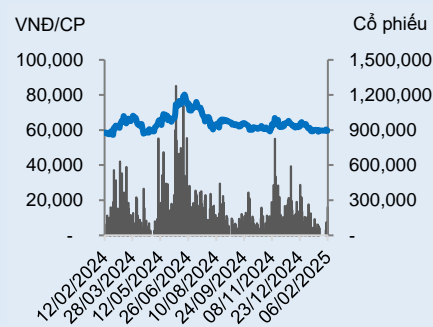


Khuyến nghị **OUTPERFORM**Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **74.000**Giá thị trường (06/02/2025) **59.600**Lợi nhuận kỳ vọng **+24,2%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	52.789-80.241
Vốn hóa	9.536 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	160.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	91.825
% sở hữu nước ngoài	1,62%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	4.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,7%
Beta	1,73

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VCS	-6,0%	-4,6%	-2,1%	-5,5%
HNX-Index	0,6%	1,5%	0,7%	-0,5%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Minh Khôi

(84 28) 3914.6888 ext. 259

khoi.nm@bvsc.com.vn

Công ty cổ phần VICOSTONE

Mã giao dịch: VCS

Reuters: VCS.HN

Bloomberg: VCS VN

Bức tranh xuất khẩu vẫn khó lường - Khó khăn liệu đã qua đi?

Cập nhật kết quả kinh doanh Q4.24 và cả năm 2024. VCS công bố kết quả kinh doanh Q4.24 với DTT đạt 1.102 tỷ đồng (+13,5% q/q, -4,5% y/y) và LNTT ở mức 223 tỷ đồng (+17,6% q/q, -20,9% y/y). Chi phí dịch vụ mua ngoài tăng 19,8% y/y là nguyên nhân chính khiến LNTT giảm sâu hơn so với DTT.

Lũy kế năm 2024, DTT và LNTT đạt 4.322 tỷ đồng (-0,7% y/y) và 953 tỷ đồng (-4,6% y/y), lần lượt hoàn thành 93,9% và 92,2% kế hoạch 2024. LNST-CĐTS năm 2024 ghi nhận ở mức 807 tỷ đồng (-4,6% y/y).

Triển vọng kinh doanh trong năm 2025.

Xuất khẩu: Mỹ - Nhu cầu hồi phục nhờ đầu tư tư nhân cải thiện trên mặt bằng lãi suất dự kiến thấp hơn cộng hưởng với xu hướng chuyển dịch sang sử dụng vật liệu chi phí cao và giá đầu vào xây dựng có dấu hiệu sụt giảm; **Canada** - Sức mua nhà vẫn duy trì ở mức cao do chính sách nhập cư cùng với hoạt động đẩy mạnh đầu tư công.

Nội địa: Kỳ vọng vào chu kỳ của thị trường bất động sản. Hoạt động xây dựng dân dụng được dự báo sẽ cải thiện trở lại trong năm 2025 và bước vào năm bản lề chu kỳ hồi phục của thị trường BĐS.

BVSC ước tính KQKD 2025 của VCS sẽ hồi phục tích cực trở lại sau 3 năm liên tiếp sụt giảm về doanh thu. Dự phóng DTT và LNTT của VCS ghi nhận ở mức **4.728 tỷ đồng (+9,4% y/y)** và **1.131 tỷ đồng (+18,6% y/y)**. Biên LNG cải thiện 1,0% lên mức **28,3%** và LNST-CĐTS năm 2025 đạt mức **958 tỷ đồng**.

Suất cổ tức bằng tiền đều qua các năm. VCS thường có kế hoạch trả cổ tức bằng tiền đều, với tỷ lệ thực hiện ít nhất 40% trong 4 năm gần nhất. BVSC kỳ vọng, VCS sẽ duy trì việc chia cổ tức 2024 với tỷ lệ thực hiện **40%** (tương tự năm khó khăn 2023); tương đương với lợi suất cổ tức **6,7%** so với thị giá hiện tại.

Định giá và Khuyến nghị. Sử dụng 2 phương pháp định giá DCF và P/E, BVSC ước tính giá mục tiêu đạt mức **74.000 đồng/cp**. Tổng lợi tức kỳ vọng ở mức **30,9%**, khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu **VCS**.

Rủi ro. (1) Ảnh hưởng từ việc áp thuế các mặt hàng xuất khẩu sang Mỹ có nguồn gốc từ Việt Nam; (2) Rủi ro bị điều tra phòng vệ thương mại và áp thuế CBPG cục bộ; (3) Tác động từ sự quan ngại liên quan đến bệnh bụi phổi Silic; và (4) Biến động giá NVL đầu vào.

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 4 và cả năm 2024

VCS công bố KQKD Q4.24 với DTT đạt 1.102 tỷ đồng (+13,5% q/q, -4,5% y/y) và LNTT ở mức 223 tỷ đồng (+17,6% q/q, -20,9% y/y). Biên LNG trong quý cuối năm giảm mạnh 1,2% về mức 26,0% so với Q3.24, trong bối cảnh giá xuất khẩu trung bình tại Việt Nam đã giảm 2,45% q/q.

Lũy kế năm 2024, DTT và LNTT đạt 4.322 tỷ đồng (-0,7% y/y) và 953 tỷ đồng (-4,6% y/y), lần lượt hoàn thành 93,9% và 92,2% kế hoạch 2024. LNST-CĐTTS ghi nhận ở mức 807 tỷ đồng.

Mảng Xuất khẩu - Đóng góp 74,1% DTT (2024)

- Hoạt động xuất khẩu tiếp tục đóng góp chủ đạo vào kết quả kinh doanh cả năm 2024 của VCS với DTT đạt 3.202 tỷ đồng (+3,0% y/y, đóng góp 74,1% tổng doanh thu). Xét riêng trong Q4.24, doanh thu xuất khẩu cải thiện trở lại sau khi tụt đáy trong Q3.24, với 811 tỷ đồng (+28,8% q/q, -4,2% y/y).
- Động lực chính đến từ sự khởi sắc trở lại trong quý cuối năm tại thị trường Mỹ, nhờ (1) Các nhà phân phối có khả năng đã gia tăng nhập hàng sau phát biểu áp thuế các mặt hàng xuất khẩu sang Mỹ của tân tổng thống Donald Trump, thể hiện thông qua sản lượng nhập khẩu đá thạch anh tăng đột biến trong Q4.24; và (2) một số đơn hàng dời tiến độ bàn giao từ Q3.24 sang Q4.24 do giá cước vận tải biển trong Q3.24 tăng mạnh.

Mảng Nội địa - Đóng góp 25,9% DTT (2024)

- VCS ghi nhận 1.120 tỷ đồng DTT từ hoạt động kinh doanh trong nước trên lũy kế năm 2024 (-10,0% y/y, đóng góp 25,9% tổng doanh thu). Xét riêng Q4.24, doanh thu nội địa ghi nhận ở mức 292 tỷ đồng, giảm 6,3% so với cùng kỳ năm trước.
- Vicostone có kế hoạch đẩy mạnh hoạt động kinh doanh nội địa để giảm bớt sự phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu. Tuy nhiên, sự thiếu hụt nguồn cung của thị trường bất động sản tại khu vực miền Nam, khiến tình hình kinh doanh chưa thật sự khả quan. Ngoài ra, tỷ lệ sử dụng đá thạch anh trong nước vẫn tương đối thấp do giá bán của VCS cao hơn đáng kể so với các sản phẩm thay thế khác, dù có nhiều lợi thế về chất lượng.

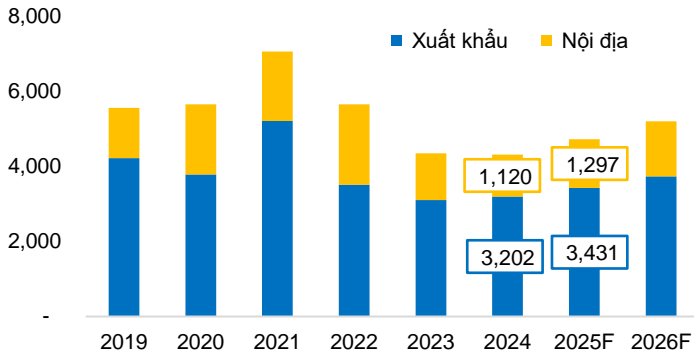
Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	Q4.24	Q4.23	%y/y	2024	2023	%y/y
Doanh thu thuần	1.102	1.154	-4,5%	4.322	4.354	-0,7%
- Xuất khẩu	811	846	-4,2%	3.202	3.110	3,0%
- Nội địa	291	308	-5,3%	1.120	1.244	-10,0%
Lợi nhuận gộp	287	341	-15,9%	1.178	1.221	-3,5%
Doanh thu tài chính	25	24	4,7%	102	103	-0,1%
Chi phí tài chính	(16)	(22)	-24,4%	(62)	(101)	-38,5%
Thu nhập/(Chi phí) ròng khác	(2)	(2)	-7,5%	(7)	(7)	-2,0%
Lợi nhuận trước thuế	223	281	-20,9%	953	999	-4,6%
Lợi nhuận sau thuế	189	237	-20,1%	807	846	-4,6%

Nguồn: VCS, BVSC tổng hợp

Triển vọng kinh doanh năm 2025

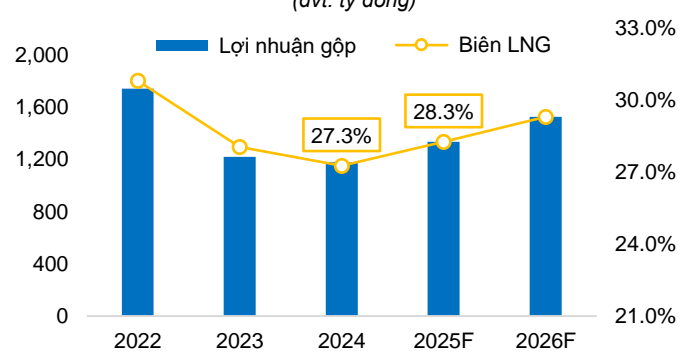
Năm 2025, BVSC dự phóng DTT và LNTT của VCS ghi nhận ở mức 4.727 tỷ đồng (+9,4% y/y) và 1.131 tỷ đồng (+18,6% y/y). LNST-CĐTS năm 2025 đạt mức 958 tỷ đồng.

DTT theo thị trường giai đoạn 2019-2026F
(đvt: tỷ đồng)



Nguồn: VCS, BVSC tổng hợp và dự phóng

Lợi nhuận gộp và biên LNG giai đoạn 2022-2026F
(đvt: tỷ đồng)

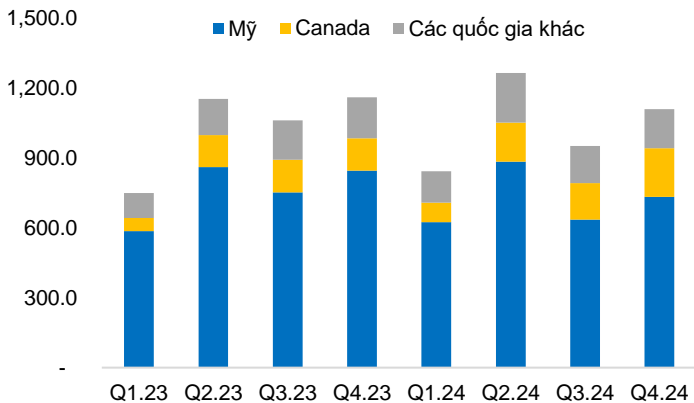


Nguồn: VCS, BVSC tổng hợp và dự phóng

Xuất khẩu: Doanh thu thuần năm 2025 dự báo ở mức 3.431 tỷ đồng, tăng 7,2% y/y, đóng góp 72,6% cơ cấu doanh thu của Vicostone

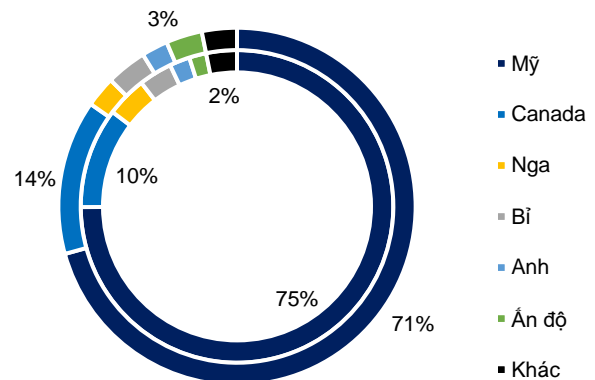
Hoạt động xuất khẩu đóng vai trò chủ đạo trong cơ cấu doanh thu của VCS, chiếm tỷ trọng dao động từ 62,2% đến 75,9%. Trong đó, Mỹ là thị trường cốt lõi khi đóng góp đến 71,9% tổng doanh thu xuất khẩu năm 2024. Tiếp sau đó là Canada, chiếm 14,4% tổng doanh thu xuất khẩu và các quốc gia khác (như Nga, Bỉ, Ấn Độ, ...). Do đó, trong báo cáo này, BVSC sẽ tập trung đánh giá và dự báo triển vọng hoạt động kinh doanh tại thị trường Mỹ - Thị trường chủ lực của VCS.

Doanh thu xuất khẩu theo thị trường
(đvt: tỷ đồng)



Nguồn: VCS, BVSC tổng hợp

Tỷ trọng doanh thu các thị trường xuất khẩu năm 2023 và 2024



Nguồn: VCS, BVSC tổng hợp

Ghi chú: vòng trong cho năm 2023, vòng ngoài cho năm 2024

Mỹ: Nhu cầu kỳ vọng hồi phục từ 2H25 nhờ mặt bằng lãi suất thấp hơn cộng hưởng với lạm phát được kiểm soát tốt, kích thích hoạt động đầu tư tư nhân vào nhà ở

BVSC nhận định, hoạt động kinh doanh đá nhân tạo gốc thạch anh của VCS tại Mỹ dự kiến sẽ duy trì sự ổn định trong 1H25. Bước sang giai đoạn 2H25, BVSC kỳ vọng tăng trưởng sẽ hồi phục trở lại nhờ (1) mặt bằng lãi suất dự báo về mức thấp hơn năm 2024 từ đó kích thích hoạt động đầu tư tư nhân vào nhà ở, bao gồm cả xây mới và sửa chữa nhà ở; (2) tồn kho nhà ở giảm về mức cân bằng sau thời gian hấp thụ trong 1H25; (3) xu hướng chuyển dịch sang các vật liệu chi phí cao, sẽ thúc đẩy sản lượng tiêu thụ đá nhân tạo gốc thạch anh; và (4) giá VLXD và chi phí đầu vào cho xây dựng nhà ở mới có diễn biến giảm trong ba quý gần nhất.

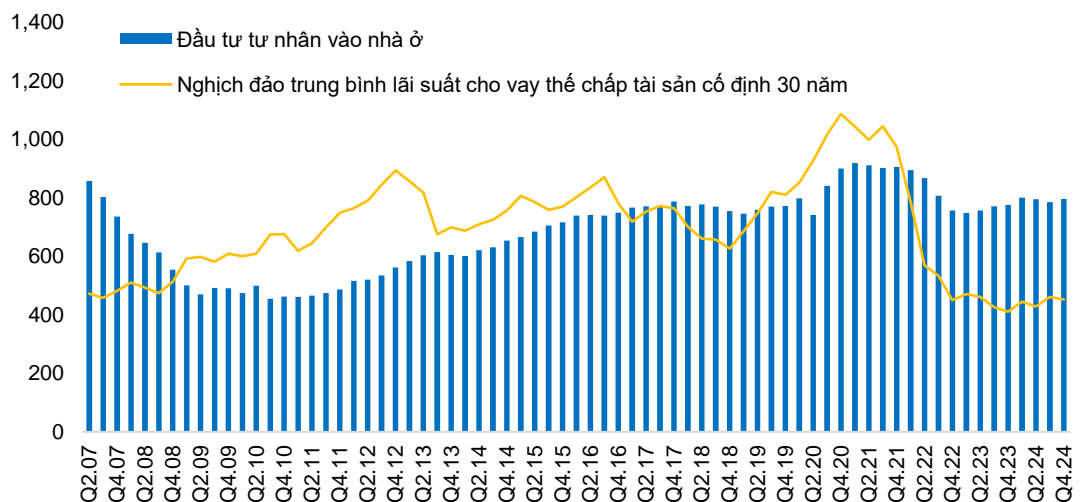
Trên cơ sở thận trọng, BVSC ước tính giá bán năm 2025 sẽ biến động không đáng kể, tăng **0,9% y/y**, trong bối cảnh sản lượng xuất khẩu dự báo tăng **6,0% y/y**, do phản ánh những diễn biến khó lường từ chính sách về thuế xuất khẩu tại Mỹ.

Đầu tư tư nhân vào nhà ở dự báo hồi phục 6-8% khi mặt bằng lãi suất lùi về mức thấp

Triển vọng kinh doanh đá nhân tạo gốc thạch anh của Vicostone gắn liền với hoạt động đầu tư tư nhân vào nhà ở, bao gồm xây dựng mới và sửa chữa. Xét trong cả năm 2024, tổng mức đầu tư tư nhân vào nhà ở tại Mỹ đã tăng 4,1% y/y trong khi nhập khẩu đá nhân tạo gốc thạch anh tăng 13,5% y/y trong 11T.24. Nhu cầu tiêu thụ tuy đã có dấu hiệu cải thiện, song vẫn tương đối yếu trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế Mỹ giảm tốc và tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức cao.

Xét riêng quý cuối năm, tổng mức đầu tư vào nhà ở tại Mỹ đã hồi phục trở lại sau hai quý giảm liên tiếp, trước những động thái hạ lãi suất điều hành liên tiếp của FED kể từ T9.24.

Diễn biến nghịch đảo trung bình lãi suất cho vay thế chấp tài sản cố định 30 năm và đầu tư tư nhân vào nhà ở đã điều chỉnh lạm phát tại Mỹ
(đvt: tỷ USD - %)



Nguồn: Fred, BVSC tổng hợp

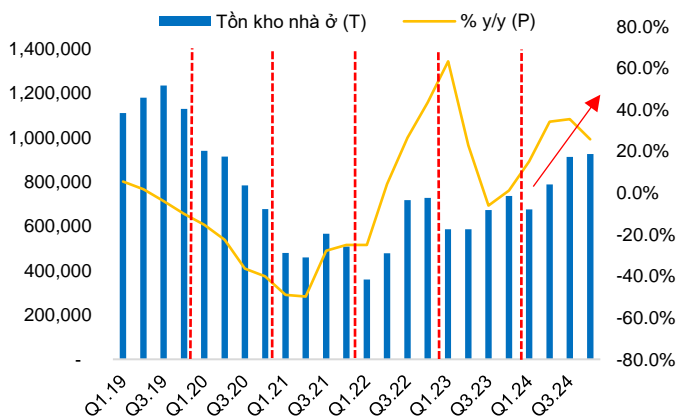
BVSC nhận thấy, nhu cầu đầu tư vào nhà ở tại Mỹ có thể sẽ hồi phục và tăng trưởng trở lại trong 2025 khi mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà (thường tính bằng lãi suất cho vay thế chấp tài sản cố định 30 năm) năm 2025 dự kiến về mức thấp hơn. Theo ước tính của ngân hàng Well Fargo, lãi suất này có thể sẽ về quanh mốc **5,5%** trong bối cảnh FED đã cắt giảm 100 điểm lãi suất trong 2024 và dự báo sẽ hạ thêm 50 điểm phần trăm trong 2025. Hiện, diễn biến lãi suất cho vay đầu tư nhà ở có sự hồi phục nhẹ về quanh mốc 6,9%, sau khi tụt đáy ở mức 6,1% trong tháng 9 vừa qua.

Tồn kho nhà ở tăng trở lại trong 2024 và sẽ giảm dần trong 1H.25

Một yếu tố khác cũng ảnh hưởng trực tiếp đến xây dựng dân dụng, tồn kho nhà ở hoàn thành (niêm yết sẵn sàng để bán) tăng mạnh 28,2% y/y trong năm 2024. BVSC dự báo, chỉ báo này sẽ duy trì ở mức cao đến Q1.25 dựa trên dữ liệu số lượng nhà ở khởi công trong quá khứ. Do đó, thị trường nhà ở tại Mỹ sẽ cần thời gian (khoảng 4-6 tháng theo quan sát lịch sử) để hấp thụ phần nào lượng tồn kho kể trên, trước khi số lượng nhà ở khởi công mới cải thiện đáng kể trở lại. Động thái kể trên cũng phần nào giải thích cho sự sụt giảm mức đầu tư tư nhân vào nhà ở trong Q2.24 và Q3.24 khi tồn kho nhà ở tăng mạnh lần lượt 16,6% q/q và 15,8% q/q.

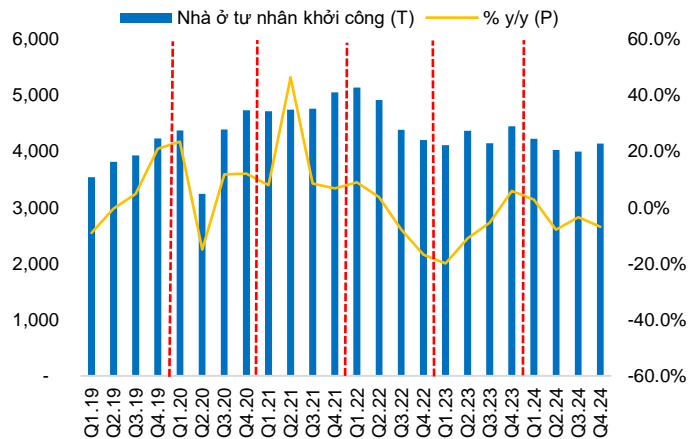
Quan sát chi tiết hơn, dữ liệu kể trên đã hạ nhiệt trở lại kể từ T12.24 và giảm tốc trong Q4.24, phần nào kéo theo sự hồi phục về mức đầu tư vào nhà ở trong cùng quý.

Tồn kho nhà ở tại Mỹ và tăng trưởng % y/y
(đơn vị tính: nghìn đơn vị)



Nguồn: Fred, BVSC tổng hợp

Nhà ở tư nhân khởi công và % y/y
(đơn vị tính: nghìn đơn vị)



Nguồn: Fred, BVSC tổng hợp

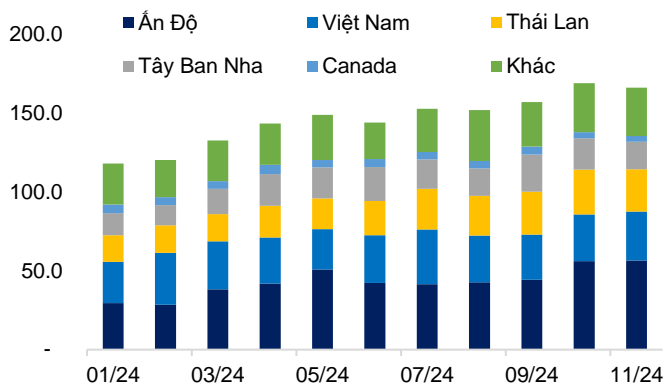
Nếu kịch bản lãi suất và sự sụt giảm tồn kho nhà ở diễn biến như dự kiến, đầu tư tư nhân vào nhà ở tại Mỹ năm 2025 được dự báo sẽ tăng trưởng khoảng **5-8% y/y**, dựa trên sự tương quan trong mức lãi suất, tồn kho và mức đầu tư tư nhân trong quá khứ, cụ thể là giai đoạn 2018 và 2022. Từ đó, thúc đẩy cho hồi phục sản lượng của VCS tại thị trường này. BVSC dự báo, sản lượng xuất khẩu của VCS sẽ tăng **6,0% y/y** trong năm 2025, với động lực chủ đạo đến từ thị trường Mỹ.

Việt Nam là quốc gia đứng thứ hai về mức độ đóng góp giá trị xuất khẩu sang Mỹ

Xét theo kim ngạch nhập khẩu sang Mỹ, Ấn Độ và Việt Nam là hai quốc gia đóng góp lớn nhất về giá trị xuất khẩu đá thạch anh gốc nhân tạo sang Mỹ. Trong các quốc gia xuất khẩu đá thạch anh gốc nhân tạo chủ lực sang Mỹ, Ấn Độ là quốc gia có mức giá bán trung bình thấp nhất. Tiếp sau đó là Tây Ban Nha và Việt Nam.

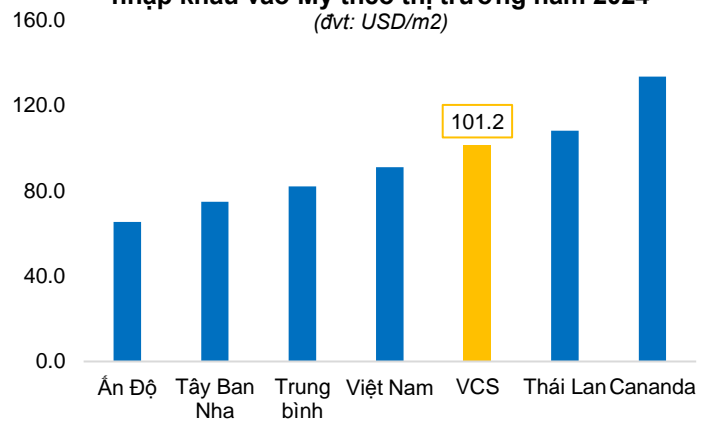
Giá bán của Việt Nam cao hơn đáng kể so với Ấn Độ và Tây Ban Nha do VCS chiếm gần **50%** tổng kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ. Cụ thể, phân khúc của Vicostone là phân khúc cao cấp, khiến cho giá bán trung bình của VCS cao hơn nhiều so với các sản phẩm thay thế khác. Từ đó, dẫn đến giá trung bình cao hơn đáng kể so với hai quốc gia còn lại.

Giá trị nhập khẩu vào Mỹ theo HS CODE: 6810.99.0020 và 6810.99.0040
(đvt: triệu USD)



Nguồn: USITC, BVSC tổng hợp

Ước tính giá bán trung bình đá nhân tạo nhập khẩu vào Mỹ theo thị trường năm 2024
(đvt: USD/m²)



Nguồn: USITC, VCS, BVSC ước tính và tổng hợp

Định vị phân khúc sản phẩm giúp Vicostone giảm bớt áp lực cạnh tranh về giá bán

Như đã đề cập ở trên, VCS định vị sản phẩm tập trung vào phân khúc Cao cấp và một phần nhỏ trong phân khúc Trung cấp. Trong phân khúc cao cấp, VCS cạnh tranh trực tiếp với các đối thủ như Silestone - Cosentino (Tây Ban Nha), Caesarstone (Israel), Compac (Tây Ban Nha), Cambria (Mỹ), Dupont (Mỹ), Wilsomart (Mỹ), ... Sự cạnh tranh tập trung vào chất lượng sản phẩm và kênh phân phối. VCS đã có 14 trung tâm phân phối tại khu vực Bắc Mỹ, tập trung chính ở Mỹ và Canada. So sánh với các đối thủ lớn như Silestone - Cosentino hay Caesarstone, với 36 và 20 trung tâm phân phối, bao gồm cả trực tiếp và thông qua đại lý. Ý thức được vai trò của thương hiệu, trong 2024, VCS đã hoàn thành cơ cấu hệ thống phân phối và đưa về duy nhất 1 thương hiệu là VICOSTONE.

Diễn biến giá bán trung bình mặt hàng đá nhân tạo gốc thạch anh có xuất xứ từ Việt Nam năm 2024 tiếp đà sụt giảm (-3,74 % y/y). Với VCS, giá bán tại thị trường Mỹ 2024 biến động không đáng kể, nhờ (1) áp lực cạnh tranh trong phân khúc cao cấp bớt khắc nghiệt hơn; và (2) mạng lưới phân phối rộng cùng tệp khách hàng thân thiết, giúp Vicostone giữ được sản lượng bán hàng, kiểm soát tốt giá đầu ra.

Với những số liệu có được từ thị trường Mỹ, chúng tôi chưa thể đánh giá toàn diện về khả năng cạnh tranh giá của VCS tại Mỹ so với các đối thủ khác do sự hạn chế về mặt dữ liệu thống kê. Song, với (1) dự báo nhu cầu tiêu thụ hồi phục; (2) mức độ cạnh tranh về giá trong cùng phân khúc không cao; và (3) mạng lưới phân phối rộng, BVSC kỳ vọng, diễn biến giá bán của VCS năm 2025 sẽ khởi sắc trở lại. Trên cơ sở thận trọng, BVSC dự phóng giá bán của VCS tại Mỹ sẽ chỉ biến động không đáng kể **0,9% y/y**.

Nội địa: Doanh thu thuần năm 2025 dự báo ở mức 1.297 tỷ đồng, tăng 15,7% y/y, đóng góp 27,4% cơ cấu doanh thu của VCS

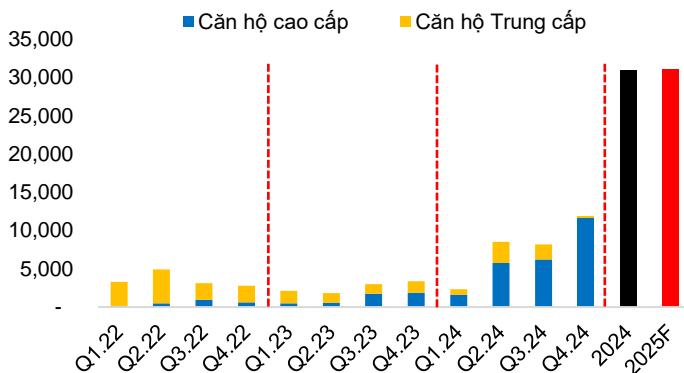
BVSC nhận định, mảng kinh doanh nội địa sẽ hồi phục trong năm 2025 nhờ (1) Hoạt động xây dựng dân dụng dự báo sẽ cải thiện khi thị trường bất động sản bước vào năm khởi đầu chu kỳ hồi phục; và (2) Sức mua cải thiện nhờ mặt bằng cho vay vẫn duy trì mức mức phù hợp, hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, xu hướng sử dụng đá nhân tạo gốc thạch anh trong nước vẫn còn tương đối thấp do giá bán cao, có thể khiến tốc độ hồi phục mảng kinh doanh nội địa của VCS sẽ chưa có sự gia tăng đột biến, dù quy mô vẫn còn thấp.

Triển vọng từ năm bản lề trong chu kỳ hồi phục của thị trường bất động sản

Kể từ T8.24, bộ ba Luật BĐS sửa đổi đã chính thức có hiệu lực. Động thái trên được kỳ vọng, sẽ là tiền đề để gỡ rối những vấn đề pháp lý còn tồn đọng, giúp thị trường bất động sản có hành lang pháp lý thuận tiện và minh bạch hơn. Qua đó, giúp các chủ đầu tư tự tin hoạt động tích cực trở lại, mở đường cho sự hồi phục trong tương lai. BVSC nhận định, năm 2025 sẽ là năm khởi đầu cho chu kỳ hồi phục của thị trường bất động sản, cũng như hoạt động xây dựng dân dụng nội địa. Qua đó, trực tiếp kích thích nhu cầu chi tiêu vật liệu xây dựng trong nước.

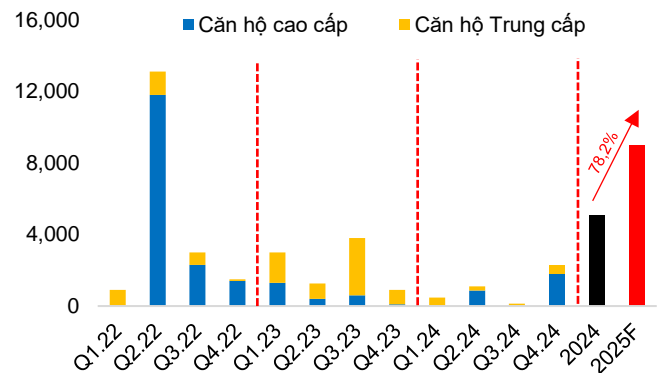
Song, mức độ ưa chuộng sử dụng đá nhân tạo gốc thạch anh tại Việt Nam không lớn do chi phí cao, dù có những tính năng tối ưu hơn các sản phẩm thay thế khác. Do đó, sản phẩm này thường chỉ được sử dụng nhiều trong phân khúc căn hộ cao cấp, hạng sang và một phần trong phân khúc trung cấp. Trong báo cáo này, chúng tôi tập trung phân tích nguồn cung phân khúc trung cấp và cao cấp do đóng góp của phân khúc hạng sang không đáng kể.

Nguồn cung mở bán căn hộ mới tại Hà Nội
(đvt: căn hộ)



Nguồn: CBRE, BVSC tổng hợp

Nguồn cung mở bán căn hộ mới tại HCMC
(đvt: căn hộ)



Nguồn: CBRE, BVSC tổng hợp

Xét về nguồn cầu, theo thống kê từ CBRE, dễ dàng nhận thấy sự lệch pha rõ rệt giữa hai thị trường bất động sản lớn nhất cả nước. Tại Hà Nội, số lượng nguồn cung mới căn hộ trung cấp và cao cấp tăng mạnh 3,1 lần trong năm 2024, với khoảng 30.900 căn hộ mở bán ra thị trường. Trong đó, căn hộ cao cấp đóng góp chủ đạo với khoảng hơn 25.000 căn. Ngược lại, tại TP. Hồ Chí Minh, vốn vụn chỉ 5.050 căn hộ được đưa vào thị trường, giảm mạnh 55% so với cùng kỳ.

Theo ước tính của CBRE, khoảng hơn 40.000 căn hộ sẽ mở bán trong năm 2025 trên cả hai thị trường, với trọng tâm vẫn tại Hà Nội với khoảng 31.000 căn. Đáng chú ý, nếu ước tính là chính xác, đây là tổng mức cao nhất của cả hai thị trường trong vòng 3 năm trở lại đây, chỉ ra tín hiệu khởi sắc đầu tiên trong bối cảnh thị trường bất động sản vẫn còn nhiều khó khăn.

Động lực tăng trưởng doanh thu phụ thuộc vào sản lượng hơn là gia tăng về giá bán

Mặc dù có nhiều lợi thế vượt trội về chất lượng, tỷ lệ sử dụng đá nhân tạo gốc thạch anh tại Việt Nam nói chung cũng như các sản phẩm của Vicostone nói riêng vẫn rất thấp, do giá bán cao hơn các sản phẩm thay thế khác, đặc biệt là đá tự nhiên.

Đối với giá bán của VCS, do định vị phân khúc là cao cấp nên giá bán của Vicostone cao hơn từ 2-5 lần so với sản phẩm đá tự nhiên hoặc các loại đá nhân tạo gốc thạch anh khác. Từ đó, khiến khả năng tăng giá bán của Vicostone trong thị trường nội địa tương đối thấp. BVSC dự phóng giá bán nội địa biến động không đáng kể, tăng **2,0% y/y**, tương đồng diễn biến năm 2024.

Giá bán đá vân mây tại thị trường Việt Nam (ĐVT: Triệu đồng/m2)	Giá bán cập nhật đến 2024
Đá tự nhiên	1,4-3,1
Đá nhân tạo gốc thạch anh VICOSTONE vân mây	3,4-13,2
Đá vân mây nhân tạo Marble	2,0-6,0
Đá vân mây nhân tạo Solid Surface	1,0-6,0
Đá vân mây nhân tạo Trung Quốc	0,5-2,5
Đá vân mây nhân tạo Hàn Quốc	3,0-5,0
Đá trắng Ý vân mây	2,5-12,0

Nguồn: VCS, BVSC tổng hợp

Mở rộng kênh phân phối để gia tăng sự tiếp cận và khai mở nhu cầu khách hàng đón đầu sự hồi phục nền kinh tế trong dài hạn

Về nguồn cung, sản lượng tiêu thụ nội địa ước tính chỉ đạt khoảng **10,9%** tổng sản lượng đầu ra của VCS trong năm 2024. Trong khi đó, hiện tất cả các nhà máy của Phenikaa đang hoạt động dưới mức công suất thiết kế, ước khoảng 51% tổng công suất thiết kế. Do đó, dư địa cho sự tăng trưởng của các nhà máy sản xuất trong tập đoàn Phenikaa vẫn còn rất lớn.

Về mẫu mã, Vicostone cho ra mắt hơn 23 mẫu mã mới trong năm 2024, chủ yếu mang tính cải tiến về thẩm mỹ nhằm đa dạng hóa cho khách hàng. Động thái trên thể hiện sự quan tâm nhiều hơn vào thị trường nội địa của Vicostone. Mục tiêu nhằm gia tăng trải nghiệm và mở rộng hơn nhu cầu đá nhân tạo gốc thạch anh trong thị trường nội địa.

Về kênh phân phối, từ năm 2018, VCS bắt đầu đặt sự chú ý nhiều hơn đến thị trường trong nước, tập trung chính vào 3 thành phố lớn ở Hà Nội, Đà Nẵng và TP. Hồ Chí Minh. Theo thống kê từ doanh nghiệp, ngoài 3 showroom lớn tại 3 thành phố kể trên, sản phẩm của Vicostone gần như phủ sóng khắp cả nước với hơn 1.000 đại lý toàn quốc.

Trong trung và dài hạn, BVSC đánh giá nhu cầu sẽ hồi phục trở lại dựa trên quan điểm về chu kỳ hồi phục của thị trường bất động sản nội địa. BVSC dự phóng, sản lượng tiêu thụ nội địa dự báo sẽ hồi phục **13,5% y/y** từ mức nền đáy trong 2024 và giá bán chỉ cải thiện nhẹ **2,0% y/y**.

Chi tiết kết quả kinh doanh 2024

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2024	2023	% yoy	Diễn giải
Doanh thu	4.322	4.354	-0,7%	Hoàn thành 93,9% kế hoạch năm 2024.
- Xuất khẩu	3.202	3.110	3,0%	Doanh thu xuất khẩu tăng nhẹ nhờ giá trị xuất khẩu sang thị trường sang hai thị trường chủ lực là Mỹ và Canada có sự cải thiện, nhưng chưa đáng kể. Tại thị trường Mỹ, việc mặt bằng lãi suất cho vay duy trì ở mức cao trong nửa đầu năm, đã khiến mức đầu tư chi tiêu cho nhà ở tại quốc gia này liên tục giảm trong Q2.24 và Q3.24. Hơn thế nữa, tồn kho nhà ở tại Mỹ liên tục gia tăng khiến hoạt động xây mới bị hoãn lại. Từ đó, dẫn đến tình hình kinh doanh đá thạch anh nhân tạo chưa có nhiều khởi sắc, kéo theo mức tăng trưởng kém ấn tượng, bất chấp mức nền thấp trong 2023. BVSC ước tính, tổng sản lượng xuất khẩu trong năm 2024 tăng 1,9% y/y.
- Nội địa	1.120	1.244	-10,0%	Tình hình kinh doanh nội địa chưa thật sự hiệu quả khi sản lượng cung cấp cho nội địa chỉ chiếm 10,9% tổng sản lượng đầu ra của VCS. Diễn biến trên chủ yếu do (1) thị trường bất động sản vẫn tương đối ảm đạm, đặc biệt là khu vực phía Nam, khi cần thời gian để hấp thụ bộ ba Luật BĐS sửa đổi mới; và (2) xu hướng sử dụng đá thạch anh nhân tạo trong thị trường nội địa còn thấp do giá bán cao. BVSC ước tính, tổng sản lượng cung cấp trong nước của VCS trong 2024 đã giảm 14,5% y/y.
Lợi nhuận gộp	1.178	1.221	-3,5%	Biên LNG giảm đáng kể 0,7% so với 2023 xuống mức 27,3% trong năm, khi giá xuất khẩu trung bình tại thị trường chủ lực - Mỹ giảm đáng kể 3,74% y/y. Nhu cầu tiêu thụ vẫn tương đối yếu cùng với doanh nghiệp có thể đã phải điều chỉnh giá bán để san sẻ gánh nặng chi phí vận tải biển tăng cao trong năm, có thể là những tác nhân chính khiến biên LNG bị co hẹp.
Doanh thu tài chính	102	103	-0,1%	Doanh thu tài chính gần như không đổi, bởi sự bù trừ lẫn nhau giữa mức tăng từ lợi nhuận thực từ chênh lệch tỷ giá trong bối cảnh tỷ giá USD/VND tăng mạnh 4,66% YTD trong 2024 với mức giảm của khoản lãi tiền gửi, tiền cho vay trong năm.
Chi phí tài chính	(62)	(101)	-38,5%	Chi phí lãi vay giảm cộng hưởng với mức giảm từ khoản lỗ thực do chênh lệch tỷ giá.
Thu nhập/(Chi phí) ròng khác	(7)	(7)		
LNTT	953	999	-4,6%	
LNST	807	846	-4,6%	Hoàn thành 92,2% kế hoạch năm 2024.

Nguồn: VCS, BVSC dự phóng

Chi tiết dự phóng kết quả kinh doanh 2025

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2025	2024	% yoy	Diễn giải
Doanh thu	4.727	4.322	9,4%	
- Xuất khẩu	3.431	3.202	7,2%	BVSC dự báo sản lượng tăng trưởng 6,0% y/y trong khi giá bán biến động không đáng kể, tăng 0,9% y/y.
- Nội địa	1.297	1.120	15,7%	BVSC dự báo sản lượng tăng trưởng 13,5% y/y trong khi giá bán cải thiện khiêm tốn, tăng 2,0% y/y.
Lợi nhuận gộp	1.336	1.178	13,4%	Biên LNG 2025 hồi phục về mức 28,3% khi giá bán và sản lượng được dự báo tăng trưởng trên cả 2 thị trường xuất khẩu và nội địa. Ngoài ra, giá NVL đầu vào sẽ được kiểm soát tốt do khả năng tự cung và nội địa hóa lên đến 99% tổng giá trị đầu vào.
Doanh thu tài chính	132	102	28,9%	Dự báo tỷ giá USD/VND duy trì ở mức cao trong 2025, giúp VCS ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận thực từ chênh lệch tỷ giá. Bên cạnh đó, lãi tiền gửi, tiền cho vay hồi phục trở lại nhờ lượng tiền cuối năm 2024 cao hơn 12,9% so với cuối năm 2023.
Chi phí tài chính	(55)	(62)	-12,1%	
Thu nhập/(Chi phí) ròng khác	-	(7)		
LNTT	1.131	953	18,6%	
LNST - CĐTS	958	807	18,6%	

Nguồn: VCS, BVSC dự phóng

Định giá

BVSC sử dụng kết hợp định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF - FCFE) và phương pháp hệ số giá so sánh (P/E) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu VCS. Giá hợp lý xác định theo trọng số cả hai phương pháp là **74.000 đồng/cp** (cao hơn **+24,2%** so với giá thị trường ngày 06/02/2025), khuyến nghị **OUTPERFORM**.

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng	Mục tiêu	Giá trị
DCF - FCFE	76.300	70%		53.400
P/E	68.800	30%	11,5x	20.600
Giá mục tiêu (đồng/cp)				74.000

Phương pháp DCF

BVSC xác định giá trị hợp lý theo phương pháp DCF - FCFE để xác định giá trị doanh nghiệp của hoạt động chủ đạo là chế biến và kinh doanh đá thạch anh nhân tạo. Điều chỉnh tăng/giảm tài sản và nợ trên báo cáo tài chính Q4.24, BVSC ước tính giá mục tiêu ở mức **76.300 đồng/cp**.

Định giá theo phương pháp P/E

BVSC xác định giá mục tiêu theo phương pháp P/E ở mức **68.800 đồng/cp**, tương ứng với mức P/E mục tiêu là **11,5x**. P/E mục tiêu được xác định dựa trên trung bình có hệ số của các mẫu sau:

- P/E từ doanh nghiệp niêm yết nước ngoài có hoạt động kinh doanh tương đồng đã chiết khấu, do sự khác biệt về môi trường niêm yết và đầu tư.
- P/E của các doanh nghiệp nội địa hoạt động trong cùng lĩnh vực sau khi đã chiết khấu, bởi sự khác nhau về cơ cấu hoạt động kinh doanh cũng như quy mô doanh nghiệp.
- P/E trung bình của VCS trong giai đoạn 2 năm gần nhất, kể từ sau khi đạt đỉnh lợi nhuận.

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá trị	Chiết khấu	Mục tiêu
P/E từ doanh nghiệp nước ngoài	20%	16,5x	20%	13,2x
P/E trung bình các doanh nghiệp nội địa	30%	14,3x	20%	11,4x
P/E trung bình trong 2 năm gần nhất	50%	10,9x	0%	10,9x
P/E mục tiêu				11,5x
Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (đồng/cp)				5.985
Giá mục tiêu (đồng/cp)				68.800

Chi tiết giá trị thống kê của các mẫu dùng trong định giá P/E:

Doanh nghiệp	Mã CK	Thị trường	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	Chiết khấu	Mục tiêu
Doanh nghiệp nước ngoài (Tỷ trọng: 20%)				16,5x	20%	13,2x
Caesarstone	CTSE US	Mỹ	10.614	16,5x		
Doanh nghiệp nội địa (Tỷ trọng: 30%)				14,3x	20%	11,4x
Phú Tài	PTB VN	Việt Nam	4.411	13,4x		
CMC	CVT VN	Việt Nam	934	17,9x		
Minh Hưng	GMH VN	Việt Nam	132	21,2x		
Mỹ Xuân	GMX VN	Việt Nam	163	12,0x		
P/E trung bình VCS trong 2 năm gần nhất (Tỷ trọng: 50%)				10,9x	0%	10,9x
Vicostone	VCS VN	Việt Nam	10.192	10,9x		

Nguồn: FiinPro, Bloomberg, BVSC ước tính và tổng hợp

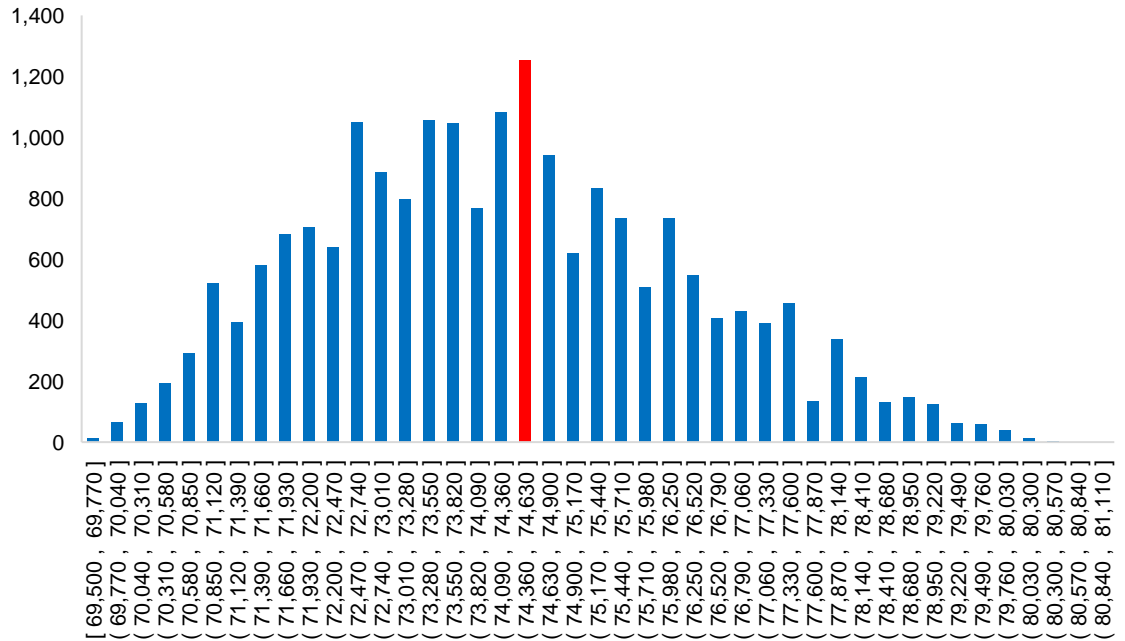
Phân tích kịch bản giá theo phương pháp Monte Carlo

Chúng tôi mô phỏng phân phối xác suất của biến ngẫu nhiên là giá trị hợp lý của VCS với 20.000 mẫu thử khác nhau theo phương pháp Monte Carlo, dựa trên tập hợp các biến độc lập, cụ thể như sau:

- Tăng trưởng sản lượng và giá bán đầu ra tại thị trường xuất khẩu năm 2025.
- Tăng trưởng sản lượng và giá bán đầu ra tại thị trường nội địa năm 2025.
- Tăng trưởng kép CAGR giai đoạn 2028 trở đi.
- Biến động biên lợi nhuận gộp năm 2025.
- Chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.
- Với các yếu tố khác, BVSC sử dụng số liệu dựa trên kịch bản cơ sở.

Kết quả cho thấy, giá trị trung bình đạt **74.255 đồng/cp**, với trung vị ở mức **74.300 đồng/cp**. Khoảng tin cậy tương ứng 90% kết quả dao động trong vùng giá từ **70.480 đồng/cp - 78.850 đồng/cp**, tương ứng với mức upside dao động từ **18% đến 32%**. Hiện, giá trị hợp lý theo kịch bản cơ sở của chúng tôi ở mức **74.000 đồng/cp**.

Phân phối xác suất về giá trị hợp lý của VCS theo phương pháp Monte Carlo
(Đvt: đồng/cp)



Khuyến nghị

BVSC đánh giá hoạt động kinh doanh của VCS sẽ chứng kiến năm 2025 hồi phục từ nền thấp, với trọng tâm vẫn ở thị trường xuất khẩu. Mặt bằng lãi suất thấp hơn tại Mỹ trong bối cảnh lạm phát được kiểm soát, sẽ là tiền đề cho sự cải thiện hoạt động đầu tư tư nhân vào nhà ở - Nguồn cầu chính cho các sản phẩm của VCS. Song, tín hiệu tăng trưởng sẽ rõ ràng hơn kể từ 2H25 khi thị trường Mỹ cần thời gian để hấp thụ lượng hàng tồn kho nhà ở tăng cao trong 2024. Đối với thị trường nội địa, năm 2025 được dự báo sẽ là năm đầu tiên trong chu kỳ hồi phục của thị trường bất động sản. Song, tăng trưởng từ hoạt động kinh doanh nội địa sẽ chưa có sự đột biến do tỷ trọng sử dụng đá thạch anh nhân tạo trong nước vẫn khá thấp.

Nhìn về lịch sử, VCS thường có kế hoạch trả cổ tức bằng tiền đều, với tỷ lệ thực hiện giữ **trên 40%** trong 4 năm gần nhất. Năm 2023 với nhiều khó khăn, VCS vẫn duy trì trả cổ tức bằng tiền với tỷ lệ thực hiện 40%, tương đương với lợi suất cổ tức **6,7%** với thị giá hiện tại. BVSC đánh giá, suất cổ tức đều đặn của VCS là điểm sáng đối với việc đầu tư vào cổ phiếu này.

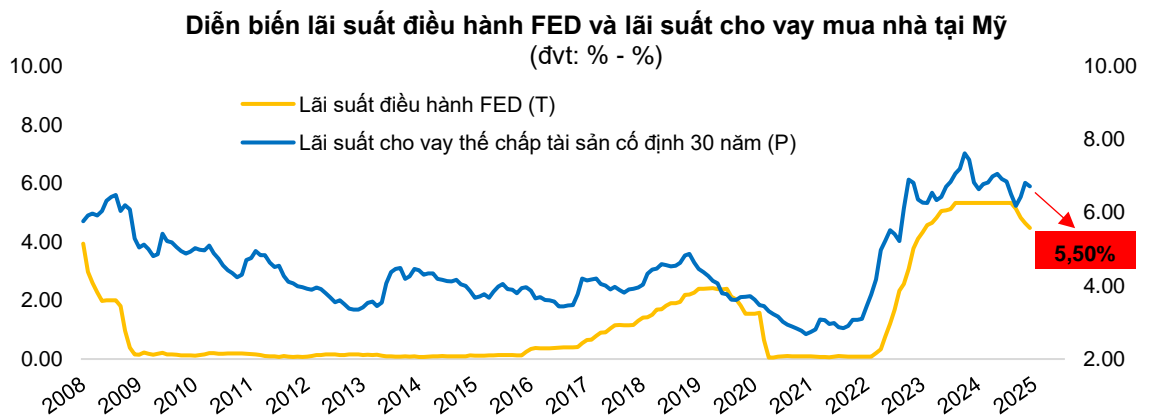
BVSC ước tính giá mục tiêu đạt mức **74.000 đồng/cp**, với tổng lợi tức kỳ vọng ở mức **30,9%**, khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu **VCS**.

Phụ Lục

Các yếu tố trong triển vọng kinh doanh Q4.24 và 2025

Chu kỳ nới lỏng chính sách tiền tệ của FED đã bắt đầu

Trong kỳ họp FOMC T9.24, FED đã bắt đầu hạ 50 điểm phần trăm lãi suất điều hành, đánh dấu điểm đảo chiều trong chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, trước các chỉ báo kinh tế trái chiều cùng với việc ông Donald Trump tái đắc cử Tổng thống Mỹ vừa qua, triển vọng hạ lãi suất trong năm 2025 đã giảm bớt sự tích cực. Trong dự báo chỉ báo kinh tế mới nhất trong kỳ họp FOMC T12.24, kỳ vọng hạ lãi suất năm 2025 của FED đã giảm về mức 50 điểm phần trăm từ mức 100 điểm trong dự báo tháng 9.



Nguồn: Fred, Bloomberg, BVSC tổng hợp

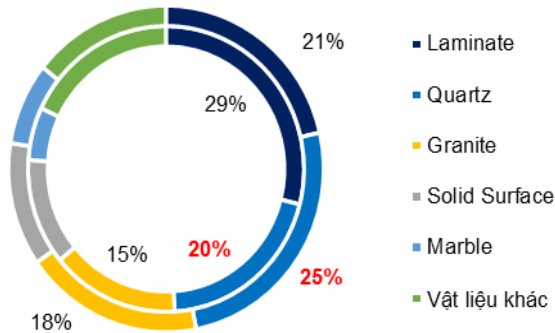
Song, nhìn chung mặt bằng lãi suất điều hành FED đã thấp hơn đáng kể sau 3 lần hạ lãi suất trong cuối năm 2024. BVSC cho rằng, lãi suất cho vay thế chấp tài sản cố định 30 năm sẽ diễn biến cùng chiều với lãi suất điều hành và tiếp tục lùi về mặt bằng thấp hơn trong 2025.

Xu hướng chuyển dịch sang sử dụng vật liệu chi phí cao tại Mỹ

BVSC nhận thấy, xu hướng chuyển dịch mạnh mẽ từ các vật liệu chi phí thấp như Laminate sang các vật liệu tối ưu hơn với chi phí cao như Granite, Quartz và Marbles tại thị trường Mỹ. Diễn biến trên đã giúp thị phần mảng Quartz tăng trưởng mạnh mẽ lên vị trí dẫn đầu, ước tính khoảng **25%**.

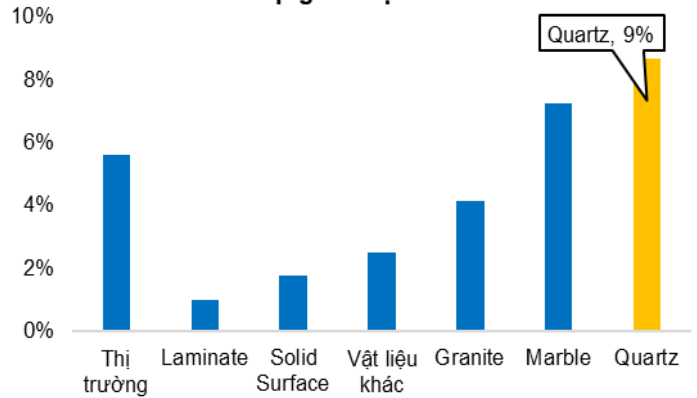
Theo ước tính của Freedonia, tăng trưởng kép (CAGR) của Quartz trong thị trường countertop ước tính đạt khoảng **8,65% mỗi năm**, tăng nhanh hơn tất cả các vật liệu thay thế khác.

Ước tính thị phần các vật liệu Countertop tại thị trường Mỹ năm 2022 và 2024



Nguồn: Freedonia, Expert Research, BVSC tổng hợp
Ghi chú: vòng trong cho năm 2022, vòng ngoài cho năm 2024

Tăng trưởng kép (CAGR) các vật liệu Countertop giai đoạn 2025 - 2033

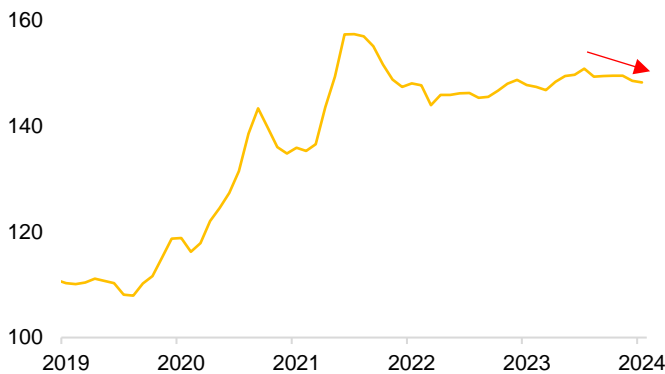


Nguồn: Freedonia, Caesarstone, Expert Research, BVSC tổng hợp

Chi phí đầu vào xây dựng tại Mỹ có tín hiệu sụt giảm

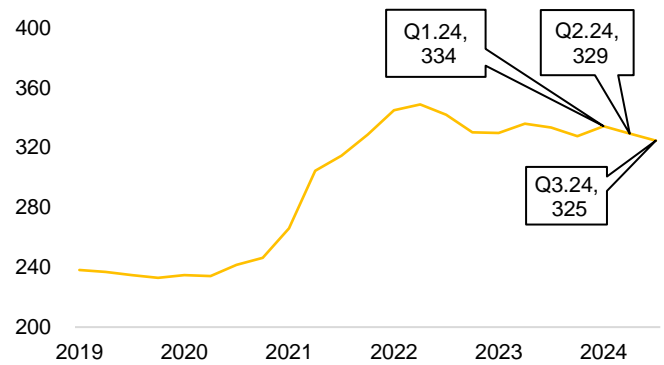
Quan sát 3 quý gần nhất, giá đầu vào rỗng trong xây dựng nhà ở mới cũng như giá VLXD tại Mỹ đang có dấu hiệu sụt giảm. Điều này sẽ hỗ trợ một phần cho sự tự tin tiêu thụ của người dân tại Mỹ trong hoạt động đầu tư vào nhà ở.

Chỉ số giá đầu vào rỗng cho xây dựng nhà ở dân cư mới
(Chỉ số 2014 = 100)



Nguồn: Fred, BVSC tổng hợp

Chỉ số giá vật liệu xây dựng tại Mỹ
(Chỉ số 1982 = 100)



Nguồn: Fred, BVSC tổng hợp

Triển vọng kinh doanh tại Canada: Nhu cầu nhà ở tăng cao do chính sách nhập cư và đẩy mạnh đầu tư công

Chính sách nhập cư mở cửa của Canada được xem là động lực tăng trưởng kinh tế của quốc gia này, khi họ tập trung vào những người nhập cư có tay nghề cao. Lượng nhập cư lớn này đã khiến nhu cầu nhà ở tại Canada ngày một gia tăng. Hơn thế nữa, Chính phủ cũng đẩy mạnh các động thái đầu tư cơ sở hạ tầng, kích thích cho quy mô thị trường bất động sản tại quốc gia này. Với mức sống cao, người dân tại quốc gia này thường tập trung vào các vật liệu có đặc tính nổi trội với chi phí cao thay vì các sản phẩm thay thế chi phí thấp.

Theo ước tính của Mordor Intelligence, tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2019-2029 của thị trường bất động sản thương mại tại Canada ở mức **7,6% mỗi năm**. Đây là tiền đề hỗ trợ cho sự ổn định đà tăng trưởng của thị trường bất động sản tại quốc gia này nói chung, cũng như tình hình kinh doanh của Vicostone tại Canada nói riêng.

Rủi ro VCS có thể sẽ đối mặt trong năm 2025

Ảnh hưởng tiêu cực từ khả năng bị áp thuế các mặt hàng xuất khẩu sang Mỹ từ Việt Nam

Tổng thống Mỹ vừa ký lệnh áp thuế đối với các mặt hàng xuất khẩu từ Canada và Mexico, cũng như tăng mức áp thuế đối với các sản phẩm đến từ Trung Quốc. Đây được xem là sự khởi đầu cho chuỗi chính sách thuế quan của Mỹ dưới thời Donald Trump, đồng thời bỏ ngỏ khả năng Mỹ áp thuế lên các mặt hàng nhập khẩu các quốc gia còn lại (bao gồm cả Việt Nam).

Đối thủ cạnh tranh lớn nhất của Vicostone tại Mỹ là Silestone (Tây Ban Nha) và Caesarstone (Israel). Trước năm 2023, Caesarstone có một nhà máy sản xuất tại Richmond Hill, GA, Mỹ. Song, nhà máy này đã đóng cửa kể từ cuối 2023. Diễn biến này là một động thái tích cực đối với VCS, khi các đối thủ cạnh tranh lớn không còn lợi thế loại bỏ thuế quan từ các nhà máy sản xuất tại Mỹ.

Do đó, nếu kịch bản thuế quan áp dụng đồng đều trên cả Việt Nam và các quốc gia cạnh tranh trực tiếp, như Tây Ban Nha, Israel, Thái Lan, ... BVSC đánh giá, **mức độ tiêu cực sẽ không quá lớn**. Bởi lẽ, quy mô tự chủ sản xuất của nội địa Mỹ tương đối nhỏ và áp lực cạnh tranh giá bán sẽ bớt gay gắt hơn trong phân khúc của VCS. Chúng tôi nhận định **đây là kịch bản cơ sở và có xác suất xảy ra cao hơn**.

Với **kịch bản tiêu cực hơn**, khi Mỹ sẽ áp thuế xuất khẩu đối với Việt Nam, nhưng không áp thuế đối với các quốc gia cạnh tranh trực tiếp khác. Hoạt động xuất khẩu mảng đá thạch anh của các doanh nghiệp nội địa như Vicostone **sẽ bị ảnh hưởng rất tiêu cực**, do lợi thế cạnh tranh về giá của các đối thủ khác sẽ được khuếch đại đáng kể. Điều này sẽ khiến thị phần của Vicostone bị ảnh hưởng nghiêm trọng, bất chấp sự khác biệt về phân khúc.

Biểu thuế quan nhập khẩu vào thị trường Mỹ đối với mặt hàng đá thạch anh nhân tạo

Mặt hàng (HS code 6-unit: 6810.99)	HS Code	Đơn vị	Thuế quan	
			NTR (VN)	Non-NTR
Tấm thạch anh thô làm vật liệu Countertop (Hình chữ nhật dài 3m trở lên và rộng 1,25m trở lên)	6810.99.0020	m2	0%	30%
Tấm thạch anh thô làm vật liệu Countertop (Khác)	6810.99.0040	m2	0%	30%
Vật liệu khác	6810.99.0080	no.	0%	30%

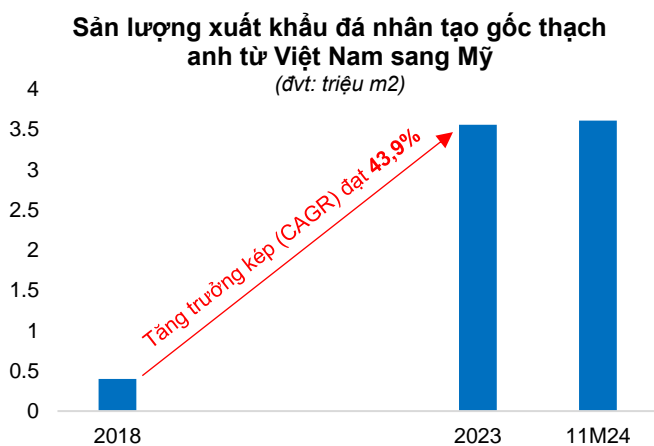
Nguồn: USITC, BVSC tổng hợp

Ghi chú: Sản phẩm từ Việt Nam hưởng mức thuế NTR

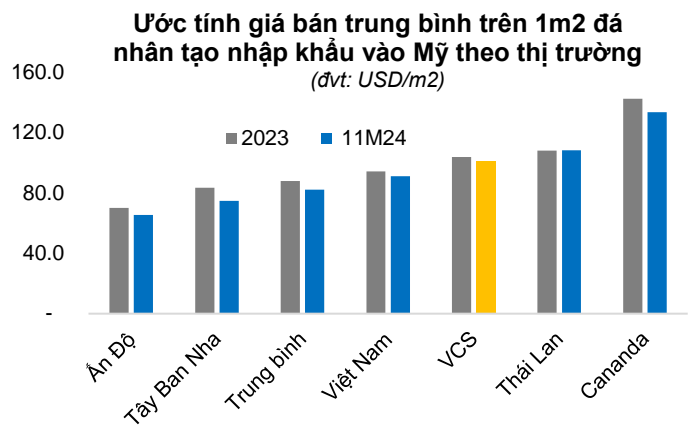
Rủi ro đá thạch anh nhân tạo xuất xứ Việt Nam bị điều tra và áp thuế CBPG tại Mỹ

Bộ Công Thương công bố danh sách cảnh báo sớm đối với 17 mã ngành hàng sản xuất tại Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ có nguy cơ điều tra về phòng vệ thương mại, gian lận xuất xứ và chuyển tải bất hợp pháp. Trong đó, bao gồm sản phẩm bề mặt thạch anh với mã HS Code: 6810.99.

Kể từ T5.19, Mỹ đã chính thức áp thuế đối với sản phẩm đá nhân tạo gốc thạch anh có xuất xứ từ Trung Quốc, với mức thuế chống bán phá giá (CBPG) từ **265,81%** đến **336,69%**, với mức thuế CTC từ **45,32%** đến **190,99%**. Động thái này đã khiến giá trị xuất đá nhân tạo gốc thạch anh của Trung Quốc từ vị thế dẫn đầu trong năm 2018 với 579 triệu USD giảm mạnh về dưới 100 triệu USD trong năm 2019. Tính đến hiện nay, giá trị xuất khẩu từ Trung Quốc chỉ ghi nhận vốn vụn 7,8 triệu USD trong năm 2023, đóng góp không đáng kể vào cơ cấu chung. Ấn Độ và Việt Nam là hai quốc gia hưởng lợi nhiều nhất khi thị phần gia tăng mạnh trong giai đoạn 2019-2024, vươn lên vị trí dẫn đầu và thứ hai thị phần tại Mỹ.



Nguồn: USITC, BVSC tổng hợp



Nguồn: USITC, BVSC tổng hợp và ước tính

Xét riêng Việt Nam, cơ sở để Việt Nam bị khiếu kiện hay điều tra CBPG là có, bởi (1) tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2018-2023 lên đến **43,9%**, tương ứng với **335,9 triệu USD** giá trị xuất khẩu và **3,6 triệu m2** sản lượng xuất sang Mỹ trong năm 2023; (2) giá bán có xu hướng giảm do mức độ cạnh tranh gay gắt trong ngành và sự sụt giảm về nhu cầu trong năm 2023; (3) rủi ro các nhà sản xuất khác tại Việt Nam (đặc biệt là các doanh nghiệp FDI) nhập khẩu quartz từ Trung Quốc để xuất khẩu sang Mỹ nhằm lẩn tránh thuế CBPG áp lên quốc gia này; và (4) trong các đối thủ cạnh tranh, tồn tại các doanh nghiệp nội địa Mỹ (Cambria, Dupont, ...), xác suất bị đệ đơn kiện lên USITC là có.

Trong kịch bản Việt Nam bị áp thuế CBPG lên mã ngành hàng, VCS với mức độ nội địa hóa nguyên vật liệu đầu vào lên đến 99% cùng với hệ thống dữ liệu quản lý và truy xuất nguồn gốc rõ ràng, có thể cung cấp đầy đủ các bằng chứng để nhận một mức thuế ưu đãi hơn. Tuy nhiên, việc bị áp thuế cục bộ vẫn sẽ tác động tiêu cực lên Vicostone do thời gian từ khi có kết quả sơ bộ đến khi kháng nghị thành công thường kéo dài khoảng 1 năm. Trong thời gian này, Vicostone vẫn phải chịu mức áp thuế CBPG kể trên, cho đến khi có quyết định về mức thuế ưu đãi hơn.

Rủi ro tiềm ẩn từ vấn đề bệnh bụi phổi Silic

Châu Úc nói chung hay nước Úc nói riêng từng là thị trường xuất khẩu quan trọng của VCS khi đóng góp đến 17% cơ cấu doanh thu trong năm 2021. Tuy nhiên, kể từ khi quốc gia này nêu lên những lo ngại về tác động tiêu cực của bệnh bụi phổi Silic cho đến khi ban hành lệnh cấm hoàn toàn các sản phẩm thạch anh gốc nhân tạo (bất kể hàm lượng silica) trong T7.24, sản lượng xuất khẩu của VCS sang thị trường này đã sụt giảm nghiêm trọng. Xét trong 10T.24, VCS không ghi nhận bất kỳ đơn hàng nào xuất sang Úc.

Từ ngày 29/12/2023, Bộ khung tiêu chuẩn Khẩn cấp tạm thời về silica - được soạn thảo bởi Ban An toàn và Sức khỏe Lao động của Bang California (Cal/OSHA) đã được cơ quan Chính phủ phê duyệt và sẽ áp dụng trong 1 năm tới đối với các sản phẩm đá nhân tạo có hàm lượng silica trên 0,1% và cả đá tự nhiên có hàm lượng silica trên 10%. Động thái trên diễn ra trong bối cảnh những lo ngại về ảnh hưởng của bệnh bụi phổi Silic ngày càng nghiêm trọng và gia tăng tại Mỹ và cả New Zealand.

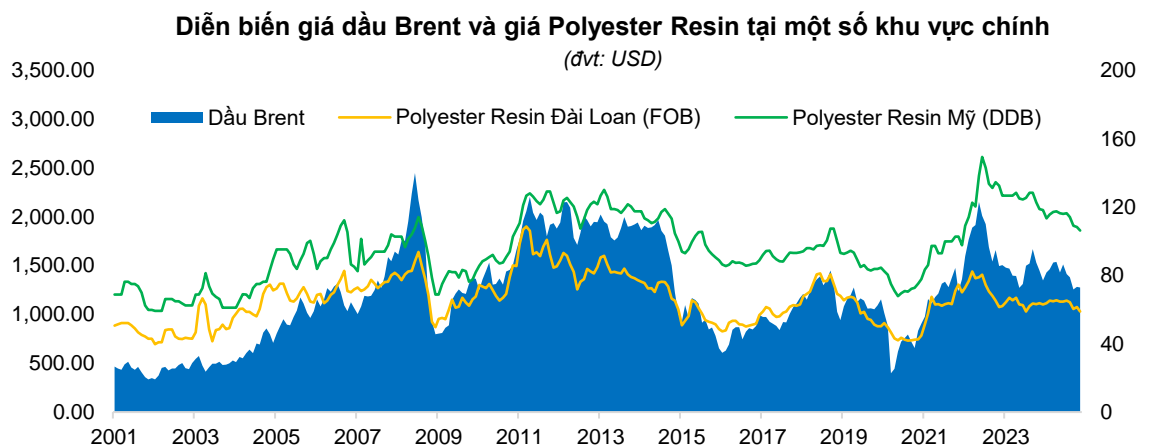
Đứng trước viễn cảnh trên, các nhà phân phối lớn bao gồm cả VCS đã phải có những biện pháp như (1) Nâng cao phương án bảo hộ cho nhân viên; (2) Duy trì đào tạo nội bộ; (3) Triển khai các giải pháp làm giảm nồng độ bụi; và (4) Thường xuyên cập nhật các quy định Chính phủ. Song, đây không phải là giải pháp dài hạn. Hoạt động R&D nhằm thay đổi công thức sản phẩm nhằm giảm hàm lượng silic trong sản phẩm cần được VCS đẩy mạnh, tương tự như Silestone và Caesarstone. Tuy nhiên, phương án này sẽ hao tốn lượng lớn tài nguyên của Vicostone.

Biến động giá Nguyên vật liệu đầu vào

BVSC ước tính, chi phí NVL đầu vào chiếm đến hơn 90% cơ cấu chi phí giá vốn của Vicostone. Trong đó, nguyên vật liệu đầu vào chính của Vicostone là Quartz, Cristobalite và Polyester Resin.

Polyester Resin (40% chi phí vốn - 7% tỷ trọng khối lượng)

Nhựa Polyester nguyên sinh dạng lỏng (Polyester Resin) có nguồn gốc trích xuất từ quá trình chưng cất dầu thô. Do đó, giá Polyester Resin sẽ thường biến động cùng chiều với diễn biến giá dầu thô (dầu Brent), vốn khó lường và gần như không thể dự báo chính xác.



Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

Theo EIA, dự báo giá dầu Brent trung bình sẽ đạt 73 USD/thùng trong 2025 và 84 USD/thùng trong năm 2030, tương ứng với mức tăng trưởng kép (CAGR) đạt 2,5%/năm.

Hiện, Vicostone đang mua trực tiếp vật liệu này từ nhà máy hóa chất Phenikaa (Công ty con của tập đoàn Phenikaa). VCS đồng thời đang nhận chuyển nhượng lại toàn bộ dự án liên quan đến nhà máy này, song do vấn đề liên quan pháp lý nên đến nay vẫn chưa hoàn tất tiến trình. Việc tự chủ nguồn NVL này sẽ giúp Vicostone giảm được chi phí đầu vào và hạn chế biến động vốn khó lường của giá NVL này. BVSC ước tính, giá đầu vào Polyester Resin của Vicostone sẽ tăng trưởng **thấp hơn 1% mỗi năm**, thấp hơn so với mức biến động giá dầu nhờ khả năng tự chủ nguồn cung ứng NVL này.

Quartz và Cristobalite (40% chi phí vốn - 93% tỷ trọng khối lượng)

VCS hiện đang mua đá quartz từ các doanh nghiệp nội địa trong khi Cristobalite được cung cấp từ công ty con TNHH MTV Đầu tư & Chế Biến khoáng sản Phenikaa Huế. Hiện nhà máy đang chạy 120% công suất mỗi năm, tương ứng 86.400 tấn/năm. Sản lượng đầu ra hoàn toàn có thể cung cấp đủ cho nhu cầu của VCS, phần còn lại đang bán ra ngoài thị trường. Năm 2021, công ty cũng đầu tư một dây chuyền nghiền sàng công suất để nâng cao chất lượng quartz thay thế hoàn toàn cho hàng nhập khẩu trước đây.

Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi vẫn dự báo mức tăng trưởng giá Quartz và Cristobalite đầu vào giai đoạn 2025-2030 **dao động từ 1% đến 3% mỗi năm**.

Vật liệu khác

Vật liệu khác thường sẽ bao gồm hóa chất phụ gia (Sylan, Catalyst) và bột màu R902. Do tỷ trọng đóng góp vào cơ cấu chi phí tương đối nhỏ (khoảng 2%). BVSC hiện đang ước tính mức tăng trưởng **dưới 1%** cho giai đoạn 2025-2030.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	5.660	4.354	4.322	4.727
Giá vốn	(3.917)	(3.133)	(3.144)	(3.392)
Lợi nhuận gộp	1.743	1.221	1.178	1.336
Doanh thu tài chính	98	103	102	132
Chi phí tài chính	(137)	(101)	(62)	(55)
Lợi nhuận sau thuế	1.149	846	807	958

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Tiền, khoản tương đương tiền	1.112	1.461	2.265	2.158
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.750	1.217	1.329	1.392
Hàng tồn kho	2.578	2.644	1.816	2.230
Tài sản cố định hữu hình	975	868	775	680
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tổng tài sản	6.600	6.478	6.463	6.746
Nợ vay ngắn hạn	1.628	1.441	1.328	1.322
Nợ vay dài hạn	93	40	29	-
Vốn chủ sở hữu	4.869	4.986	5.110	5.427
Tổng nguồn vốn	6.600	6.478	6.463	6.746

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-19,9%	-23,1%	-0,7%	9,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-35,2%	-26,3%	-4,6%	18,6%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	30,8%	28,0%	27,3%	28,3%
Lợi nhuận thuần biên	20,3%	19,4%	18,7%	20,3%
ROA	17,0%	12,9%	12,5%	14,5%
ROE	23,6%	17,0%	15,8%	17,6%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	21,7%	17,0%	14,9%	13,7%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	29,5%	22,2%	18,9%	17,1%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	7.179	5.290	5.045	5.985
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	30.410	31.149	31.925	33.907

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Minh Khôi** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng, CFA

Ngân hàng, Bảo hiểm
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú, CFA

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Khu công nghiệp
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtnn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viêt Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương, CFA

Năng lượng, Chứng khoán, Cao su, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không
thanhnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi

Vật liệu xây dựng
khoim@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888