



BÁO CÁO NGÀNH Q4.2021

XI MĂNG

KHUYẾN NGHỊ:

HT1 - 25,915 ĐỒNG/CP

BCC - 15,775 ĐỒNG/CP

NỘI DUNG CHÍNH

1 Cập nhật tình hình ngành xi măng: Giá bán tăng nhẹ, sản lượng giảm mạnh trong Q3/2021

2 Triển vọng ngành xi măng 2022: Hồi phục sau COVID-19

3 Doanh nghiệp khả quan:

CTCP Xi măng Vicem Hà Tiên (HOSE: HT1)

CTCP Xi măng Bim Sơn (HNX: BCC)

TÌNH HÌNH CHUNG

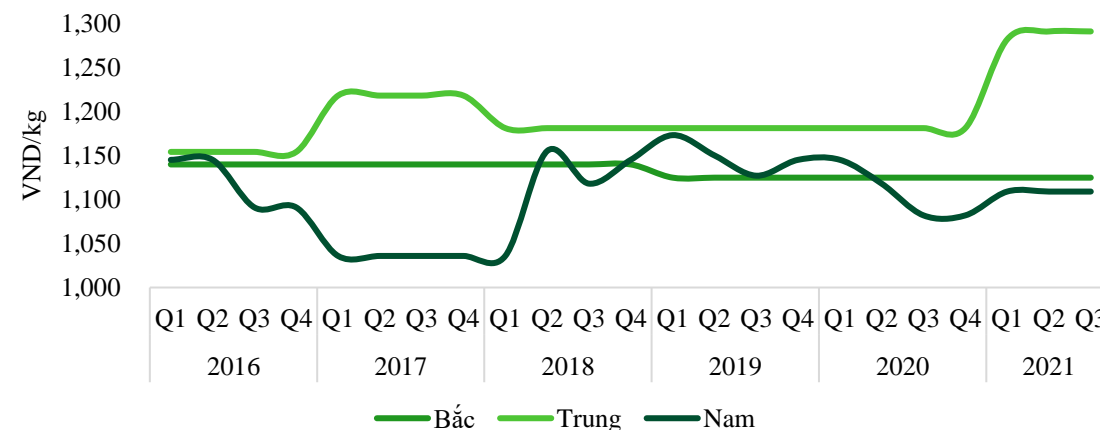
TRIỂN VỌNG NGÀNH

DOANH NGHIỆP KHẢ QUAN

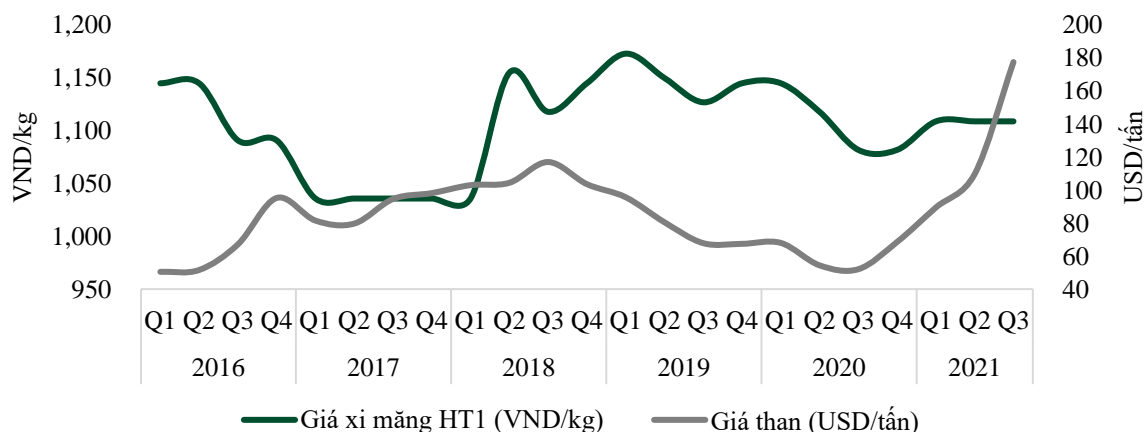
1.1. BIẾN ĐỘNG GIÁ XI MĂNG VÀ GIÁ NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO

- **Giá xi măng đều tăng nhẹ trong năm 2021**, chủ yếu đến từ áp lực giá nguyên liệu đầu vào năng lượng (than) tăng mạnh từ đầu năm, gây áp lực tăng giá bán cho xi măng.
- **Tuy nhiên, giá xi măng tại các miền có sự tăng giá khác biệt** do nhu cầu xi măng tại miền Bắc và miền Nam suy giảm mạnh bởi giãn cách xã hội (các hoạt động xây dựng tạm ngừng hoặc chậm lại). Điều này khiến cho giá xi măng khó tăng mặc cho áp lực tăng giá từ nguyên liệu đầu vào (tại miền Nam, giá than đã tăng 144% kể từ đầu năm nhưng giá xi măng tăng chỉ khoảng 3%). **Đặc biệt, do giá than tăng mạnh đã khiến HT1 và BCC lỗ trong kỳ Q3/2021.**

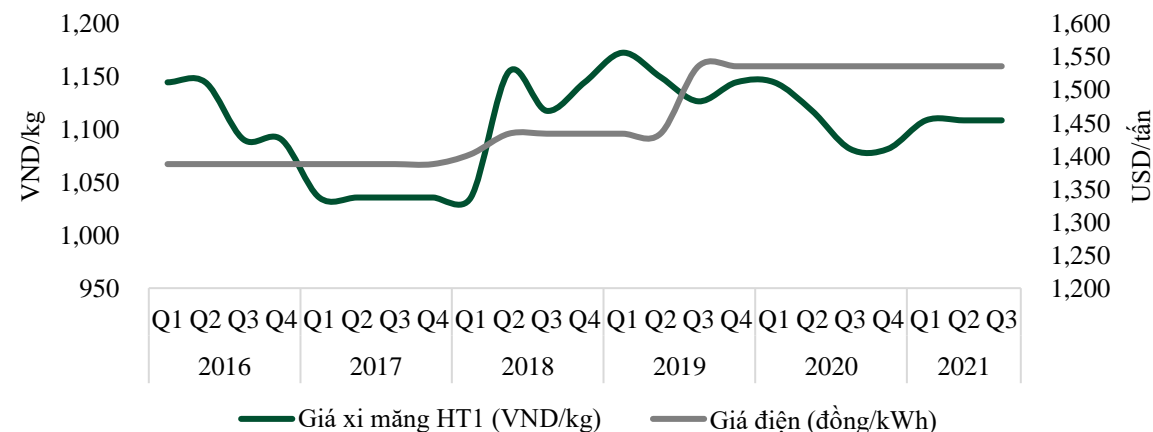
Giá xi măng Vicem (PCB 30)



Tương quan giá xi măng và giá than



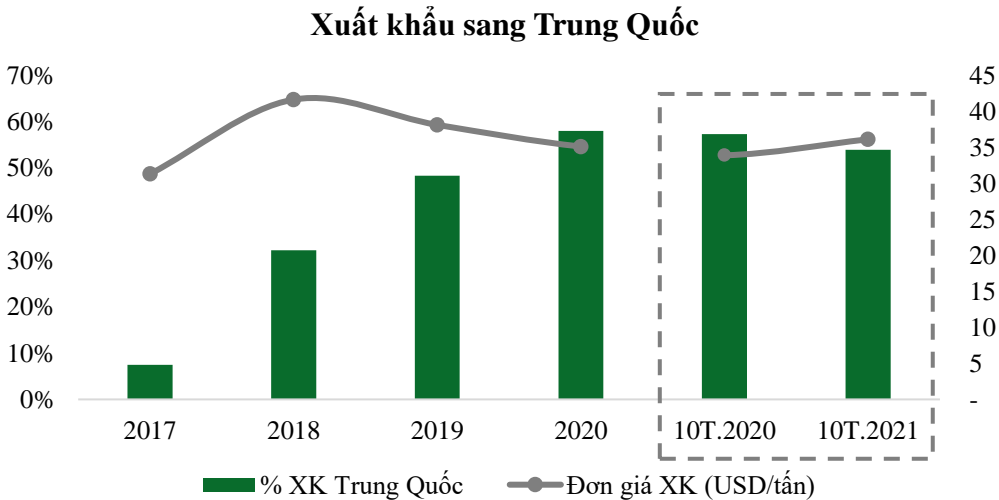
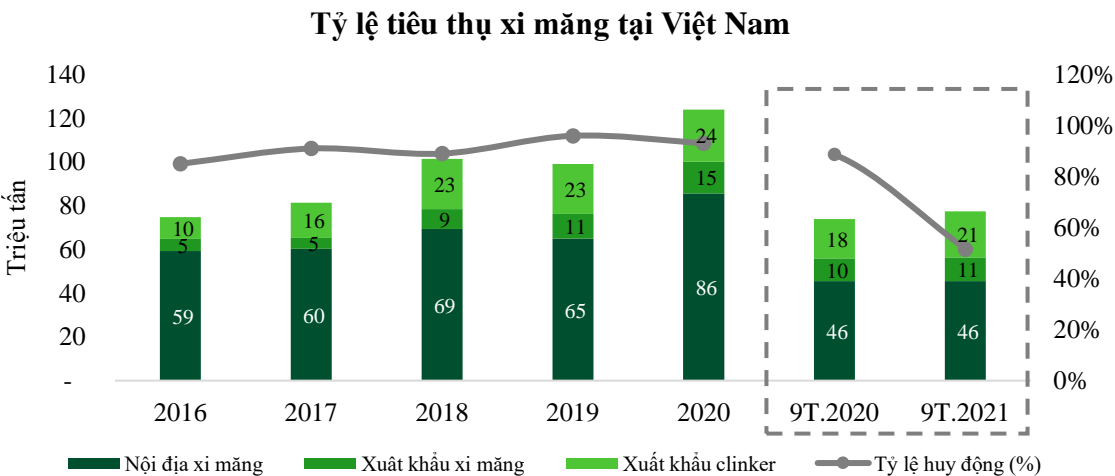
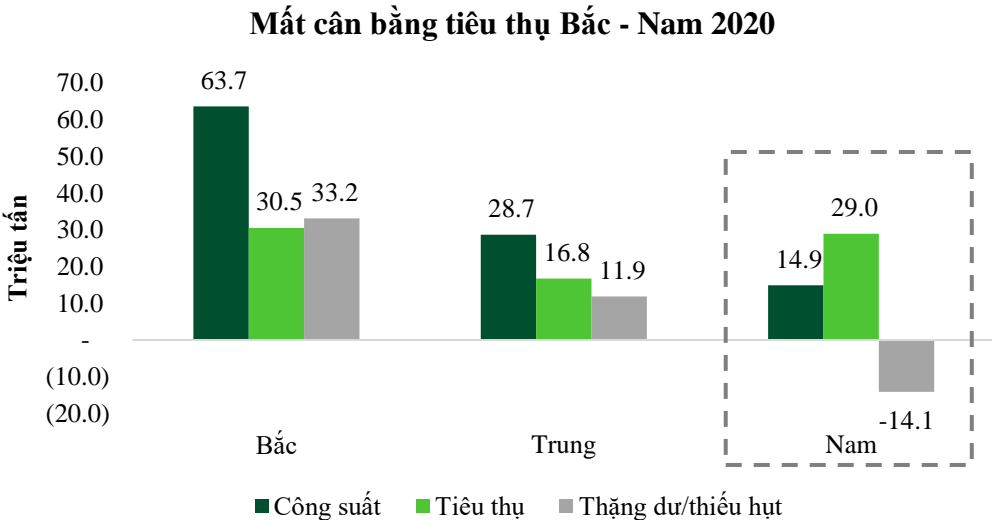
Tương quan giá xi măng và giá điện



Nguồn: VNCA, Sở xây dựng các tỉnh, VCBS Research

1.2. SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ

- Sản lượng sản xuất xi măng 9T.2021 đạt 73.9 triệu tấn (+2.7% yoy)
- Sản lượng tiêu thụ xi măng 9T.2021 đạt 77.5 triệu tấn (+3.5% yoy)
- Nội địa: tiêu thụ 45.6 triệu tấn (-5.1% yoy) trái ngược với việc tăng giá bán thì sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa trong năm 2021 giảm mạnh (chủ yếu trong Q3) so với cùng kỳ với nguyên nhân chính từ COVID-19. Đồng thời, tình hình dư thừa sản xuất vẫn tiếp tục trong năm 2021 khi có thêm các nhà máy sản xuất mới đi vào hoạt động trong năm 2021, gây trầm trọng thêm áp lực dư cung
- Xuất khẩu: đạt 31.9 triệu tấn (+19.0% yoy) tiếp tục xuất sang thị trường Trung Quốc là giải pháp nhằm giảm áp lực dư cung, tuy nhiên mặt hàng xuất khẩu chủ yếu lại là clinker, có giá bán và biên lợi nhuận gộp thấp.



Nguồn: VNCA, Tổng cục Hải Quan Việt Nam, VCBS Research

1.3. KQKD DOANH NGHIỆP NGÀNH XI MĂNG

Mã	DTT (TTM)	LNST (TTM)	TTS (tỷ đồng)	VCSH (tỷ đồng)	Nợ/TTS	Tăng trưởng DTT	Biên LNG	Biên LNR	ROA (ttm)	ROE (ttm)	EPS (đồng)	BVPS (đồng)
HT1	7,672	471	9,332	5,580	0.40	-47.6%	14.2%	6.5%	5.0%	8.5%	1,233	14,601
BCC	4,237	153	4,197	2,167	0.48	-16.4%	12.2%	3.6%	3.8%	7.5%	1,297	17,757
BTS	2,935	-5	3,289	1,413	0.57	-14.7%	9.3%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	(42)	11,439
CLH	722	48	303	194	0.36	0.3%	14.7%	6.6%	15.8%	25.2%	3,974	16,163
HOM	1,773	2	1,506	949	0.37	8.2%	13.4%	0.1%	0.1%	0.2%	21	13,183
HVX	628	0	765	431	0.44	-6.3%	4.8%	0.1%	0.1%	0.1%	11	10,386
Trung vị	2,354	25	2,398	1,181	0.42	-10.5%	12.8%	1.9%	2.0%	3.8%	627	13,892

Nguồn: Fiinpro, VCBS Research

TÌNH HÌNH CHUNG

TRIỂN VỌNG NGÀNH

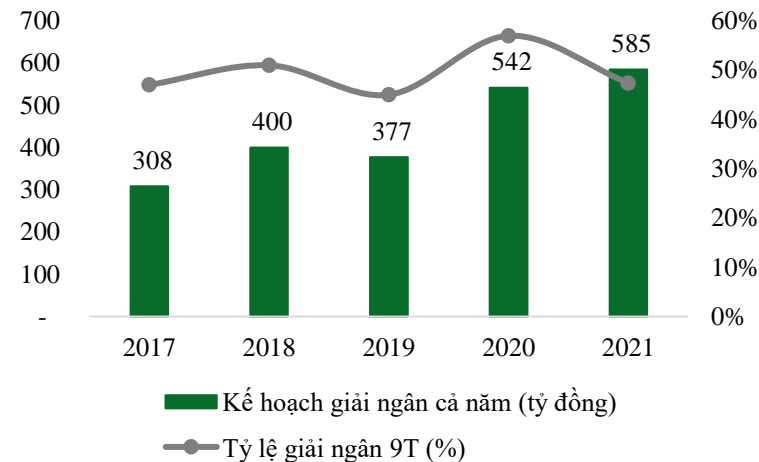
DOANH NGHIỆP KHẢ QUAN

2.1. THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA

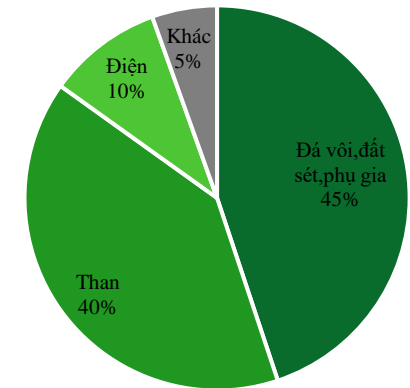
- **Thị trường xây dựng bắt đầu hồi phục sau giãn cách:** Do ảnh hưởng của COVID-19 mà tiến độ giải ngân vốn đầu tư công 2021 thấp hơn trong 9 tháng đầu năm, tuy nhiên kế hoạch vốn giải ngân đầu tư công năm 2020-2021 đang ở mức cao so với trung bình 3 năm trước đó. Vậy nên, sau khi mở cửa lại nền kinh tế trong Q4/2021 sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu xi măng.
- **Áp lực cạnh tranh gia tăng** khi các nhà máy mới đi vào hoạt động trong năm 2021-2022 (+7.8 triệu tấn) khiến cho tình trạng dư thừa công suất tiếp tục gia tăng làm tình hình cạnh tranh giá bán sẽ tiếp tục (đặc biệt tại thị trường miền Bắc và miền Trung). Trong ngắn hạn, chúng tôi nhận xét giá bán sẽ chịu áp lực lớn trong Q4/2021 do lượng hàng tồn kho lớn gây ra bởi sản lượng tiêu thụ giảm sâu (-50% yoy) trong quý 3/2021.
- **Giá thành sản xuất vẫn duy trì mức cao khi (1) Giá than nhập khẩu** vẫn giữ ở mức 154 USD/tấn, cao hơn 90% yoy, chịu ảnh hưởng lớn từ thị trường năng lượng thế giới. **(2) Giá than trong nước** hiện tại đang thấp hơn so với thế giới với khoảng 100 USD/tấn, tuy nhiên đã điều chỉnh tăng 9-12% yoy từ T8/2021, và sang năm 2022 thì giá than trong nước có thể điều chỉnh tăng (do chi phí sản xuất khai thác than hầm lò cao hơn) gây thêm áp lực cho giá thành sản xuất xi măng trong nước

=> Sản lượng tiêu thụ nội địa sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2022, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất gặp áp lực lớn để duy trì như hiện nay do cạnh tranh lớn cùng áp lực từ giá đầu vào.

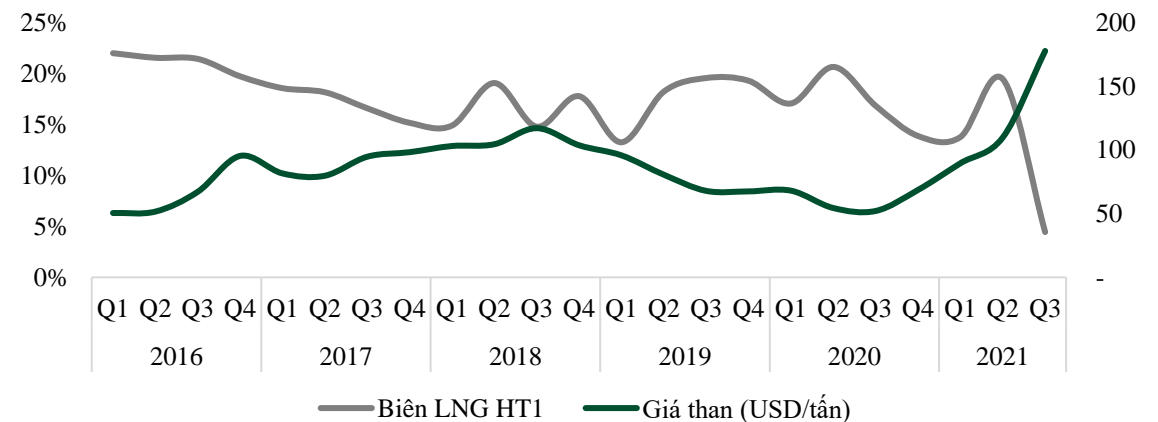
Giải ngân đầu tư công



Cơ cấu giá thành sản xuất xi măng 2021



Tương quan biên LNG và giá than



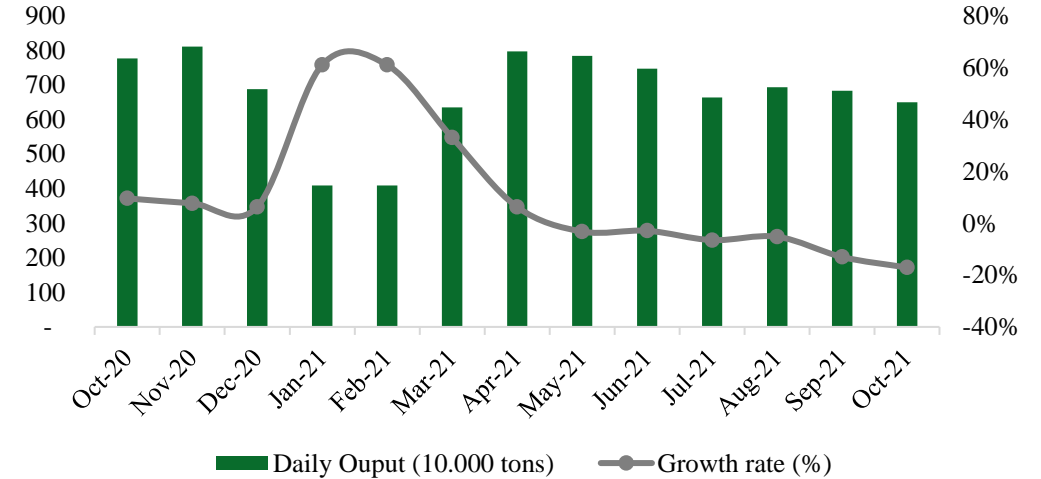
Nguồn: Bộ KH&ĐT, VCBS Research

2.2. THỊ TRƯỜNG XUẤT KHẨU

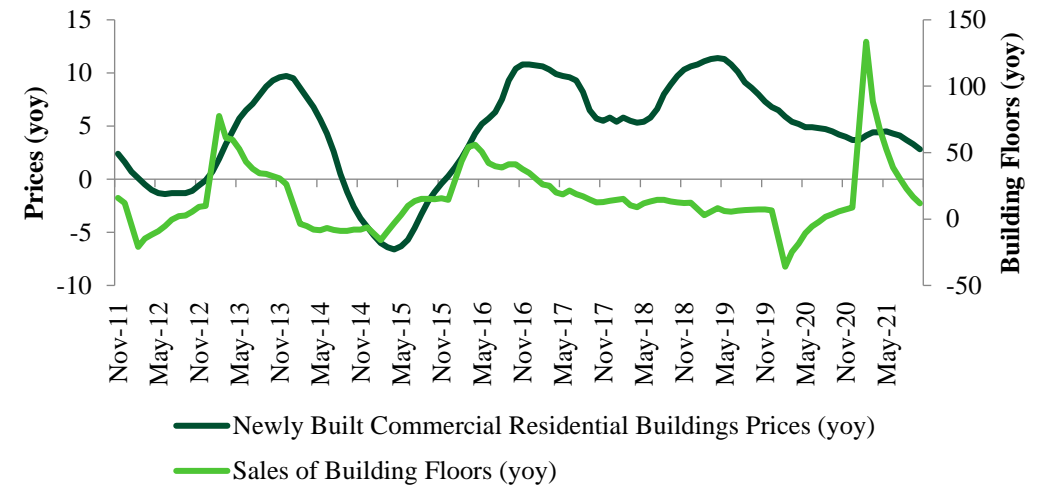
- **Trung Quốc cắt giảm sản xuất xi măng:** sản xuất xi măng sử dụng nhiều than/ phát thải carbon và thải ra rất nhiều bụi gây tác động xấu đến môi trường. Trong khi đó, Trung Quốc đang hướng tới cắt giảm carbon trong kế hoạch 5 năm của mình. Đồng thời, Q1/2022 cũng là thời điểm thế vận hội mùa đông 2022 tại Bắc Kinh diễn ra sẽ giúp cắt giảm sản lượng sản xuất các nhà máy xi măng hơn nữa.
- **Thị trường bất động sản Trung Quốc chứng lại:** Trung Quốc đang tiến hành siết dần thị trường bất động sản với chính sách “3 lần ranh đỏ” đã làm hạn chế khả năng vay nợ và đảo nợ của các nhà phát triển bất động sản. Cùng với đó là sự kiện Evergrande cũng làm nguội bớt thị trường bất động sản tại Trung Quốc.
- **Việt Nam dự kiến tăng thuế xuất khẩu với mặt hàng clinker từ 5% lên 10%:** Bộ Tài Chính hiện tại đang đề xuất Chính Phủ tăng mức thuế suất lên nhằm hạn chế xuất khẩu sản phẩm dùng nhiều nguyên liệu, nhiên liệu và tài nguyên khoáng sản không tái tạo.

=> Sản lượng xuất khẩu xi măng sang Trung Quốc suy giảm do sự suy yếu thị trường bất động sản tại thị trường này đi kèm với thuế suất xuất khẩu tăng lên.

Sản xuất xi măng tại Trung Quốc



Thị trường bất động sản Trung Quốc



TÌNH HÌNH CHUNG

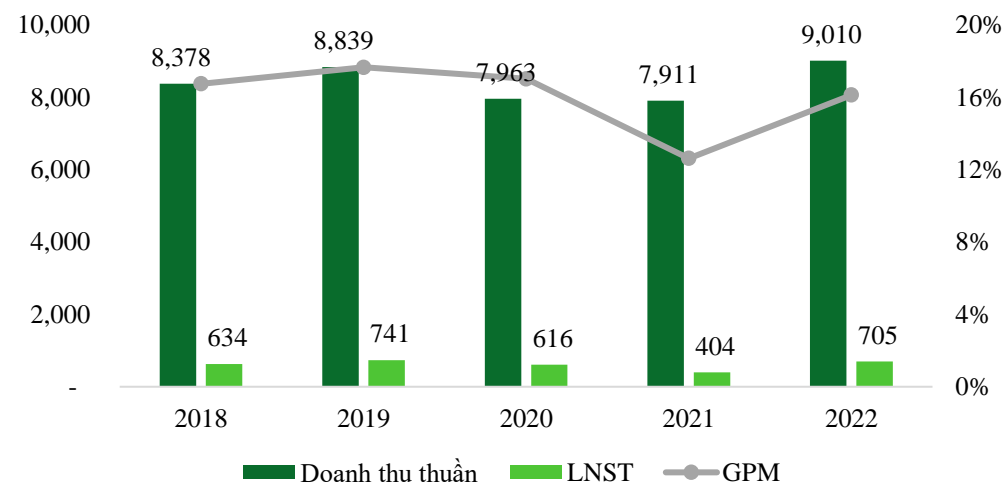
TRIỂN VỌNG NGÀNH

DOANH NGHIỆP KHẢ QUAN

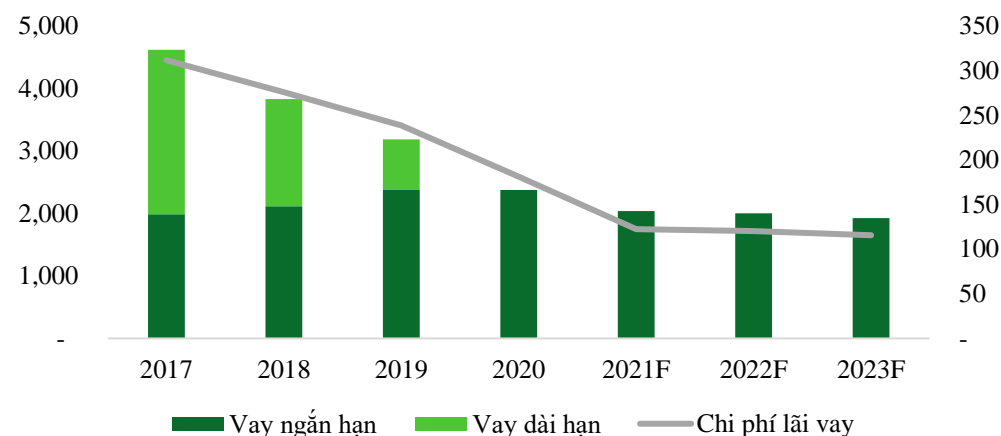
3.1. CTCP XI MĂNG VICEM HÀ TIÊN (HOSE: HT1)

- **Doanh thu thuần 9T.2021 của HT1** đạt 5,040 tỷ đồng (-12.4% yoy), suy giảm KQKD chủ yếu đến từ quý 3 do ảnh hưởng của giãn cách xã hội, đặc biệt tại miền Nam đã khiến cho hoạt động xây dựng bị trì hoãn và làm giảm mạnh sản lượng tiêu thụ (Q3 sản lượng tiêu thụ giảm 55% so với cùng kỳ). **Lợi nhuận HT1 cũng suy giảm mạnh khi** nguyên vật liệu đầu vào của công ty (chủ yếu từ giá than) tăng giá khiến cho **biên lợi nhuận gộp của công ty suy giảm** (từ 17% năm 2020 về 4.4% trong Q3/2021). Trong Q3/2021, do doanh thu và biên lợi nhuận gộp giảm mạnh đã khiến cho lợi nhuận sau thuế của công ty **lở 19.6 tỷ đồng**.
- Chúng tôi cho rằng với thị phần đứng đầu tại miền Nam cùng với việc các lệnh giãn cách giảm dần thì hoạt động xây dựng và **nhu cầu tiêu thụ xi măng sẽ nhanh chóng tăng trở lại vào năm 2022**.
- **Cơ cấu vay nợ của HT1 an toàn** với việc đã trả hết vay nợ dài hạn trong năm 2020. Do đó, HT1 có dòng tiền tự do lớn (>1.000 tỷ/năm) và chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ duy trì trả cổ tức tiền mặt ở mức cao.

KQKD HT1 (tỷ đồng)



Cơ cấu vay nợ HT1 (tỷ đồng)



Nguồn: HT1, VCBS Research

3.1. CTCP XI MĂNG VICEM HÀ TIÊN (HOSE: HT1)

BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG

Năm	2019	2020	2021F	2022F	2023F
DTT	8,839	7,963	7,911	9,010	9,166
EBITDA	1,895	1,661	1,283	1,666	1,729
LNST	741	616	404	705	774
EPS	1,940	1,613	1,058	1,846	2,029

Giả định: Sản lượng tiêu thụ hồi phục mạnh từ Q1/2022 cùng với việc tăng giá bán xi măng từ nhu cầu xây dựng sẽ giúp biên lợi nhuận gộp trở lại mức bình thường

ĐỊNH GIÁ 2022 BẰNG 2 PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH P/E VÀ CHIẾT KHẤU FCFF

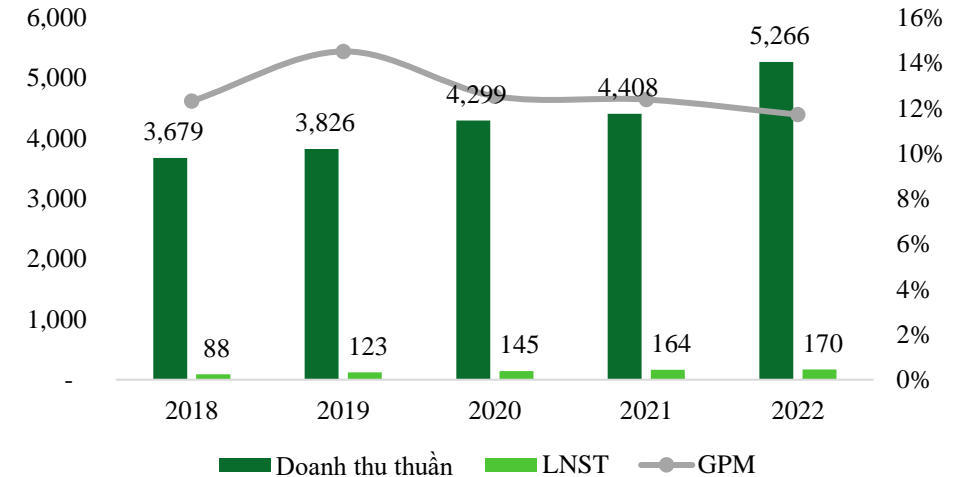
- **Định giá bằng phương pháp P/E:**
EPS forward 1,846 đồng/cp * P/E mục tiêu 12x = 22,148 đồng/cp
- **Định giá bằng phương pháp chiết khấu FCFF**
Giá trị 1 cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu FCFF đạt 29,682 đồng/cp

- Giá mục tiêu định giá theo 2 phương pháp đạt **25,915 đồng/cp (UPSIDE: -0.3%)**

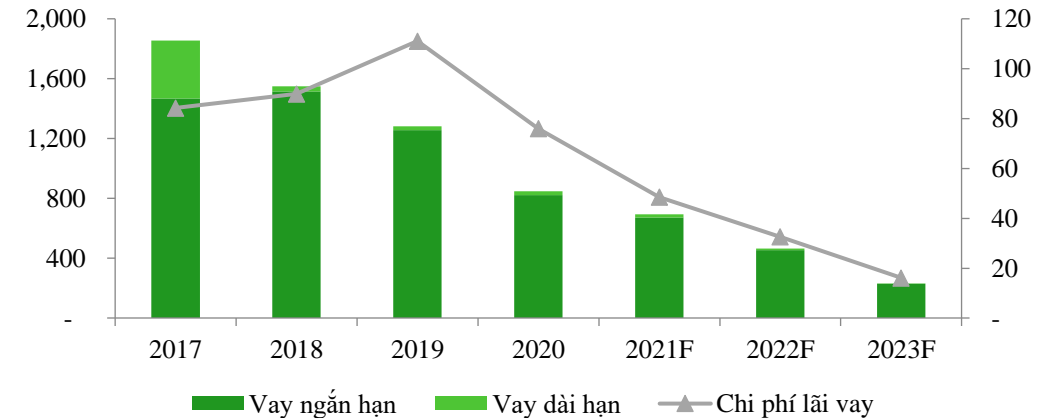
3.2. CTCP XI MĂNG BỈM SƠN (HNX: BCC)

- **Doanh thu thuần** của BCC trong 9T.2021 đạt 3,126 tỷ đồng (-1.9% yoy), tương tự với HT1, dù ảnh hưởng của giãn cách xã hội tại miền Bắc ít hơn miền Nam, tuy nhiên doanh thu quý 3 của BCC vẫn suy giảm 16.5% so với cùng kỳ. Đồng thời, biên lợi nhuận gộp trong quý 3 đã giảm xuống 8.3% từ mức 12.5% năm 2020. Khác với HT1, than của BCC được nhập từ trong nước chủ yếu (tỷ trọng nhập khẩu/nội địa là 35%/65%) và giá than trong nước hiện đang thấp hơn giá thế giới, do đó giảm thiểu tác động từ việc giá than thế giới tăng mạnh trong năm nay.
- **Tuy nhiên, từ T8/2021 thì giá than bán cho xi măng đã được điều chỉnh tăng** và làm giảm biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. Đồng thời, dây chuyền số 3 của nhà máy xi măng Long Sơn (Thanh Hóa) đi vào hoạt động từ Q4/2021 sẽ gây thêm áp lực cạnh tranh cho BCC. Do đó, chúng tôi cho rằng công ty sẽ gặp nhiều khó khăn trong thời gian tới.
- **Cơ cấu vay nợ của BCC đang giảm nhanh chóng** ngay khi doanh nghiệp có lợi nhuận trở lại từ năm 2018, với tỷ lệ vay nợ/tổng tài sản từ 0.34 năm 2018 xuống 0.21 năm 2020 cùng với đó là gánh nặng chi phí lãi vay cũng được giảm nhanh. Những yếu tố này sẽ giúp cải thiện lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp.

KQKD BCC (tỷ đồng)



Vay nợ BCC (tỷ đồng)



Nguồn: BCC, VCBS Research

3.2. CTCP XI MĂNG BỈM SƠN (HNX: BCC)

BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÒNG

Năm	2019	2020	2021F	2022F	2023F
DTT	3,826	4,299	4,408	5,266	5,312
EBITDA	549	557	507	515	508
LNST	123	145	164	170	183
EPS	1,186	1,231	1,200	1,243	1,340

Giả định: BCC tiêu thụ bán sản lượng nhận từ Vicem Tam Điệp làm tăng doanh thu tuy nhiên biên lợi nhuận gộp suy giảm cùng chi phí bán hàng tăng lên.

ĐỊNH GIÁ 2022 BẰNG 2 PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH P/E VÀ CHIẾT KHẤU FCFF

- **Định giá bằng phương pháp P/E:**

EPS forward 1.243 đồng/cp * P/E mục tiêu 12x = 14,910 đồng/cp

- **Định giá bằng phương pháp chiết khấu FCFF**

Giá trị 1 cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu FCFF đạt 16,639 đồng/cp

- Giá mục tiêu định giá theo 2 phương pháp đạt **15,775 đồng/cp (UPSIDE: -39.3%)**

Điều khoản sử dụng

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Thông tin liên hệ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng nhóm Phân tích Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Hoàng Anh Tuấn

Chuyên viên phân tích

hatuan1@vcbs.com.vn