

Ngành Xi măng

Báo cáo cập nhật

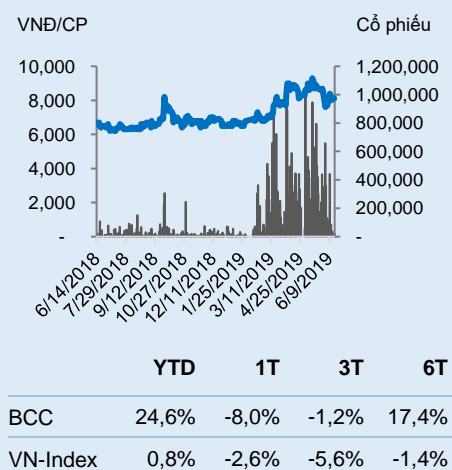
Tháng 6, 2019

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ)	9.600
Giá thị trường (17/6/2019)	8.100
Lợi nhuận kỳ vọng	18,5%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	7.000-9.300
Vốn hóa	891 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	110.010.054
KLGD bình quân 10 ngày	139.760
% sở hữu nước ngoài	4,2%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 8) 3914.6888 ext 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

Xuất khẩu ngành xi măng Việt Nam sang Trung Quốc tăng vọt song vẫn còn nhiều rủi ro

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh ngang với hai chỉ số P/E và EV/EBITDA để xác định giá trị hợp lý của Công ty Cổ phần Xi măng Bim Sơn (HNX: BCC) với tỷ trọng bằng nhau. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** cho cổ phiếu BCC với mức giá mục tiêu cho năm 2019 là **9.600 đồng/cổ phần**, ứng với mức P/E và EV/EBITDA hợp lý năm 2019 là 7,4 lần và 5,0 lần.

Mặc dù chúng tôi nhận thấy hoạt động xuất khẩu xi măng của Việt Nam gia tăng lệ thuộc vào Trung Quốc là không bền vững và mang tính rủi ro, chúng tôi **kỳ vọng nguồn tiêu thụ xi măng trong nước tiếp tục duy trì lành mạnh và hỗ trợ môi trường cạnh tranh ngành**, nhờ vào (1) Câu chuyện FDI bền vững tại Việt Nam về trung và dài hạn tiếp tục kích thích hoạt động xây dựng khu công nghiệp và (2) Mạng xây dựng hạ tầng cải thiện cùng với các nỗ lực của chính phủ trong việc gia tăng sự tham gia của các nhà đầu tư tư nhân.

Khuyến nghị: BCC đóng cửa tại mức giá 8.100 đồng/cổ phần vào ngày 17/6/2019, tăng 24% so với mức giá đầu năm và hiện đang giao dịch tại mức P/E năm 2019F là 6,3 lần so với mức trung bình P/E trượt của các công ty cùng ngành là 8,0 lần. Với mức tăng trưởng lợi nhuận năm 2019 dự phóng cao 51%, chúng tôi nhận thấy **BCC vẫn là một cơ hội đầu tư khá hấp dẫn trong ngắn hạn cho năm 2019** khi Trung Quốc vẫn đang tiếp tục tái cơ cấu lại hoạt động sản xuất ngành xi măng. Những điểm tích cực: (1) Công ty có thể tăng giá bán trung bình cao hơn so với mức gia tăng chi phí điện hỗ trợ biên lợi nhuận gộp; và (2) Hoàn thành dây chuyền nghiền và đóng bao vào cuối Q2 2019 gia tăng công suất nghiền xi măng mang lại các lợi ích như (i) tiêu thụ lượng clinker nhiều hơn giúp Công ty tối ưu hóa các chi phí cố định ở phân đoạn nghiền xi măng, giảm chi phí sản xuất, (ii) giảm hoạt động thuê ngoài để nghiền xi măng bởi công suất nghiền xi măng hiện tại đang thấp hơn so với công suất sản xuất clinker, (iii) cắt giảm việc bán clinker dư thừa số lượng lớn và lợi nhuận thường thấp và (iv) tối ưu hóa năng lượng so với dây chuyền cũ tiêu hao nhiều năng lượng. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi và mua ở các điểm giá hấp dẫn để đón đầu tăng trưởng kết quả kinh doanh trong mùa cao điểm của ngành thường rơi vào Q3 và Q4 hàng năm.

Tuy nhiên, chúng tôi **không đánh giá cao BCC là một cơ hội đầu tư dài hạn** bởi (1) Hoạt động cơ cấu lại sản xuất ngành xi măng tại Trung Quốc mặc dù đã giải tỏa áp lực cạnh tranh trong nước, nhưng không bền vững và rủi ro khi các nhà máy xi măng đủ điều kiện hoạt động tại nước này có thể gia tăng tỷ lệ huy động, là mục tiêu chính của việc cải cách hoạt động sản xuất tại Trung Quốc; (2) Gia tăng công suất sản xuất tại Việt Nam khi các dây chuyền mới đi vào hoạt động vào cuối năm 2019 và mạnh mẽ hơn vào năm 2020 với công suất lần lượt là 4,1

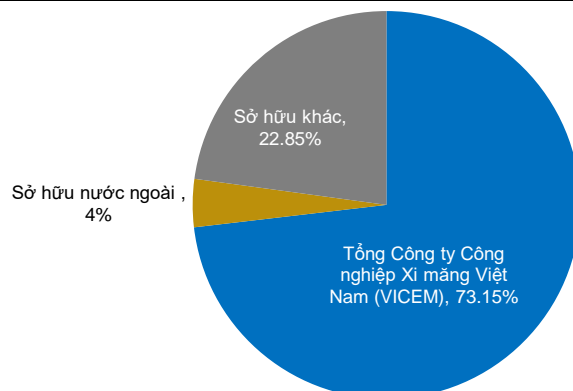
triệu tấn/năm và 12,7 triệu tấn/năm; (3) Xu hướng dịch chuyển sang xi măng rời gia tăng áp lực lên tăng trưởng lợi nhuận của các công ty sản xuất xi măng tại Việt Nam; và (4) Xu hướng nợ vay của Công ty dường như sẽ gia tăng trong thời gian tới bởi Công ty hiện đang có một số dự án đầu tư như Dự án kho nguyên liệu mới (384 tỷ) và Trạm phát điện tận dụng nhiệt khí (350 tỷ) năm 2020.

Tổng quan Công ty Cổ phần Xi măng Bỉm Sơn (HNX: BCC)

Công ty Cổ phần Xi măng Bỉm Sơn (HSX: BCC) có tiền thân là Nhà máy Xi măng Bỉm Sơn thành lập vào năm 1980. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh, xuất khẩu xi măng và clinker các loại. BCC chính thức hoạt động theo mô hình cổ phần từ năm 2006. Sau đây là một số điểm nhấn chính về Công ty:

- ❑ **Tổng công suất sản xuất clinker đạt 3,4 triệu tấn/năm**, trong đó công suất Lò 2 và Lò 3 lần lượt là 1,4 triệu tấn/năm và 2,0 triệu tấn/năm. Bên cạnh đó, **công suất nghiền xi măng của Công ty là khoảng 3,5 triệu tấn xi măng/năm**.
- ❑ Sản lượng tiêu thụ clinker và xi măng của BCC chiếm khoảng **4,5% thị phần clinker và xi măng Việt Nam năm 2018** giảm so với mức 4,9% năm 2017.
- ❑ **Sở hữu vùng nguyên liệu chất lượng cao và trữ lượng dồi dào để Công ty có thể hoạt động trong vòng 50 năm**. Công ty hiện đang sở hữu mỏ đá vôi Yên Duyên nằm trong địa phận huyện Hà Trung, cách Công ty 2,6 km, có trữ lượng 3.000 triệu tấn với diện tích 1.000 ha trong đó Công ty được khai thác 83,7 ha. Vùng đá vôi của Công ty được đánh giá có chất lượng đồng đều và ổn định, trữ lượng đủ để hoạt động trong hơn 50 năm. Ngoài ra, Công ty cũng đang sở hữu mỏ đất sét Tam Diện với trữ lượng 240 triệu tấn, diện tích 200 ha và mỏ đất sét Cổ Đàm có trữ lượng 60 tấn, diện tích 200 ha.
- ❑ **Địa bàn hoạt động của xi măng Bỉm Sơn trong nước tập trung chủ yếu ở miền Bắc** tại các tỉnh Thanh Hóa, Ninh Bình, Nam Định, Hà Nội, Hòa Bình, Sơn La, Nghệ An, Hà Tĩnh. Ngoài ra, Công ty cũng phân phối các sản phẩm tại các tỉnh miền Trung như Quảng Bình, Quảng Trị, Huế, Quảng Nam, Bình Định và Tây Nguyên.
- ❑ **Cơ cấu cổ đông tập trung cao**. Cụ thể, Tổng Công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam nắm tới 73,15% vốn. Ở khía cạnh tích cực, chúng tôi nhận thấy với cơ cấu cổ đông cô đặc, BCC có thể nhận được nhiều hỗ trợ và quan tâm hơn từ Tổng Công ty Xi măng Việt Nam. Tuy nhiên, mặt trái cần nhấn mạnh là doanh nghiệp sẽ không tự chủ hoàn toàn chiến lược phát triển trong việc phân bổ thị trường tiêu thụ, chọn nhà cung cấp hay phát triển các dự án mới.

Hình 1: Cơ cấu cổ đông của BCC tính đến 31/12/2018

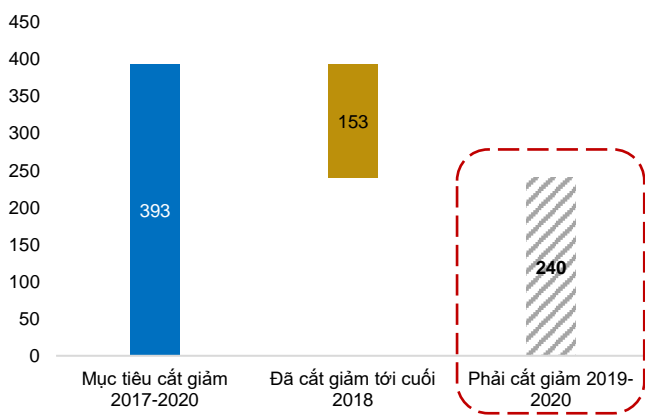


Nguồn: BCC; BVSC

Chính sách thắt chặt nguồn cung xi măng tại Trung Quốc đã giải tỏa cạnh tranh ngành xi măng nội địa tại Việt Nam

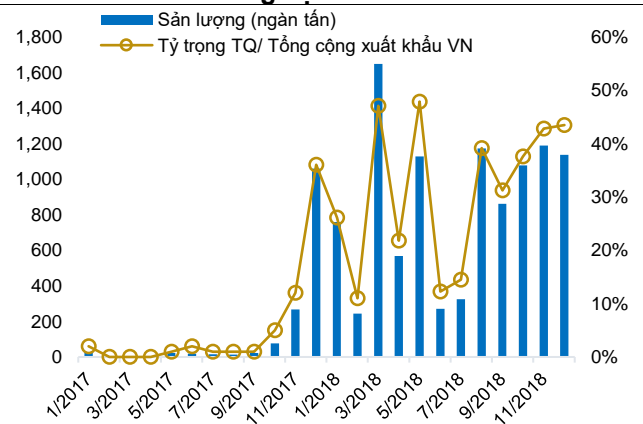
Chính sách thắt chặt nguồn cung tại Trung Quốc... Trung Quốc được biết đến là nước có ngành sản xuất xi măng lớn nhất thế giới với tổng công suất thiết kế khoảng 3,3 tỷ tấn/năm (~60% sản lượng thế giới) và tổng sản lượng sản xuất đạt khoảng 2,2 tỷ tấn/năm, theo đó tỷ suất huy động của ngành là khoảng 70% năm 2017. Trong năm 2017, Chính phủ Trung Quốc đã đưa ra lộ trình quản lý nguồn cung chặt chẽ hơn nhằm (1) cắt giảm khói bụi gây ô nhiễm môi trường và (2) nâng tỷ suất huy động của những nhà máy đủ điều kiện hoạt động. Cụ thể, ngành xi măng Trung Quốc nằm trong diện quy hoạch cắt giảm khoảng 392,7 triệu tấn tới cuối năm 2020 (~10% tổng công suất thiết kế năm 2017). Tính đến cuối năm 2018, ngành xi măng Trung Quốc đã cắt giảm khoảng 153 triệu tấn, tương đương 38,9% mục tiêu cắt giảm và ứng với 1,6 lần công suất sản xuất xi măng tại Việt Nam cuối 2018. Chúng tôi nhận thấy với “khoảng trống” hơn 100 triệu tấn này đã giúp (1) giảm áp lực cạnh tranh, tăng thị phần xuất khẩu cho Việt Nam và (2) sụt giảm xuất khẩu xi măng giá rẻ Trung Quốc cũng góp phần gia tăng sản xuất và tính cạnh tranh và giá xuất khẩu của xi măng Việt Nam trên các thị trường xuất khẩu.

Hình 2: Kế hoạch và kết quả cắt giảm sản xuất xi măng tại Trung Quốc giai đoạn 2017-2020...



Nguồn: BVSC

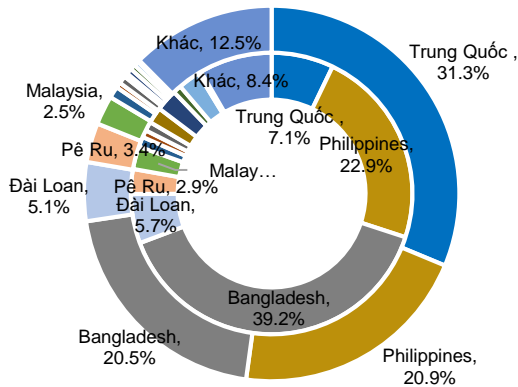
Hình 3: ... theo đó sản lượng xuất khẩu xi măng và clinker năm 2018 tăng vọt



Nguồn: Bloomberg, BVSC

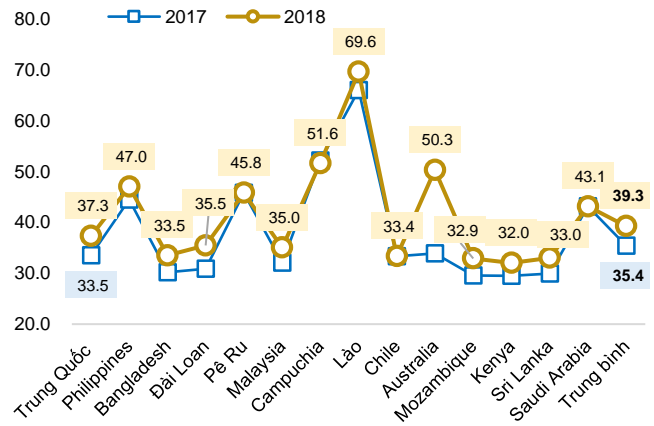
... nói lòng chính sách trong xuất khẩu xi măng và clinker từ Chính phủ Việt Nam góp phần thúc đẩy xi măng trong năm 2018. Cụ thể, Nghị định 125 quy định thuế xuất khẩu xi măng là 0% có hiệu lực từ tháng 1/2018 từ mức 5% cuối 2016, theo đó lợi nhuận xuất khẩu xi măng có thể gia tăng 3-4 USD/ tấn. Bên cạnh đó, Chính phủ cũng áp dụng chương trình hoàn thuế VAT cho xuất khẩu xi măng giúp doanh nghiệp trong nước cải thiện năng lực cạnh tranh. Theo đó, ngành xi măng Việt Nam ghi nhận một năm xuất khẩu ấn tượng với sản lượng xi măng và clinker xuất khẩu lần lượt là 9,1 triệu tấn (+82,0% y/y) và 23 triệu tấn (+42,9% y/y). Trong đó, xuất khẩu xi măng và clinker của Việt Nam sang Trung Quốc năm 2018 tăng vọt đạt 9,8 triệu tấn (+596,2% y/y), chiếm 31% sản lượng xuất khẩu ngành năm 2018 so với mức 7% năm 2017. Theo đó, Trung Quốc vượt Bangladesh và trở thành nước nhập khẩu xi măng lớn nhất của Việt Nam trong năm 2018. Các nước nhập khẩu khác như Philippines, Đài Loan, Peru có tỷ trọng khá ổn định trong năm 2018.

Hình 4: Tỷ trọng xuất khẩu xi măng và clinker tăng đột biến trong năm 2018



Nguồn: Hải Quan Việt Nam; BVSC; Vòng tròn trong/ ngoài: 2017/2018

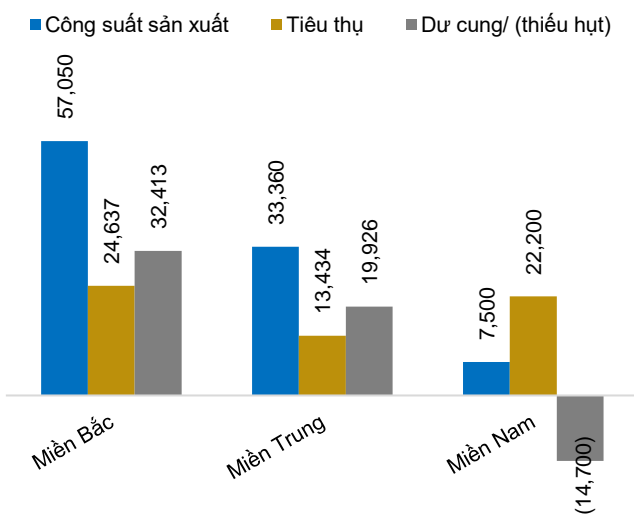
Hình 5: Giá xuất khẩu trung bình gia tăng tốt ở hầu hết các thị trường xuất khẩu lớn trong năm 2018



Nguồn: Hải Quan Việt Nam; BVSC; Đơn vị: USD/tấn

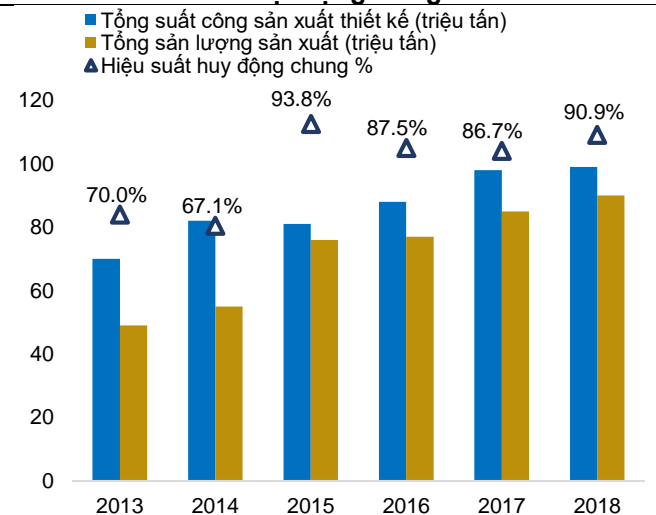
Xu hướng tiêu thụ xi măng chất lượng cao hơn tại Trung Quốc hỗ trợ giá clinker. Kể từ năm 2014, Trung Quốc đã có những thảo luận quanh vấn đề ngưng sản xuất xi măng chất lượng thấp và vận động sử dụng xi măng có chất lượng cao hơn toàn quốc. Ngoài ra, việc ngưng sử dụng xi măng kém chất lượng đã được hưởng ứng tại nhiều tỉnh thành tại Trung Quốc như Tân Cương, Ninh Hạ, Tứ Xuyên và một phần của Thiểm Tây. Nếu Chính phủ Trung Quốc cấm sử dụng xi măng chất lượng thấp, các nhà sản xuất xi măng sẽ phải chuyển sang sản xuất xi măng chất lượng cao hơn. Theo ước tính của chúng tôi, xi măng chất lượng thấp chiếm tới khoảng 50% công suất sản xuất xi măng tại Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng sự chuyển đổi tiêu thụ xi măng chất lượng cao hơn sẽ tăng nhu cầu tiêu thụ clinker khoảng 333 triệu tấn hay 10% tổng nguồn cung xi măng tại nước này tới năm 2020, bởi xi măng chất lượng cao hơn đòi hỏi lượng clinker sử dụng nhiều hơn (0.77 tấn clinker/ tấn xi măng so với mức 0.63 tấn clinker/ tấn xi măng trước đây). Theo quan sát của chúng tôi, giá clinker xuất khẩu cuối năm 2018 là khoảng 35 USD/ tấn, cao hơn mức 30 USD/tấn so với năm 2017.

Hình 6: Tình trạng “dôi cung” vẫn là câu chuyện của ngành xi măng tại miền Bắc và miền Trung, trong khi miền Nam duy trì thiếu cung năm 2017



Nguồn: ximang.vn; Đơn vị: Nghìn tấn

Hình 7: Công suất huy động ngành cải thiện khi tiêu thụ gia tăng trong khi không có dây chuyền mới nào đưa vào hoạt động trong năm 2018



Nguồn: ximang.vn; BVSC

Gia tăng xuất khẩu đã giải tỏa áp lực cạnh tranh thị trường nội địa. Ngoài ra, nhờ gia tăng xuất khẩu, chúng tôi cũng nhận thấy cạnh tranh ngành xi măng trong nước cũng được giải tỏa phần nào trong năm 2018, với sản lượng tiêu thụ phục hồi đạt mức 65 triệu tấn (+8,0% y/y), đánh dấu tốc độ tăng trưởng kép 5 năm giai đoạn 2013-2018 ở mức 10%/năm. Về khía cạnh sản xuất, tổng năng lực sản xuất ngành xi măng năm 2018 đạt khoảng 98 triệu tấn (đi ngang so với năm 2017 bởi không có dự án mới có công suất lớn đi vào hoạt động trong năm) so với tổng lượng sản xuất của ngành năm 2018 là khoảng 90 triệu tấn (+5,7% y/y). Theo đó, hiệu suất huy động chung của ngành là 91% năm 2018, khả quan hơn so với mức 87% năm 2017, theo ước tính của chúng tôi. Với hiệu suất sản xuất gia tăng, chúng tôi nhận thấy hầu hết các Công ty đã cải thiện lợi nhuận của mình do hiệu quả hoạt động nâng cao tối ưu hóa các chi phí cố định trong khi giá bán trung bình cải thiện. Ví dụ, LNST của HT1 tăng trưởng mạnh mẽ đạt 1.680 tỷ (+31,6% y/y) hay BCC đã chuyển mình ghi nhận lãi đạt 94 tỷ năm 2018 từ mức 3 tỷ năm 2017.

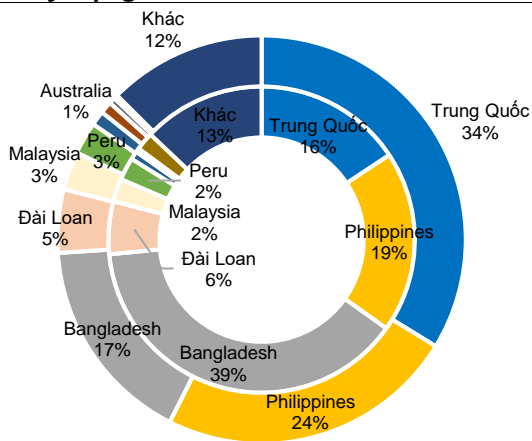
Xu hướng chuyển dịch từ xi măng bao sang xi măng dạng rời nhanh hơn. Chúng tôi nhận thấy sự nổi lên của xu hướng sử dụng xi măng rời nhiều hơn tại thị trường xi măng Việt Nam. Cụ thể, tỷ trọng tiêu thụ của xi măng rời của HT1 tính đến Q1 2019 là 35% trên tổng sản lượng tiêu thụ trong quý so với mức 24% năm 2015 hay mức 25% năm 2018. Qua trao đổi với chuyên gia ngành, chúng tôi được biết xu hướng chuyển đổi nhanh hơn từ xi măng bao sang xi măng rời là do (1) Sự nổi lên của dịch vụ bê tông tươi tiện lợi và tiết kiệm chi phí hơn, trong khi có thể bán ở số lượng nhỏ như 1-2 khối; và (2) Các dự án/ công trình lớn tự xây trạm trộn bê tông gia tăng nhu cầu xi măng rời. Một mặt, chúng tôi nhận thấy sự chuyển dịch mạnh mẽ hơn sang sử dụng xi măng rời có thể giúp đẩy mạnh tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và mở rộng thị phần. Tuy nhiên, giá bán trung bình và tỷ suất lợi nhuận gộp từ xi măng rời là thấp hơn xi măng bao, vì thế việc gia tăng tỷ trọng xi măng rời trong cơ cấu bán hàng khả năng sẽ đè nặng lên triển vọng tăng trưởng kết quả kinh doanh của các công ty sản xuất xi măng tại Việt Nam khi giá bán trung bình và tỷ suất lợi nhuận không có nhiều tiềm năng cải thiện.

Giá xi măng tại Trung Quốc nửa cuối năm 2019 khả năng duy trì ở mức cao. Vào ngày 24/04/2019, Cục Quản lý thị trường Trung Quốc đã tổ chức một cuộc họp các Công ty xi măng toàn quốc để cảnh báo các hành vi độc quyền trong bối cảnh gia tăng mức độ tập trung của ngành xi măng tại Trung Quốc khi 10 công ty sản xuất xi măng lớn nhất của Trung Quốc chiếm tới 56,7% tổng công suất sản xuất clinker, trong khi mục tiêu tới năm 2020 là đạt mức 80%. Theo đó, chúng tôi dự kiến tiềm năng tăng giá của xi măng tại Trung Quốc sẽ không nhiều, mà thay vào đó sẽ ổn định ở mức cao như năm 2018. Chính vì vậy, chúng tôi không kỳ vọng giá xuất khẩu xi măng sang Trung Quốc trong thời gian tới sẽ biến động mạnh.

Môi trường cạnh tranh nội địa lành mạnh nhờ hoạt động xuất khẩu sang Trung Quốc duy trì khả quan trong Q1 2019. Sản lượng tiêu thụ xi măng và clinker Q1 2019 toàn ngành đạt 23,08 triệu tấn (+4,5% y/y), theo đó tiêu thụ nội địa đạt 14,52 triệu tấn (+7,4% y/y) và sản lượng xuất khẩu đạt 8,6 triệu tấn (+0,9% y/y). Trong đó, sản lượng xi măng xuất khẩu Q1 2019 đạt 3,2 triệu tấn (+84,0% y/y) trong khi sản lượng clinker xuất khẩu đạt 5,3 triệu tấn (-23,0% y/y) so

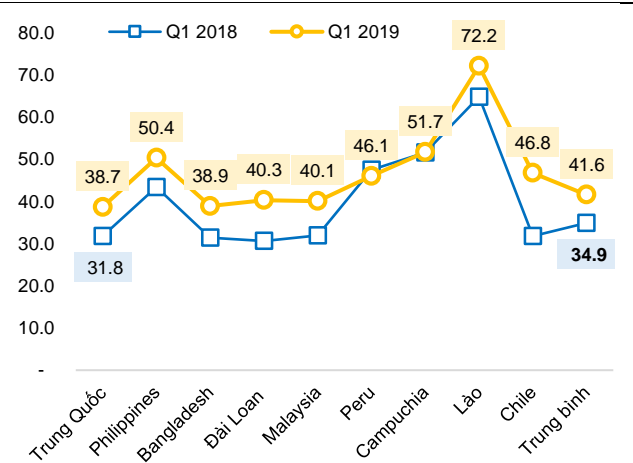
với mức cơ sở cao năm ngoái. Trung Quốc vẫn duy trì vị thế dẫn đầu trong nhập khẩu xi măng và clinker tại Việt Nam trong Q1 2019 với tỷ trọng gia tăng từ mức 16% ở Q1 2018 lên mức 34% ở Q1 2019. Giá xuất khẩu trung bình Q1 2019 vẫn trên đà cải thiện tốt so với cùng kỳ năm ngoái đạt mức 41,6 USD/tấn (+19,2% y/y).

Hình 8: Trung Quốc duy trì vị thế dẫn đầu trong nhập khẩu xi măng và clinker trong Q1 2019; Sản lượng xuất khẩu xi măng sang Úc tăng đột biến tuy nhiên vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ



Nguồn: Hải Quan Việt Nam; BVSC; Vòng tròn trong/ngoài: 1Q18; 1Q19

Hình 9: Giá xuất khẩu trung bình xi măng và clinker Q1 2019 vẫn trên đà tăng tốt so với Q1 2018

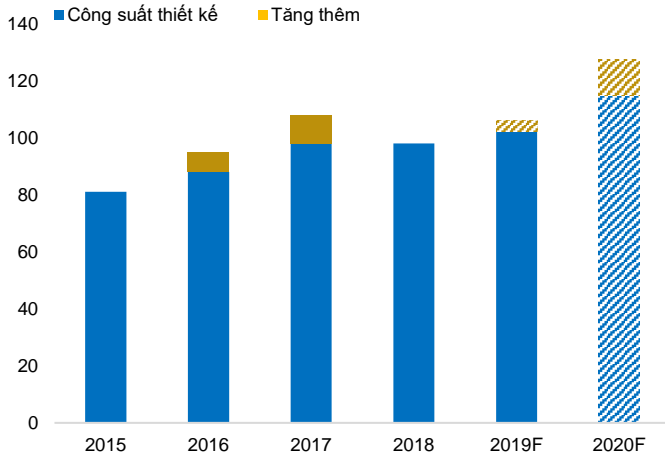


Nguồn: Hải Quan Việt Nam; BVSC; Đơn vị: USD/tấn

Chúng tôi duy trì quan điểm hoạt động cơ cấu lại hoạt động sản xuất xi măng tại Trung Quốc chỉ mang tính chất hỗ trợ tạm thời khi nhìn nhận việc nhập khẩu xi măng và clinker đột biến từ Trung Quốc là hoạt động không bền vững và mang nhiều rủi ro khi xuất khẩu gia tăng phụ thuộc vào một nước. Ngoài ra, chúng tôi còn nhận thấy rủi ro từ cạnh tranh ở thị trường tiêu thụ nội địa dường như sẽ gay gắt hơn khi một số dây chuyền sản xuất xi măng mới sẽ đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2019 và 2020, theo đó tỷ lệ huy động dự kiến giảm và tình trạng dư cung sẽ nghiêm trọng hơn. Chúng tôi không kỳ vọng hiệu quả hoạt động cao hay triển vọng tăng trưởng lợi nhuận khả quan từ các nhà sản xuất xi măng tại Việt Nam với vị thế tài chính chưa lành mạnh và đang phải đầu tư phát triển như dự án mở rộng sản xuất khác trong giai đoạn tới.

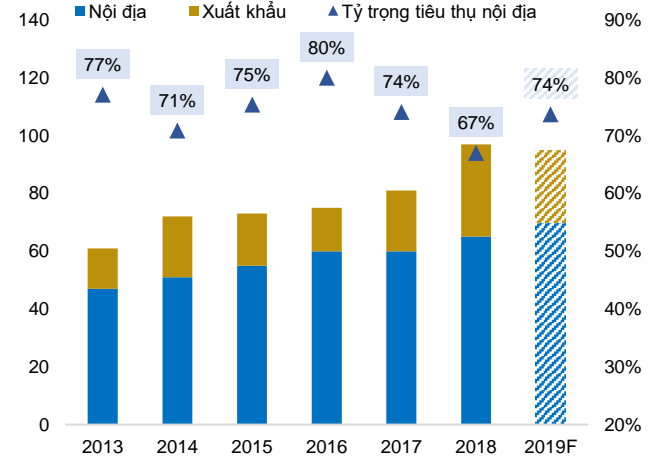
Những động lực tăng trưởng nào cho thị trường tiêu thụ xi măng nội địa trong thời gian tới?

Hình 10: Công suất sản xuất thiết kế ngành xi măng tại Việt Nam giai đoạn 2013-2019F



Nguồn: ximang.vn; BVSC; Đơn vị: Triệu tấn

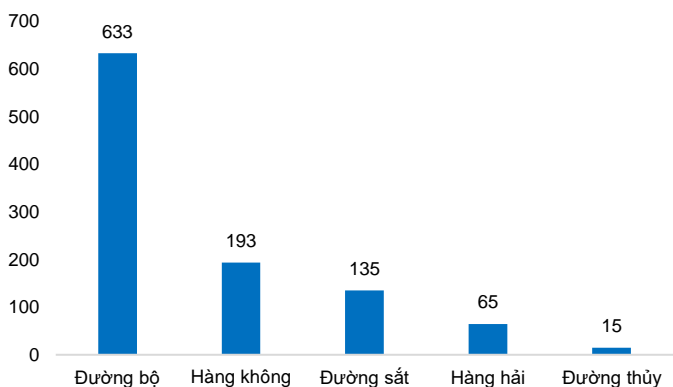
Hình 11: Sản lượng tiêu thụ ngành xi măng tại Việt Nam giai đoạn 2013-2019F



Nguồn: ximang.vn; BVSC; Đơn vị: Triệu tấn

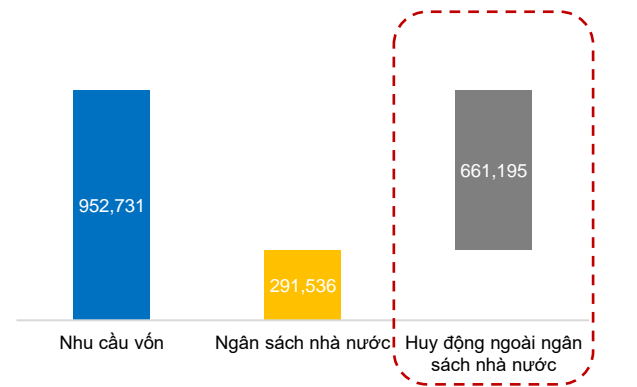
Màng xây dựng hạ tầng được kỳ vọng cải thiện tích cực hơn từ tham gia của các nhà đầu tư tư nhân. Theo Bộ Giao thông Vận tải, tổng nguồn vốn đầu tư đòi hỏi cho cải thiện hạ tầng đặc biệt là hệ thống giao thông quốc gia trong giai đoạn 2016-2010 được ước tính khoảng 953 nghìn tỷ đồng, trong đó dành cho đường bộ là 633 nghìn tỷ (~66,4% nhu cầu nguồn vốn), với những dự án nổi bật như Đường cao tốc Bắc - Nam và Sân bay Quốc tế Long Thành. Bên cạnh đó, Chiến lược phát triển năng lực quốc gia của Chính phủ cũng chỉ ra rằng tổng vốn đầu tư cho ngành năng lượng tại Việt Nam giai đoạn 2016-2030 là 3.207 nghìn tỷ. Chúng tôi hiểu rằng nguồn vốn luôn là vấn đề được quan tâm nhất đối với các dự án lớn bởi vị thế tài khóa yếu của Việt Nam và tiếp cận nguồn vốn vay ODA khó hơn khi Việt Nam trở thành nước có thu nhập trung bình. Theo đó, chúng tôi nhận thấy vai trò của các nhà đầu tư tư nhân trong nước và ngoài nước là quan trọng trong việc tài trợ phát triển cơ sở hạ tầng tại Việt Nam trong thời gian tới.

Hình 12: Dự kiến phân bổ vốn đầu tư hạ tầng giao thông Việt Nam giai đoạn 2016-2020



Nguồn: Bộ Giao thông Vận tải

Hình 13: Cơ cấu nguồn vốn ước tính cho phát triển cơ sở hạ tầng Việt Nam giai đoạn 2016-2020



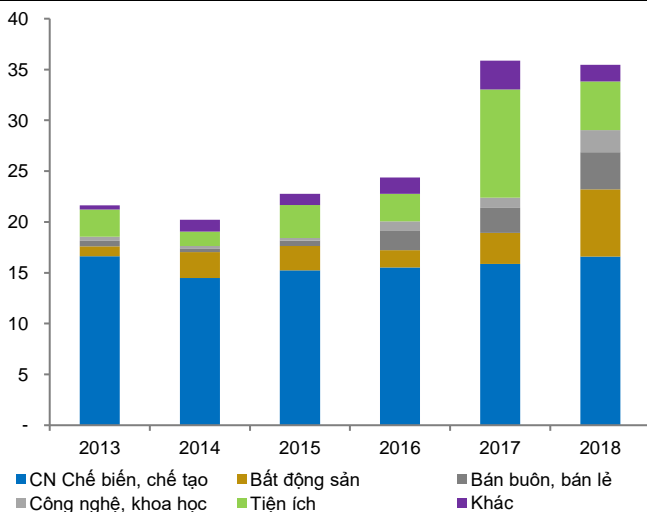
Nguồn: Bộ Giao thông Vận tải; BVSC

...**Nghị định 63/2018** kích thích mạnh mẽ hơn nữa sự tham gia của các nhà đầu tư **nhân**. Tháng 6/2018, Chính phủ đã thông qua Nghị định 63/2018 đã có một số cải tiến so với Nghị định 15/2015 trước đây. Những cải tiến chính bao gồm (1) Nâng mức vốn chủ đòi hỏi từ 15% lên 20% tổng vốn đầu tư đối với những dự án trên 1.500 tỷ đồng trong khi giữ nguyên mức 10% cho các dự án dưới mức 1.500 tỷ để đảm bảo khả năng thành công cao hơn và (2) Đơn giản hóa các thủ tục để cắt ngắn thời gian giải quyết các vấn đề trong lúc thi công dự án. Vì thế, chúng tôi kỳ vọng Nghị định 63 sẽ kích thích mạnh mẽ hơn sự tham gia từ các nhà đầu tư tư nhân trong các dự án hạ tầng sắp tới, hỗ trợ phát triển kinh tế và thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Trên thực tế, chúng tôi cũng đã nhận thấy những tín hiệu tích cực từ tham gia của các nhà đầu tư tư nhân ở một số dự án lớn như:

1. Đường Cao tốc Trung Lương Mỹ Thuận (Tổng vốn đầu tư: 14,6 nghìn tỷ) với sự tham gia của chủ đầu tư là CII; Tuấn Lộc; Thắng Lợi và Hoàng Anh.
2. Dự án mở rộng đường cao tốc Hà Nội giai đoạn 2 (Tổng vốn đầu tư: 5,7 nghìn tỷ) do CII đầu tư
3. Cầu Thủ Thiêm 2 (Tổng mức đầu tư: 3,1 nghìn tỷ) do Đại Quang Minh đầu tư

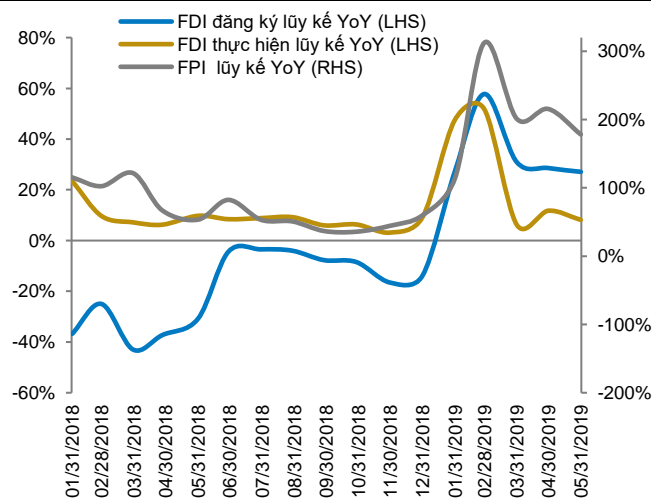
Câu chuyện FDI bền vững và xu hướng dịch chuyển hoạt động sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam thúc đẩy hoạt động xây dựng mảng khu công nghiệp tại Việt Nam

Hình 14: Nguồn vốn FDI đăng ký mạnh mẽ với sự tập trung cao ở ngành công nghiệp chế biến, chế tạo



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư; BVSC; Đơn vị: Tỷ USD

Hình 15: Vốn FDI đăng ký mới tiếp tục cho những tín hiệu tích cực trong những tháng gần đây



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư; BVSC

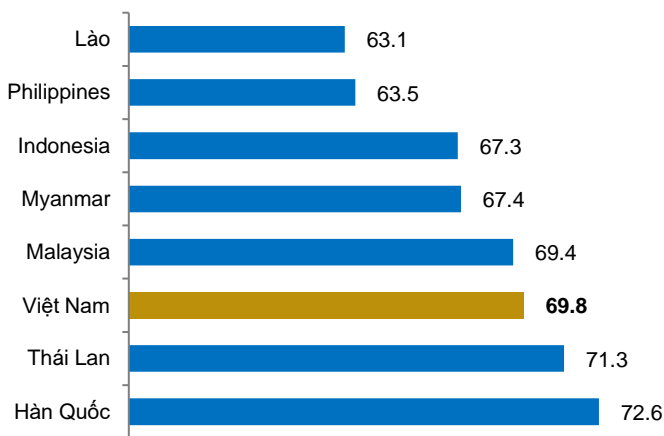
Mặc dù nguồn vốn FDI đăng ký năm 2018 đạt 35,5 tỷ USD (-1,1% y/y) gần như đi ngang so với mức cơ sở cao năm 2017 là 35,9 tỷ USD, chúng tôi nhận nguồn vốn đăng ký vẫn duy trì tập trung ở ngành công nghiệp chế biến, chế tạo của Việt Nam trong giai đoạn 2013-2018. Với mức cơ sở cao năm 2018, chúng tôi tự vấn liệu vốn FDI đăng ký có thể duy trì tăng trưởng trong thời gian tới hay không? **Trong ngắn hạn, chúng tôi nhận thấy những tín hiệu tích cực từ vốn FDI đăng ký mới những tháng gần đây.** Cụ thể, sau khi đạt đỉnh tháng 2/2019, tốc độ

tăng trưởng của vốn FDI đăng ký đã giảm tốc trong ba tháng gần đây nhưng vẫn ở mức cao hơn nhiều so với cùng kỳ năm 2017 và 2018.

Về dài hạn, chúng tôi tin rằng câu chuyện FDI tại Việt Nam mang tính cấu trúc và bền vững bởi FDI phụ thuộc vào các kế hoạch dài hạn và được tiên quyết bởi các đặc thù riêng của từng nước. Chúng tôi nhận thấy Việt Nam có những lợi thế cạnh tranh riêng để duy trì là một thời gian dài thu hút vốn FDI, bao gồm (1) Vị trí chiến lược; (2) Cấu trúc dân số vàng với chi phí nhân công cạnh tranh; và (3) Nỗ lực của chính phủ trong việc hội nhập với kinh tế thế giới qua: đầu tư hạ tầng mạnh mẽ hơn, nhiều chính sách ưu đãi hấp dẫn để thúc đẩy nhà đầu tư nước ngoài, cũng như tham gia các hiệp định kinh tế thế giới.

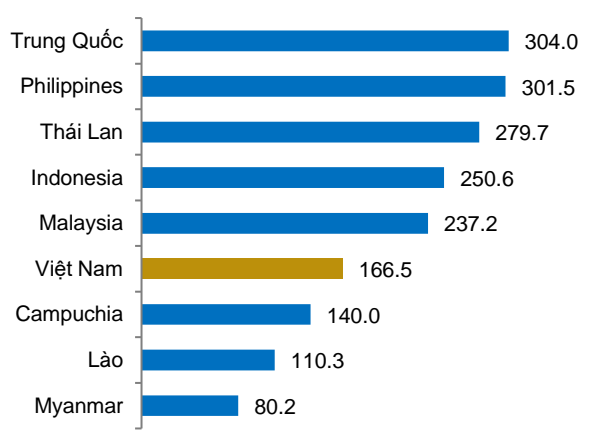
- **Vị trí chiến lược:** Chúng tôi nhận thấy Việt Nam có vị trí địa lý chiến lược nằm ở trung tâm các nước ASEAN và tiếp giáp với Trung Quốc. Bên cạnh đó, Việt Nam hiện có khoảng 40 cảng biển với tổng công suất vận chuyển 500 triệu tấn/năm. Với vị thế địa lý thuận lợi cùng với nỗ lực đầu tư hạ tầng từ chính phủ, vì thế chúng tôi kỳ vọng sự hấp dẫn của Việt Nam sẽ tiếp tục được cải thiện với các nhà đầu tư nước ngoài.

Hình 16: Việt Nam có 70% dân số trong độ tuổi lao động đảm bảo lực lượng lao động bền vững trong thời gian tới...



Nguồn: World Bank; Tỷ lệ dân số trong độ tuổi 15-64 tuổi

Hình 17: ... Việt Nam có chi phí nhân công thấp, tạo ưu thế thu hút NĐT trong chiến lược “Trung Quốc + 1”

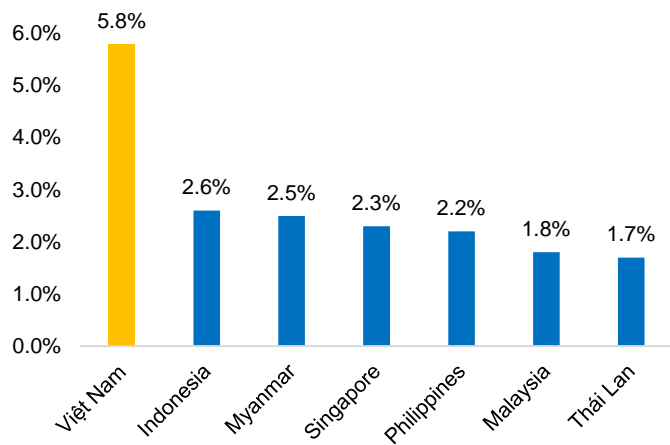


Nguồn: BVSC thu thập; Đơn vị: US\$/tháng

- **Cấu trúc dân số vàng với tỷ trọng dân số trong đội ngũ lao động cao và chi phí nhân công cạnh tranh.** Việt Nam hiện có lực lượng lao động trẻ dồi dào với ~70% tỷ lệ dân số đang trong độ tuổi lao động và mức tuổi trung vị là 31,0 tuổi, cạnh tranh so với các nước trong khu vực. Cấu trúc dân số vàng của Việt Nam được dự báo sẽ kéo dài trong khoảng 30 năm từ 2010 đến 2040. Theo đó, đảm bảo lực lượng lao động bền vững trong thời gian tới. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy chi phí nhân công tại Việt Nam hiện tại là khoảng 166,5 USD/tháng, thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực, tương đương khoảng 59,7%/54,7% mức lương của Thái Lan/ Trung Quốc theo đó tạo ưu thế thu hút các nhà đầu tư trong chiến lược “Trung Quốc + 1”.
- **Nỗ lực của chính phủ trong việc hội nhập kinh tế thế giới.** Chúng tôi nhận thấy một trong những động lực tăng trưởng chính trong việc tăng sự hấp dẫn của Việt Nam như một điểm

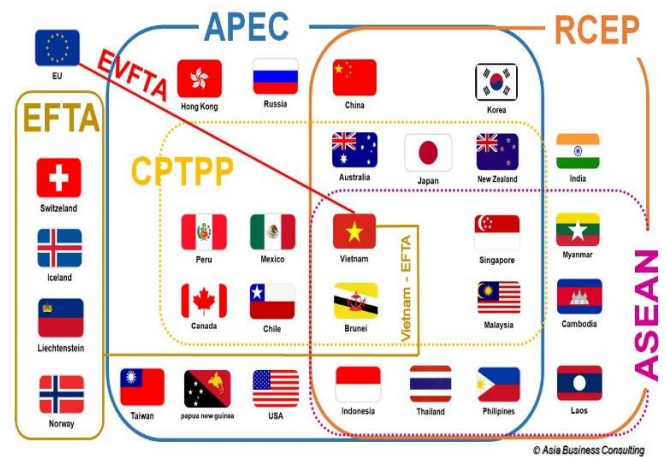
đến đầu tư là nỗ lực gia tăng đầu tư hạ tầng của chính phủ so với các nước trong cùng khu vực. Theo Ngân hàng phát triển Châu Á, tổng mức đầu tư hạ tầng của Việt Nam chiếm 5,8% GDP Việt Nam năm 2017, nhiều hơn đáng kể so với các nước trong khu vực như Indonesia, Singapore hay Thái Lan. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng nhận thấy nỗ lực của chính phủ trong việc thu hút vốn đầu tư nước ngoài qua nhiều chính sách ưu đãi về thuế, quyền sử dụng và cho thuê đất, hay tham gia tích cực vào các hiệp định FTAs.

Hình 18: Việt Nam có tỷ lệ đầu tư hạ tầng so với GDP cao nhất trong khu vực...



Nguồn: ADB

Hình 19: Việt Nam tích cực tham gia các hiệp định kinh tế FTAs



Nguồn: Asia Business Consulting

Cải cách kinh tế Trung Quốc và gia tăng căng thẳng Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung thúc đẩy xu hướng dịch chuyển hoạt động sản xuất sang Việt Nam. Trung Quốc đang trong chiến lược cải cách nền kinh tế Trung Quốc cho năm 2025 với việc cắt giảm các ngành sản xuất thâm dụng lao động và chất lượng thấp lên các ngành sản xuất mang lại nhiều giá trị hơn. Việc gia tăng căng thẳng chiến tranh thương mại Mỹ - Trung góp phần thúc đẩy các nhà sản xuất dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam để tránh tác động từ cuộc chiến này. Nổi bật, trong 5 tháng đầu năm 2019, chúng tôi nhận thấy trong mười dự án FDI lớn nhất được cấp phép có đến 2 dự án nhà máy sản xuất lốp xe của Trung Quốc.

Hình 20: Năm dự án FDI lớn nhất tại Việt Nam 5 tháng đầu năm 2019

Dự án	Vốn đầu tư (triệu USD)	Ngành	Địa điểm
Nước giải khát Việt Nam	3.850	Chế biến/ Chế tạo	Hà Nội
Xăm lốp Ridial ACTR	280	Chế biến/ Chế tạo	Tây Ninh
Goertek Việt Nam	260	Chế biến/ Chế tạo	Bắc Ninh
Năng lượng mặt trời Hoa Hoi	217	Điện	Phú Yên
Lốp Advance Tyre Vietnam	214	Chế biến/ Chế tạo	Tiền Giang
VinhTex	200	Chế biến/ Chế tạo	Nghệ An
Meiko	200	Chế biến/ Chế tạo	Hà Nội
Sunshine Aerospace component factory	170	Chế biến/ Chế tạo	Đà Nẵng
Dự án phức hợp Golden Hill	148	Bất động sản	TP HCM
Nhà máy cà phê hòa tan	115	Chế biến/ Chế tạo	Vũng Tàu

Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Nghiên cứu của JLL và CBRE gần đây củng cố quan điểm của chúng tôi hơn nữa. Theo nghiên cứu JLL, quỹ đất khu công nghiệp đã gia tăng mạnh mẽ chỉ với 335 ha ba mươi năm trước đây lên tới hơn 80.000 ha ở thời điểm hiện tại với tỷ lệ lấp đầy trung bình khoảng 73%. Với sự gia tăng nhu cầu từ làn sóng các công ty FDI và những tác động tích cực từ sự chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam, CBRE dự báo khoảng 30.000-35.000 ha nguồn cung mới sẽ được bổ sung vào quỹ đất khu công nghiệp tại Việt Nam trong vòng ba năm tới. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng những yếu tố này sẽ tiếp tục kích thích các hoạt động xây dựng, đặc biệt là khu công nghiệp, vì thế hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ xi măng nội địa trong thời gian tới.

Kết quả kinh doanh 2018 của BCC khả quan nhờ áp lực cạnh tranh ngành giảm cùng với hoạt động sản xuất hiệu quả hơn.

BCC kết thúc năm 2018 với kết quả kinh doanh vượt trội với doanh thu thuần đạt 3.679 tỷ (+5,8% y/y) và LNST sau CĐTS là 93,6 tỷ từ mức lỗ 6,8 tỷ năm 2017.

Hình 21: Các chỉ số hoạt động chính của BCC năm 2017-2018

	2017	2018	Tăng trưởng %
Tiêu thụ (tấn)	3.988.145	4.377.258	9,8%
Xi măng (tấn)	3.127.521	3.649.388	16,7%
Clinker (tấn)	860.624	727.870	-15,4%
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3.475	3.679	5,8%
Xi măng (tỷ VND)	2.911	3.252	11,7%
Clinker (tỷ VND)	507	426	-16,0%
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	413	453	9,8%
Xi măng (tỷ VND)	457	461	0,9%
Clinker (tỷ VND)	(47)	(9)	N/A
Gía bán trung bình/tấn			
Xi măng (VND/tấn)	930.652	891.006	-4,3%
Clinker (VND/tấn)	588.922	584.682	-0,7%
Lợi nhuận gộp/tấn			
Xi măng (VND/tấn)	146.127	126.376	-13,5%
Clinker (VND/tấn)	(54.867)	(11.816)	N/A

Nguồn: BCC; BVSC

Doanh thu mảng xi măng năm 2018 đạt 3.252 tỷ (chiếm 88,4% doanh thu; +11,7% y/y). Cụ thể, sản lượng tiêu thụ xi măng năm 2018 đạt 3,6 triệu tấn (+16,7% y/y), trong khi giá bán trung bình xi măng của Công ty tiếp tục xu hướng giảm nhẹ -4,3% so với mức năm 2017. Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ nhanh hơn tăng trưởng doanh thu và giá bán trung bình tiếp tục giảm phần

ảnh xu hướng chuyển dịch mạnh mẽ của người tiêu dùng sang xi măng rời thường có giá bán thấp hơn, tương quan với xu hướng chung của ngành đã thảo luận ở trên.

Doanh thu mảng clinker năm 2018 đạt 425,5 tỷ đồng (chiếm 11,6% doanh thu; -16,0% y/y).

Cụ thể, sản lượng tiêu thụ clinker năm 2018 đạt 727.870 tấn (-15,4% y/y), trong khi giá bán trung bình giảm nhẹ 0,7% so với năm 2017. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp/ tấn từ bán clinker năm 2018 cải thiện nhiều so với mức 2017, chủ yếu hỗ trợ bởi sự ấm lên của ngành xi măng năm 2018, vì thế tăng trưởng hoạt động sản xuất xi măng Công ty giảm thiểu bán clinker dư thừa.

Gia tăng hiệu quả hoạt động năm 2018 khi các sự cố tại các Lò 2 và Lò 3 khắc phục thành công năm 2017.

Ban lãnh đạo chia sẻ hiệu quả hoạt động sản xuất năm 2018 nâng cao chủ yếu do Công ty đã tập trung khắc phục các sự cố nứt bánh răng tại Lò 3 và thay thế một số thiết bị tại Lò 2 trong năm 2017. Theo đó, sản lượng sản xuất tăng trở lại khi Lò 2 đạt 1,2 triệu tấn (+23,7% y/y) và Lò 3 đạt 1,8 triệu tấn (+0,3% y/y).

Biên lợi nhuận gộp năm 2018 là 12,3%, cao hơn 40 điểm cơ bản so với mức 11,9% năm 2017.

Chúng tôi nhận thấy nguyên nhân chính của sự cải thiện BLN gộp của Công ty hỗ trợ bởi (1) hiệu quả hoạt động sản xuất nâng cao tối ưu hóa các chi phí cố định (khấu hao) và chi phí năng lượng khác như điện và than; (2) cơ cấu doanh thu khả quan hơn: tỷ trọng clinker thấp hơn cùng với BLN gộp mảng này cải thiện; và (3) phục hồi chung của ngành xi măng đến từ gia tăng xuất khẩu đã giảm thiểu áp lực cạnh tranh ngành tại thị trường xi măng trong nước.

Hoạt động xuất khẩu thương mại xi măng giúp tinh giảm chi phí hoạt động đáng kể.

Chi phí hoạt động (bán hàng và quản lý doanh nghiệp) năm 2018 là 244,9 tỷ đồng (-14,8% y/y), chiếm 6,7% doanh thu thuần so với mức 8,2% năm 2017. Sự cải thiện này chủ yếu hỗ trợ bởi xuất khẩu xi măng là dưới hình thức thương mại - Công ty bán trực tiếp cho các thương lái, giá cả phụ thuộc vào từng đơn hàng và kiểu loại xi măng được đặt mua. Theo đó, Công ty không phải phát sinh nhiều chi phí vận chuyển cũng như xuất khẩu. Cụ thể, chi phí vận chuyển và ủy thác sản xuất năm 2018 là 25,2 tỷ (-73,8% y/y). Theo đó, BLN từ hoạt động kinh doanh của Công ty năm 2018 tăng mạnh lên mức 5,6% so với mức 3,7% năm 2017.

Chi phí tài chính năm 2018 khoảng 90,0 tỷ (-23% y/y) chủ yếu đến từ chi phí lãi vay do Công ty tiếp tục tập trung giảm nợ vay, trong khi không phải chịu bất kỳ khoản lỗ nào từ chênh lệch tỷ giá hoái đổi do Công ty đã tắt toán các khoản nợ ngoại tệ so với mức 32,6 tỷ năm 2017. Trong khi đó, lợi nhuận tài chính năm 2018 đạt 0,83 tỷ (+212,9% y/y). Thu nhập khác thuần năm 2018 là -6,8 tỷ, cải thiện so với mức -8,1 tỷ năm 2017. Trong đó, chúng tôi nhận thấy BCC phát sinh một khoản lỗ khoảng 18 tỷ bởi Công ty xi măng Miền Trung (Đại Việt) ở Quảng Ngãi tạm dừng hoạt động mặc dù đã có một số văn bản từ Phó thủ tướng chính phủ về việc tái hoạt động nhà máy này. **Tựu chung lại, LNST sau CĐTS năm 2018 của Công ty đạt 93,6 tỷ từ mức lỗ năm 2017 là -6,8 tỷ.**

Bảng cân đối kế toán: gánh nặng nợ vay giảm mạnh; khả năng thanh toán duy trì ở mức thấp.

Tổng tài sản của Công ty là 4.551 tỷ đồng (-6,0% y/y). Trong đó, tiền và tiền gửi ngân

hàng là 123,9 tỷ (chiếm 3% tổng tài sản). Nợ vay ngắn hạn và nợ vay dài hạn của Công ty tính đến cuối năm 2018 lần lượt là 1.516 tỷ (+3,2% y/y) và 34,3 tỷ (-90,9% y/y), theo đó tỷ lệ đòn bẩy của Công ty đã sụt giảm xuống mức hợp lý với tỷ lệ D/E và D/A lần lượt là 0,82 lần và 0,34 lần năm 2018, so với mức 1,03 lần và 0,38 lần năm 2017. Tuy nhiên, các hệ số thanh toán của Công ty (hệ số thanh toán nhanh/ hiện thời) đều ở mức thấp dưới 0,5 lần. Chúng tôi nhận thấy dòng tiền của Công ty thường bị chiếm dụng khá nhiều ở các khoản phải trả người bán ngắn hạn, đặc biệt là liên quan với bên liên quan là Tổng Công ty mẹ Vicem và các doanh nghiệp cùng tập đoàn.

Hình 22: Các chỉ tiêu thanh toán của BCC giai đoạn 2013-2018

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Hệ số thanh toán nhanh	0,28	0,30	0,20	0,14	0,11	0,10
Hệ số thanh toán hiện thời	0,48	0,47	0,41	0,36	0,44	0,40

Môi trường cạnh tranh trong nước lành mạnh cùng với việc tăng giá bán đã tích cực hỗ trợ kết quả kinh doanh Q1 2019

BCC ghi nhận kết quả kinh doanh Q1 2019 tích cực với doanh thu thuần đạt 923,6 tỷ (+17,2% y/y) và LNST sau CĐTS đạt 22,4 tỷ so với mức lỗ -6,3 tỷ cùng kỳ năm ngoái.

Doanh thu từ mảng xi măng và clinker Q1 2019 đạt 923,5 tỷ đồng (+17,2% y/y) với sản lượng xi măng và clinker tiêu thụ trong kỳ khoảng 1,04 triệu tấn. Ban lãnh đạo cho biết Q1 thường là quý thấp điểm trong năm và sản lượng năm nay chủ yếu đóng góp từ tháng 3. Giá xi măng tiêu thụ nội địa đóng bao và rời đã được điều chỉnh tăng khoảng 30.000 đồng/tấn tương quan với xu hướng chung của ngành khi giá điện (chiếm khoảng 10-15% chi phí sản xuất clinker) điều chỉnh tăng 8,36% từ 20/03/2019.

Biên lợi nhuận gộp chung của Công ty trong Q1 2019 đạt 13,3% tiếp tục đà phục hồi so với mức thấp 11,9% năm 2017 và mức 8,1% Q1 2018. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân biên lợi nhuận gộp tiếp tục trên đà phục hồi hỗ trợ bởi những yếu tố sau (1) giá bán trung bình tăng nhanh hơn so với chi phí điện tăng, cụ thể giá điện tăng 8,32% phát sinh thêm chi phí sản xuất khoảng 12.000 đồng/ tấn clinker hay 16.000 đồng/ xi măng; (2) áp lực cạnh tranh ngành thấp hơn; và (3) không áp dụng chiết khấu cao như Q1 2018 để đẩy hàng tồn kho và BLN clinker cải thiện.

Chi phí hoạt động (bán hàng và quản lý doanh nghiệp) là 63,1 tỷ (+36,4% y/y), chiếm 6,8% doanh thu thuần Q1 2019, cao hơn mức 5,9% ở Q1 2018. Chi phí hoạt động trong Q1 2018 thấp chủ yếu do Công ty đẩy mạnh chiết khấu để tập trung đẩy mạnh hàng tồn kho như đã đề cập. Chi phí tài chính thuần Q1 2019 là 26,3 tỷ (+34,9% y/y) chủ yếu do chi phí lãi vay tăng mạnh khi phải thu khách hàng trong quý dương như chậm đi so với năm ngoái. Do đó, chúng

tôi nhận thấy Công ty phải tăng nợ vay để tài trợ mở rộng hoạt động sản xuất và đầu tư. Biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh Q1 2019 đạt mức 6,5% so với mức 2,2% Q1 2018.

Chúng tôi tiếp tục nhận thấy Công ty ghi nhận khoản lỗ khoản 4,2 tỷ đồng từ việc tạm ngưng hoạt động của Công ty xi măng con miền Trung (BCC) vẫn chưa tái hoạt động lại. Ban lãnh đạo cho biết lỗ phát sinh từ việc ghi nhận hao và lãi vay, và nhà máy này chỉ mới khấu hao khoảng hơn 1/3 giá trị. **Tựu chung lại, LNST sau CĐTS Q1 2019 đạt 22,4 tỷ so với mức lỗ - 6,3 tỷ cùng kỳ năm ngoái.**

Vị thế tài chính tính đến cuối Q1 2019 ở mức khá hợp lý khi Q1 là quý thấp điểm của ngành xi măng. Tổng tài sản của Công ty tính đến cuối Q1 2019 là 4.665 tỷ (+2,5% y/y), trong đó tiền và tiền gửi ngân hàng là 86,7 tỷ (1,9% tổng tài sản). Phải thu ngắn hạn của khách hàng Q1 2019 tăng mạnh lên mức 263,1 tỷ từ mức 65,8 tỷ đầu năm, đề nặng lên cơ cấu nguồn vốn và dòng tiền của Công ty. Hàng thành phẩm tồn kho tính đến cuối Q1 2019 là 9,3 tỷ (-65,9% YTD), phản ánh khả năng tiêu thụ xi măng và tình hình thị trường chung vẫn ở mức khả quan. Nợ vay ngắn hạn và dài hạn của Công ty lần lượt là 1.606 tỷ (+6,0% YTD) và 72 tỷ (+100% YTD). Theo đó, tỷ lệ đòn bẩy của Công ty là D/E là 0,84 lần và D/A là 0,34 lần.

Những phát triển khác

Dự án dây chuyền nghiền và đóng bao dự kiến đi vào hoạt động cuối Q2 2019. Ban lãnh đạo cho biết tổng mức đầu tư của dự án này là khoảng 927 tỷ. Hiện công ty đang gấp rút hoàn tất lắp đặt thiết bị và phối hợp đẩy nhanh tiến độ thực hiện. Thời gian hoàn thành và chạy thử toàn bộ dự án là vào cuối Q2 2019. Chúng tôi nhìn thấy việc dây chuyền mới đi vào hoạt động sẽ mang lại một số lợi ích như sau:

- ❑ *Công suất nghiền xi măng ước tính tăng thêm.* Dây chuyền mới được dùng để thay thế dây chuyền nghiền số 2 và 3 lạc hậu hay gặp trục trặc, tiêu hao nhiều điện năng.
- ❑ *Lượng clinker dư thừa sẽ được tận dụng để sản xuất xi măng.* Chúng tôi hiểu rằng clinker tồn đọng thường khiến Công ty phát sinh thêm nhiều chi phí bảo quản, trong khi clinker lâu ngày có thể bị giảm chất lượng của xi măng, cũng như khi lượng clinker tồn đọng quá nhiều đã có lúc phải khiến cho các lò nung clinker ngừng hoạt động. Theo đó, chưa tối ưu hóa được các chi phí cố định trong quá trình sản xuất clinker hay quá trình nghiền xi măng về sau thường phát sinh chi phí khấu hao nhiều.
- ❑ *Mức tiêu thụ điện năng của dây chuyền mới thấp hơn so với dây chuyền cũ.* Dây chuyền mới công nghệ hiện đại, ít hỏng hóc, theo đó tiết kiệm được chi phí sửa chữa và giảm thiểu được rủi ro sự cố máy móc như đã từng xảy ra trong năm 2017 ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động sản xuất chung của Công ty.

Tiếp tục nỗ lực thay thế các thiết bị ở Lò 2 và Lò 3 để tăng năng suất sản xuất clinker. Ban lãnh đạo chia sẻ Công ty dự định sẽ tiếp tục thay thế một số thiết bị ở Lò 2 vào tháng 8 2019 và ở Lò 3 vào tháng 11 hoặc 12 năm 2019. Theo đó, công suất ở các Lò 2 và Lò 3 được mở rộng lần lượt lên mức khoảng 4.000 tấn/ ngày và 5.800 tấn/ ngày từ mức hiện hữu là 3.700

tấn/ ngày và 5.500 tấn/ ngày. Với động thái này, chúng tôi nhận đả tăng trưởng kết quả kinh doanh của Công ty là rõ ràng hơn trong các năm tới.

Đầu tư trạm phát điện tận dụng nhiệt khí từ các lò nung xi măng dự kiến năm 2020. Ban lãnh đạo chia sẻ công suất của trạm điện này là khoảng 9 MW, dự án này đang trình và xin phê duyệt từ Tổng Công ty Xi măng Việt Nam Vicem. Khả năng được duyệt là cao do thuộc các chương trình khuyến khích từ chính phủ. Tổng vốn đầu tư dự kiến là 350 tỷ đồng, trong đó tỷ lệ vốn chủ và vay là 40:60. Ban lãnh đạo cũng cho biết thêm đã có thể tiếp cận được nguồn vốn vay từ ngân hàng địa phương với lãi suất cho vay dài hạn dao động khoảng 10%-10,5%/ năm. Theo đó, chúng tôi nhận thấy mặc dù Công ty có thể chủ động hơn nguồn điện sử dụng của mình, tối ưu hóa chi phí sản xuất và do đó, kỳ vọng hỗ trợ biên lợi nhuận gộp trong thời gian tới và hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận của Công ty về dài hạn.

Dự báo kết quả kinh doanh 2019: LNST sau CĐTS tăng 51%

Cho năm 2019, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt 3.999 tỷ (+8,7% y/y) và LNST của Công ty mẹ đạt 141,4 tỷ (+51,0% y/y). Dự phóng của chúng tôi dựa vào những giả định chính như sau:

1. Chúng tôi dự phóng sản lượng xi măng tiêu thụ của Công ty năm 2019 đạt 4,12 triệu tấn (+13,0% y/y). Dự báo giá xi măng trung bình năm 2019 của Công ty tăng 3,4% so với mức năm 2018 bởi Công ty đã tăng giá bán trung bình cho cả xi măng đóng bao và xi măng rời trung bình khoảng 30.000 đồng/tấn trong Q1 năm nay.
2. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ clinker của Công ty năm 2019 đạt 300.000 tấn (-58,8% y/y) với kỳ vọng dự án dây chuyền nghiền và đóng bao đi vào hoạt động cuối Q2 2019 hỗ trợ Công ty tận dụng được nhiều clinker vào sản xuất xi măng hơn.
3. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp chung của Công ty năm 2019 đạt 13,3% so với mức 12,3% năm 2018 nhờ vào kết hợp của những yếu tố sau: (i) giá bán trung bình tăng nhanh hơn đợt tăng chi phí điện vừa qua; (ii) clinker sản xuất được tận dụng để sản xuất xi măng nhiều hơn đã tối ưu hóa các chi phí cố định, đặc biệt từ các dây chuyền nghiền xi măng, cũng như giảm thiểu chi phí bảo quản clinker hay phải bán clinker dư thừa; (iii) giá clinker kỳ vọng tiếp tục cải thiện nhờ nhu cầu cao từ Trung Quốc; và (iv) Công ty ít phát sinh thêm các chi phí sửa chữa máy móc.
4. Chúng tôi giả định chi phí hoạt động (bán hàng và quản lý doanh nghiệp) năm 2019 chiếm 6,8% doanh thu thuần cao hơn một chút so với mức 6,7% năm 2018.
5. Chúng tôi dự phóng chi phí tài chính thuần của Công ty năm 2019 tăng nhẹ 6,2% so với năm 2018 với kỳ vọng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cải thiện về các quý cuối năm là mùa cao điểm của Công ty.

Tóm lại, chúng tôi dự phóng LNST sau CĐTS của BCC năm 2019 đạt 141,4 tỷ (+51,0% y/y). Với dự phóng này, EPS pha loãng năm 2019 được ước tính là 1.286 đồng/cổ phần, theo đó cổ

phiếu đang giao dịch tại mức P/E năm 2019 là 6,3 lần so với thị giá hiện tại của cổ phiếu vào ngày 17/6/2019.

Định giá:

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh ngang với hai chỉ số P/E và EV/EBITDA với tỷ trọng bằng nhau để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu BCC. Theo đó, giá mục tiêu của chúng tôi đối với cổ phiếu này cho năm 2019 là 9.600 đồng/cổ phần, phản ánh mức P/E và EV/EBITDA hợp lý đối với cổ phiếu này lần lượt là 7,5 lần và 5,0 lần.

Hình 23: Tóm tắt định giá cổ phiếu BCC

EV/EBITDA mục tiêu	4,9 lần
2019F EBITDA (tỷ VND)	545,1
Giá trị doanh nghiệp (tỷ VND)	2.671,0
Trừ: Nợ vay (tỷ VND)	1.696,2
Giá trị vốn cổ phần (tỷ VND)	974,9
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	110.010.054
Giá trị một cổ phần (VND)	8,861,6
P/E mục tiêu	8,0 lần
2019F EPS	1,285,6
Giá trị một cổ phần (VND)	10.284,6
Giá mục tiêu năm 2019 (VND)	9.600
Tiềm năng tăng giá	19,7%

Nguồn: BVSC

Hình 24: Các công ty so sánh ngang với BCC

	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu (triệu USD)	ROE %	ROA%	BLN gộp%	BLN hoạt động%	EBITDA margin %	BLN ròng %	P/E	EV/EBITDA
KCPL IN Equity	INDIA	165.4	237.6	14.2	5.8	N/A	9.2	13.8	6.6	10.4	7.2
RAMCO IN Equity	INDIA	256.5	148.3	5.8	5.1	N/A	9.5	12.3	16.6	10.3	N/A
PIOC PA Equity	PAKISTAN	35.0	92.2	10.1	4.0	27.8	19.7	27.8	16.2	3.9	N/A
MLCF PA Equity	PAKISTAN	105.4	234.0	10.1	5.2	33.2	18.5	33.0	17.8	4.6	6.4
GWLC PA Equity	PAKISTAN	30.5	104.6	10.9	5.9	23.6	18.1	27.3	13.1	3.4	2.9
DCON TB Equity	THAILAND	68.7	38.1	7.3	6.6	34.6	16.9	21.4	13.2	10.7	8.8
695 HK Equity	CHINA	97.9	78.6	20.5	13.8	26.5	25.6	28.9	17.4	7.5	4.4
BTS VN Equity	VIETNAM	22.5	134.0	4.5	1.6	14.2	5.5	14.0	0.7	8.8	4.6
HT1 VN Equity	VIETNAM	254.2	363.9	12.6	6.3	16.8	12.4	21.6	7.7	8.9	5.2
HOM VN Equity	VIETNAM	10.6	75.3	2.4	1.3	12.1	2.5	10.0	1.1	11.3	3.2
Trung bình		104.7	150.7	9.8	5.5	23.6	13.8	21.0	11.0	8.0	5.3
Trung vị		83.3	119.3	10.1	5.5	25.0	14.7	21.5	13.2	8.9	4.9
BCC VN Equity	VIETNAM	36.6	159.8	6.6	2.6	12.3	6.6	12.9	2.5	7.0	4.8

Nguồn: Bloomberg; BVSC

Khuyến nghị:

BCC đóng cửa tại mức giá 8.100 đồng/cổ phần vào ngày 17/6/2019, tăng 24% so với mức giá đầu năm và hiện đang giao dịch tại mức P/E năm 2019F là 6,3 lần so với mức trung bình P/E trượt của các công ty cùng ngành là 8,0 lần. Với mức tăng trưởng lợi nhuận năm 2019 dự phóng cao 51%, chúng tôi nhận thấy BCC vẫn là một cơ hội đầu tư khá hấp dẫn trong ngắn hạn cho năm 2019 khi Trung Quốc vẫn đang tiếp tục tái cơ cấu lại hoạt động sản xuất ngành xi măng. Những điểm tích cực: (1) Công ty có thể tăng giá bán trung bình cao hơn so với mức giá tăng chi phí điện hỗ trợ biên lợi nhuận gộp; và (2) Hoàn thành dây chuyền nghiền và đóng bao vào cuối Q2 2019 gia tăng công suất nghiền xi măng mang lại các lợi ích như (i) tiêu thụ lượng clinker nhiều hơn giúp Công ty tối ưu hóa các chi phí cố định ở phân đoạn nghiền xi măng, giảm chi phí sản xuất, (ii) giảm hoạt động thuê ngoài để nghiền xi măng bởi công suất nghiền xi măng hiện tại đang thấp hơn so với công suất sản xuất clinker, (iii) cắt giảm việc bán clinker dư thừa số lượng lớn và lợi nhuận thường thấp và (iv) tối ưu hóa năng lượng so với dây chuyền cũ tiêu hao nhiều năng lượng. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi và mua ở các điểm giá hấp dẫn để đón đầu tăng trưởng kết quả kinh doanh trong mùa cao điểm của ngành thường rơi vào Q3 và Q4 hàng năm.

Tuy nhiên, chúng tôi không đánh giá cao BCC là một cơ hội đầu tư dài hạn bởi (1) Hoạt động cơ cấu lại sản xuất ngành xi măng tại Trung Quốc mặc dù đã giải tỏa áp lực cạnh tranh trong nước, nhưng không bền vững và rủi ro khi các nhà máy xi măng đủ điều kiện hoạt động tại nước này có thể gia tăng tỷ lệ huy động, là mục tiêu chính của việc cải cách hoạt động sản xuất tại Trung Quốc; (2) Gia tăng công suất sản xuất tại Việt Nam khi các dây chuyền mới đi vào hoạt động vào cuối năm 2019 và mạnh mẽ hơn vào năm 2020 với công suất lần lượt là 4,1 triệu tấn/năm và 12,7 triệu tấn/năm; (3) Xu hướng dịch chuyển sang xi măng rời gia tăng áp lực lên tăng trưởng lợi nhuận của các công ty sản xuất xi măng tại Việt Nam; và (4) Xu hướng nợ vay của Công ty dường như sẽ gia tăng trong thời gian tới bởi Công ty hiện đang có một số dự án đầu tư như Dự án kho nguyên liệu mới (384 tỷ) và Trạm phát điện tận dụng nhiệt khí (350 tỷ) năm 2020.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	4.153	4.280	3.475	3.679
Giá vốn	3.378	3.418	3.063	3.225
Lợi nhuận gộp	775	863	413	453
Doanh thu tài chính	76	13	0	1
Chi phí tài chính	148	118	117	90
Lợi nhuận sau thuế	253	249	-3	88

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Tiền & khoản tương đương tiền	158	162	112	121
Các khoản phải thu ngắn hạn	328	122	121	81
Hàng tồn kho	584	606	888	776
Tài sản cố định hữu hình	3.944	3.696	3.600	3.409
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tổng tài sản	5.130	4.741	4.840	4.551
Vay ngắn hạn	1.153	1.501	1.469	1.471
Vay dài hạn	738	76	386	34
Vốn chủ sở hữu	1.685	1.930	1.799	1.884
Tổng nguồn vốn	5.130	4.741	4.840	4.551

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-4,2%	3,1%	-18,8%	5,8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	60,6%	-1,4%	-98,7%	2736,4%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	18,7%	20,2%	11,9%	12,3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	3,7%	6,3%	6,0%	0,1%
ROA (%)	6,5%	6,4%	0,0%	2,4%
ROE (%)	17,3%	14,2%	0,2%	5,1%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	36,9%	33,3%	38,3%	33,1%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	112,2%	81,7%	103,1%	79,9%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.366	2.333	30	851
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.700	17.600	16.400	17.340

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Đăng Mạnh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng 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 cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch 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.

LIÊN HỆ

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

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyễn

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Điện

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

Thái Anh Hòa

Hạ tầng, Nước

thaianhhoa@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, 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