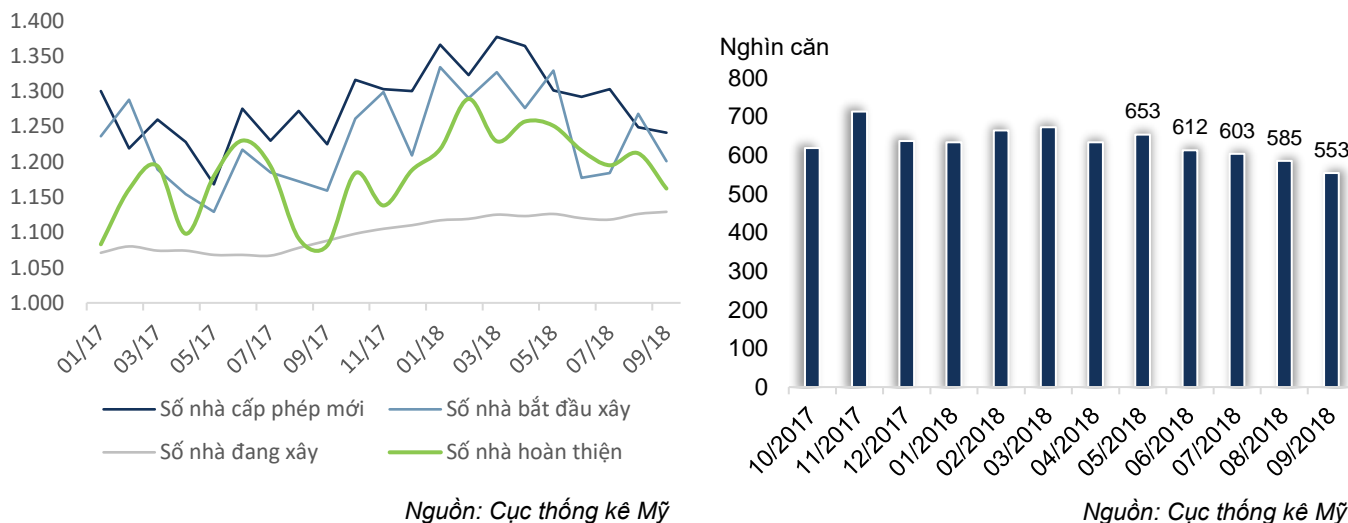
Nguồn: BCTC CSTE (Caesarstone), VCS, FPTs ước tính

Doanh thu Vicostone đạt mức tăng trưởng 27,1% trong giai đoạn 2010 – 2017 với động lực chính đến từ thị trường xây dựng và bất động sản Mỹ và việc xây dựng hệ thống phân phối trực tiếp của VCS tại khu vực này. Hoạt động xây dựng dân dụng và phi dân dụng tăng trưởng kéo theo nhu cầu countertops tăng mạnh, tạo cho VCS bước nhảy vọt về doanh thu. Năm 2017, doanh thu VCS đạt 4.353 tỷ đồng (+35% yoy) trong đó Bắc Mỹ đóng góp 30% và châu Úc đóng góp 18,5% vào tốc độ tăng trưởng chung. Theo FPTs ước tính, gần 80% doanh thu của VCS đến từ hoạt động kinh doanh chính, 16% đến từ bán nguyên liệu và 6% đến từ việc chuyển nhượng không lợi nhuận dự án nhà ở cán bộ công nhân viên cho công ty mẹ.

Tăng trưởng doanh thu 2018 thấp hơn kì vọng, nhiều khả năng không đạt kế hoạch doanh thu năm.

Biểu đồ: Xây dựng & cấp phép nhà ở mới tại Mỹ 2018

Biểu đồ: Doanh số bán nhà mới tại Mỹ 2018



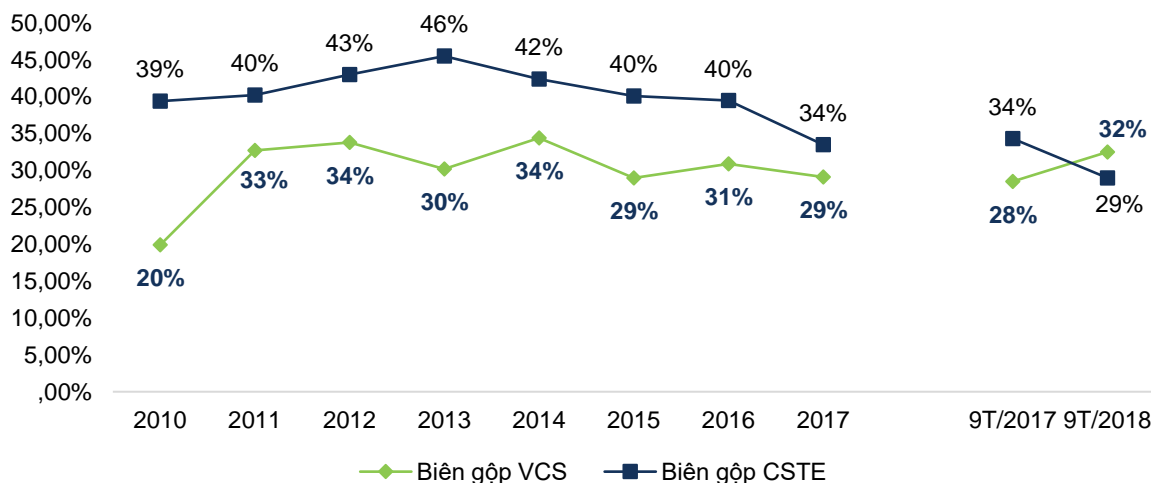
Doanh thu 9T/2018 của VCS không có sự tăng trưởng khi chỉ đạt 3.215 tỷ đồng (-0,8% yoy). Tương tự, tốc độ tăng trưởng doanh thu 9T/2018 của Caesarstone cũng chỉ đạt khiêm tốn 2% so với 11% vào năm 2017. Nguyên nhân chính đến từ sự chững lại của thị trường xây dựng dân dụng tại Mỹ, cụ thể là sự sụt giảm của hoạt động xây mới và hoàn thiện nhà dân dụng trong Q2/2018 so với Q1/2018. Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và thuế

chống trợ cấp lên gỗ mềm từ Canada khiến chi phí xây dựng nhà dân dụng tăng cao trong khi giá mua nhà bán sẵn cũng tăng do thiếu cung. Tuy nhiên, tăng trưởng xây dựng cho quý 4/2018 và 2019 tại Mỹ vẫn tiềm năng khi số nhà xin cấp phép mới 9T/2018 đã tăng 5,7% so với cùng kì. Tương tự, số nhà bắt đầu xây tăng trưởng 6,1% trong cùng thời gian; dự báo đi vào hoàn thiện trong Q4/2018 và Q1/2019.

Do vậy, chúng tôi đánh giá sự chứng lại về doanh thu của VCS chỉ là trong ngắn hạn, và triển vọng tăng trưởng trong dài hạn của VCS vẫn là khá tích cực. Doanh thu VCS năm 2018 ước tính đạt 4.381 tỷ đồng và tốc độ tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2018 – 2024 dự kiến ở mức 10%.

2. Tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình khoảng 31% trong giai đoạn 2010 – 2017 ([quay lại](#))

Biểu đồ: So sánh biên lợi nhuận gộp của VCS & CSTE giai đoạn 2010 – 2017 và 9T/2018

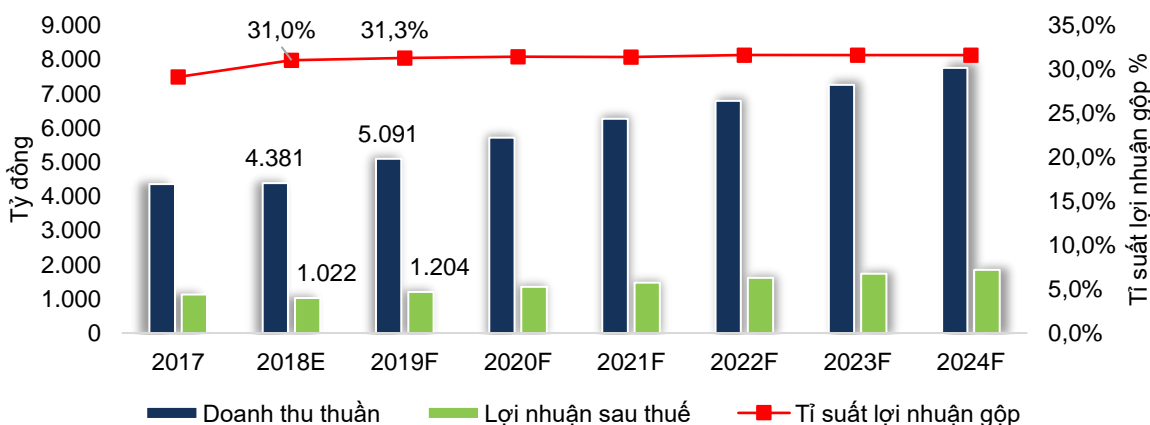


Nguồn: BCTC VCS, CSTE (Caesarstone)

Với hơn 85% doanh thu đến từ hoạt động phân phối trực tiếp, CSTE có tỉ suất lợi nhuận gộp cao hơn so với VCS do tối ưu được lợi nhuận. Tuy nhiên, có thể thấy biên gộp của cả hai doanh nghiệp đang có xu hướng giảm, đặc biệt là từ cuối 2014 khi nhập khẩu đá nhân tạo tằm của Trung Quốc bắt đầu tăng mạnh và chiếm hơn 50% thị phần nhập khẩu vào Mỹ. Cạnh tranh về giá tại thị trường chính Mỹ khiến VCS bị thu hẹp biên lợi nhuận gộp. Đồng thời, biến động tỷ giá cùng diễn biến giá dầu liên quan tới giá nhựa polyester và chi phí vận chuyển cũng ảnh hưởng mạnh tới biên gộp của doanh nghiệp. Năm 2017, mặc dù có sự hỗ trợ tốt từ việc tăng tỷ giá USD/VNĐ, tỉ suất lợi nhuận gộp của VCS giảm 1,8%, chủ yếu đến từ cạnh tranh giá tại thị trường Mỹ và giá nhựa polyester tăng mạnh trung bình 20%.

FPTS ước tính tỉ suất lợi nhuận gộp năm 2018 của VCS ở mức 31% (+2% yoy) và tiếp tục duy trì mức tỉ suất khoảng 30% - 31% trong giai đoạn 2018 – 2026.

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế



Nguồn: FPTS dự phóng

Chúng tôi định giá VCS sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E với trọng số 90:10. Giá trị cổ phiếu VCS theo 2 phương pháp có mức bình quân là **86.000 VNĐ/cp**, cao hơn 18% so với mức giá đóng cửa ngày 15/11/2017. Do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu ngắn hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		90%
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	84.554	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	89.196	
2	Phương pháp so sánh		10%
	So sánh P/E	78.012	
Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)		85.988	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018	12,19%	Phần bù rủi ro	9,25%
Chi phí sử dụng nợ	4,21%	Hệ số Beta	0,80
Chi phí sử dụng VCSH	14,53%	CAGR LNST 2018 – 2024	10,4%
Lãi suất phi rủi ro kì hạn 10 năm	5,45%	Tăng trưởng dài hạn	2%
		Thời gian dự phóng	7 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Lãi suất chiết khấu		12,19%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		2%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		14.562.359
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)		524,500
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		815,548
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		14.271.311
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		160
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		89.196
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		13.528.576
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		84.554

Giá mục tiêu	VNĐ/cp	86.875
---------------------	---------------	---------------

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh.

So sánh với một số doanh nghiệp nước ngoài sản xuất đá nhân tạo niêm yết.

Doanh nghiệp	Mã CK	Thị trường	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	P/E
Caesarstone	CSTE	Mỹ	11.824	13.361,5	595,3	10,37
Trung bình						10,37
Doanh nghiệp định giá	VCS	Việt Nam	12.000	4.352,5	1.121,8	11,24

Giá mục tiêu	VNĐ/cp	78.012
---------------------	---------------	---------------

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

					Đơn vị: Triệu đồng				
HĐKD	2017	2018E	2019F	2020F	CĐKT	2017	2018E	2019F	2020F
Doanh thu thuần	4.352.524	4.380.991	5.091.336	5.714.620	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	3.085.309	3.022.426	3.499.101	3.919.673	+ Tiền và tương đương tiền	656.279	874.151	1.329.990	1.876.879
Lợi nhuận gộp	1.267.215	1.358.565	1.592.235	1.794.947	+ Đầu tư TC ngắn hạn	30.000	-	-	-
- Chi phí bán hàng	95.648	96.718	118.969	141.108	+ Các khoản phải thu	951.291	953.915	1.050.134	1.189.805
- Chi phí quản lí DN	52.200	54.404	62.984	70.554	+ Hàng tồn kho	1.513.931	1.713.709	1.889.611	2.017.521
Lợi nhuận thuần HĐKD	1.119.367	1.207.444	1.410.282	1.583.285	+ Tài sản ngắn hạn khác	139.842	192.071	222.808	249.777
- (Lỗ)/lãi HĐTC	5.563	(4.602)	4.817	5.678	Tổng tài sản ngắn hạn	3.291.343	3.733.846	4.492.542	5.333.982
- Lợi nhuận khác	82	105	(1.210)	(3.891)	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.179.779	1.242.706	1.302.917	1.332.917
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	1.125.012	1.202.947	1.413.890	1.585.072	+ Khấu hao lũy kế	(709.771)	(728.284)	(807.171)	(886.731)
- Chi phí lãi vay	40.596	37.246	33.437	37.846	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	470.008	514.423	495.746	446.186
Lợi nhuận trước thuế	1.125.012	1.202.736	1.416.309	1.592.855	+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
- Thuế TNDN	3.234	180.410	212.446	238.928	+ Tài sản dài hạn khác	13.949	19.222	19.222	19.222
LNST	1.121.778	1.022.326	1.203.862	1.353.926	Tổng tài sản dài hạn	518.411	595.853	544.510	492.494
EPS (đ)	13.491	12.105	14.434	16.200	Tổng tài sản	3.809.755	4.329.699	5.037.052	5.826.476
					Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Chỉ số khả năng sinh lợi	2017	2018E	2019F	2020F	+ Phải trả người bán	431.410	428.518	497.999	558.965
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29,1%	31,0%	31,3%	31,4%	+ Vay và nợ ngắn hạn	955.025	815.548	880.139	893.257
Tỷ suất LNST	25,8%	23,3%	23,6%	3,6%	+ Quỹ khen thưởng	14.573	68.536	117.714	175.626
ROE DuPont	58,4%	37,9%	36,9%	35,2%	Nợ ngắn hạn				
ROA DuPont	31,4%	25,1%	25,7%	24,9%	+ Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-
Tỷ suất EBIT/doanh thu	25,8%	27,5%	27,8%	27,7%	Nợ dài hạn	448	360	360	360
LNST/LNTT	99,7%	85,0%	85,0%	85,0%	Tổng nợ				
LNTT / EBIT	100,0%	100,0%	100,2%	100,5%	+ Thặng dư	1.413.864	1.325.445	1.518.114	1.651.523
Vòng quay tổng tài sản	121,8%	107,6%	108,7%	105,2%	+ Vốn điều lệ	61	61	61	61
Đòn bẩy tài chính	186,0%	150,7%	143,6%	141,2%	+ LN chưa phân phối	800.000	1.600.000	1.600.000	1.600.000
					Vốn chủ sở hữu	1.506.872	1.522.217	2.006.809	2.627.390
					Tổng cộng nguồn vốn	3.809.755	4.329.699	5.037.052	5.826.476

Chỉ số TK/đơn bằ TC	2017	2018E	2019F	2020F
CS thanh toán hiện hành	2,33	2,82	2,96	3,23
CS thanh toán nhanch	1,26	1,52	1,71	2,01
CS thanh toán tiền mặt	0,49	0,66	0,88	1,14
Nợ / Tài sản	0,25	0,19	0,17	0,15
Nợ / Vốn CSH	0,40	0,27	0,25	0,21
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,40	0,27	0,25	0,21
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00
Khả năng TT lãi vay	27,71	32,30	42,28	41,88

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018E	2019F	2020F
Số ngày phải thu	66,8	75,00	70,00	70,00
Số ngày tồn kho	177,7	207,86	200,00	190,00
Số ngày phải trả	36,2	35,70	35,70	35,70
Thời gian luân chuyển tiền	208,3	247,16	234,30	224,30
COGS / Hàng tồn kho	2,0	1,76	1,85	1,94

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 233 cổ phiếu VCS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu VCS nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi, quận
Tây Hồ, TP. Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: (84.24) 37737070 / 62717171

Fax: (84.24) 37739058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.28) 62908686

Fax: (84.28) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.236) 3553666

Fax: (84.236) 3553888