

Ngành Xi măng

Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2019

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá mục tiêu (VND) **10.000**

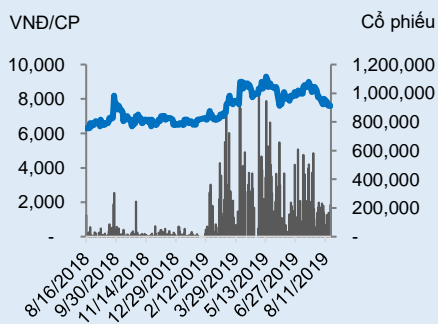
Thị giá (19/8/2019) **7.600**

Lợi nhuận kỳ vọng **+31,6%**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	6.300-9.300
Vốn hóa	836 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	110.010.054
KLGD bình quân 10 ngày	159.200
% sở hữu nước ngoài	4,5%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1,2

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
BCC	16,9%	-10,6%	-11,6%	10,1%
HNX-Index	-0,1%	-3,9%	-2,3%	-4,7%

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 8) 3914.6888 ext 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

Cơ cấu doanh thu tích cực cùng với cải thiện giá bán trung bình và biên lợi nhuận thúc đẩy tăng trưởng KQKD 6T 2019

Cập nhật KQKD 1H19: Những điểm nhấn chính

- BCC ghi nhận KQKD 2Q19 tích cực với doanh thu đạt 991 tỷ (-0,6% yoy) và LNST sau CĐTS đạt 59 tỷ (+213% yoy). Lũy kế 1H9 doanh thu đạt 1.915 tỷ (+7,3% yoy), trong khi đó LNST sau CĐTS đạt 83 tỷ (+340% yoy) từ mức cơ sở 1H18 thấp chỉ 19 tỷ do lỗ phát sinh trong 1Q18. Theo đó, BCC hoàn thành 48%/ 61% kế hoạch doanh thu/ lợi nhuận 2019.
- BLN gộp chung 1H19 đạt 15,1% cao hơn nhiều so với 10,5% của 1H18 nhờ vào: (1) Cơ cấu doanh thu tốt hơn (tăng sản lượng xi măng có lợi nhuận tốt hơn); (2) Giá bán trung bình xi măng và clinker đều tăng tốt lần lượt là 5% và 27% yoy; (3) Tiêu thụ clinker có mức BLN tốt là 7,7% so với mức -9,5% của 1H18 và (4) Ghi nhận hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho. Về sản xuất, BVSC nhận thấy nhờ vào việc tiêu thụ nhiều clinker vào sản xuất xi măng đã giúp BCC tối ưu hóa các chi phí cố định vì thế góp phần mở rộng BLN gộp.
- Tiêu thụ xi măng nội địa 1H19 (-12,5% yoy) trong bối cảnh ngành bất động sản TP. HCM trì trệ; sản lượng xuất khẩu tăng nhẹ, tăng lệ thuộc vào Trung Quốc.
- BVSC điều chỉnh tăng dự phóng KQKD năm 2019 của BCC với doanh thu đạt 4.052 tỷ (+10% yoy) và 161 tỷ (+72% yoy) do KQKD 1H19 tốt hơn dự kiến.

Các cập nhật khác:

- Dự án chuyển đổi công nghệ nghiền xi măng và đóng bao đã khánh thành và chạy liên động.** Các lợi ích nổi bật: (1) Công suất nghiền xi măng tăng 1,2 triệu tấn sau thay thế hai dây chuyền cũ số 2 và 3, cho thấy tiềm năng tăng trưởng KQKD trong thời gian tới; (2) Tối ưu hóa hoạt động sản xuất xi măng, tăng tiêu thụ clinker, tiết kiệm năng lượng; và (3) Đa dạng hóa sản phẩm cao, duy trì chất lượng sản phẩm ổn định đáp ứng yêu cầu từ khách hàng.
- Khởi động các dự án mới: Dự án kho chứa nguyên liệu dự kiến triển khai vào 6 tháng cuối năm.** Tổng mức đầu tư dự kiến là 384 tỷ, cơ cấu vốn (vốn chủ/ vay nợ ngân hàng) là 40/60. Dự án trạm phát điện tận dụng nhiệt khí có vốn đầu tư dự kiến là 350 tỷ dự kiến khởi công vào năm 2020.

Khuyến nghị: BCC đóng cửa tại mức giá 7.600 đồng vào ngày 19/8/2019, theo đó giao dịch tại mức P/E 2019F là 5,2 lần khá hấp dẫn so với mức trung bình P/E trượt của các công ty cùng ngành là 8,0 lần và mức tăng trưởng lợi nhuận dự phóng năm 2019 cao là 71,6%. Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu BCC trong ngắn hạn với giá mục tiêu năm 2019 là **10.000 đồng/ cổ phần**, theo đó phản ánh mức tăng giá tiềm năng là 31,6% so với thị giá hiện tại và mức P/E 2019 hợp lý đối với cổ phiếu này là 7,0 lần. BVSC tiếp tục kỳ vọng giá bán trung bình của xi măng và clinker duy trì tích cực trong bối cảnh Trung Quốc đang

tiếp tục chính sách cắt giảm sản xuất ngành xi măng. Mặc dù đây chuyên nghiên xi măng và đóng bao cho thấy tiềm năng tăng trưởng kết quả kinh doanh cho giai đoạn tới, chúng tôi để ngỏ quan điểm trung tính đối với triển vọng cung-cầu ngành xi măng Việt Nam khi dôi cung vẫn là vấn đề cần được quan tâm trong thời gian tới khi hoạt động xuất khẩu gia tăng lệ thuộc vào Trung Quốc và công suất thiết kế ngành dự kiến gia tăng trong thời tới. *Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi:* (1) Rủi ro thời tiết diễn biến thất thường ảnh hưởng đến mức tiêu thụ xi măng nội địa; (2) Gia tăng tình trạng dôi cung khiến cạnh tranh ngành tại thị trường tiêu thụ nội địa gay gắt hơn; và (3) Trung Quốc cắt giảm nhập khẩu xi măng và clinker từ Việt Nam.

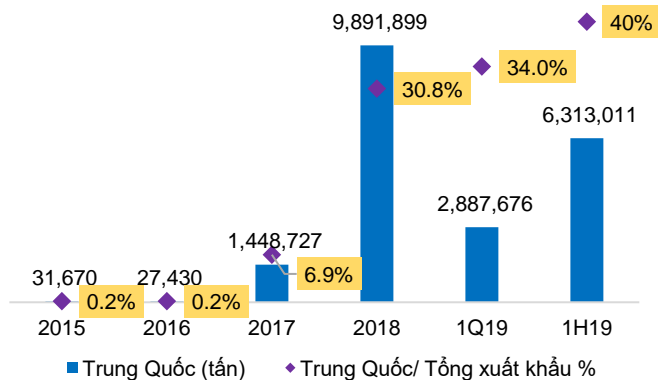
BIỂU ĐỒ CHÍNH

Hình 1: Số liệu hoạt động kinh doanh chính của BCC trong 1H19: Xuất khẩu ấn tượng, BLN cải thiện mạnh

	1H19	1H18	Y-o-Y %
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	2,126,000	2,194,000	-3.1%
Xi măng	1,908,000	1,755,000	8.7%
Clinker	218,000	439,000	-50.3%
Sản lượng xuất khẩu xi măng (tấn)	514,000	288,000	78.5%
Doanh thu (tỷ)	1,907	1,784	6.9%
Xi măng	1,757	1,546	13.6%
Clinker	150	238	-37.0%
Sản lượng tiêu thụ theo loại	1,907,000	1,755,000	8.7%
Xi măng bao (tấn)	1,488,000	1,390,000	7.1%
Xi măng rời (tấn)	419,000	365,000	14.8%
Giá bán trung bình (VND/tấn)	896,990	813,127	10.3%
Xi măng	920,860	880,912	4.5%
Clinker	688,073	542,141	26.9%
Lợi nhuận gộp (VND/tấn)	135,391	85,109	59.1%
Xi măng	144,862	119,593	21.1%
Clinker	52,500	(52,747)	na
BLN gộp (%)			
Xi măng	15.7%	13.6%	+ 210 bps
Clinker	7.6%	-9.7%	+1730 bps

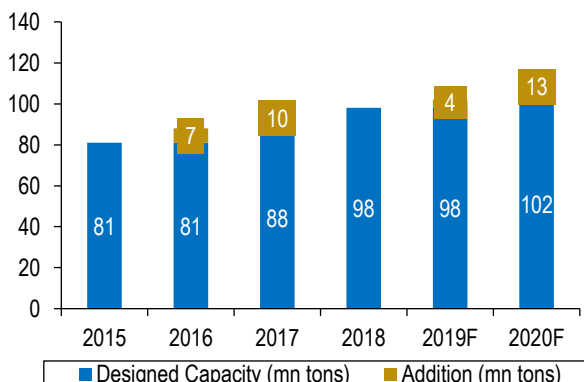
Nguồn: BCC, BVSC

Hình 3: Hoạt động xuất khẩu mang rủi ro tiềm ẩn và không bền vững khi tỷ trọng xuất khẩu sang Trung Quốc tăng vọt lên mức 40% sản lượng xuất khẩu...



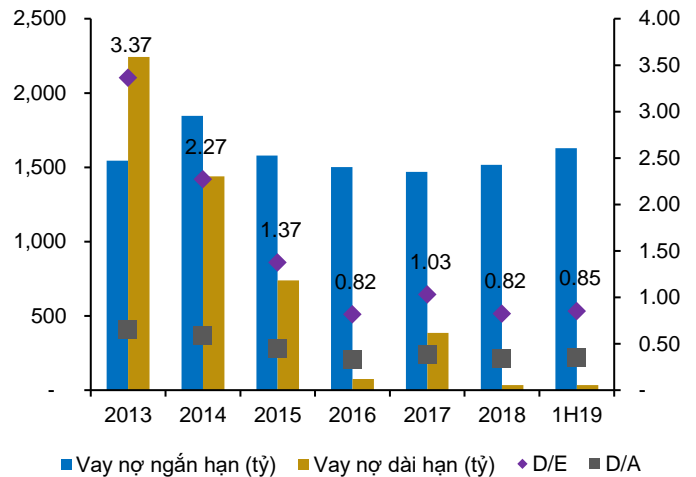
Nguồn: Tổng Cục hải quan Việt Nam

Hình 5: ... khi công suất lắp đặt dự kiến tiếp tục tăng trong thời gian tới



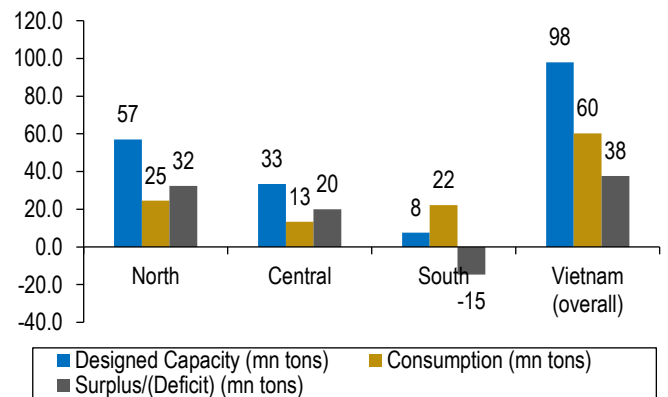
Nguồn: ximang.vn; BVSC

Hình 2: Vị thế tài chính ở mức lành mạnh: D/E và D/A ở mức hợp lý tính đến cuối 1H19



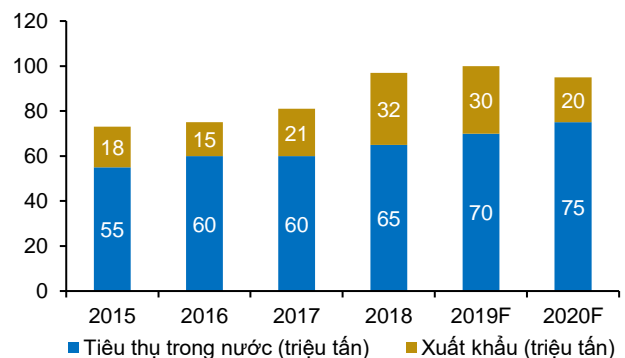
Nguồn: BCC, BVSC

Hình 4: ... tình trạng dư cung của ngành vẫn là một điểm cần lưu ý



Nguồn: ximang.vn; BVSC

Hình 6: Tiêu thụ nội địa kỳ vọng vẫn là trụ đỡ chính của ngành xi măng trong giai đoạn tới; kỳ vọng xuất khẩu bình thường hóa trở lại trong giai đoạn tới



Nguồn: ximang.vn; BVSC

Kết quả 1H19 ấn tượng nhờ vào cơ cấu doanh thu tốt hơn cùng với giá bán trung bình và biên lợi nhuận đều trên đà tăng

BCC công bố kết quả kinh doanh 2Q19 ấn tượng với doanh thu thuần và LNST Cổ đông Công ty mẹ lần lượt là 991 tỷ (-0,6% yoy) và 59 tỷ (+213% yoy). Theo đó, doanh thu thuần lũy kế 1H19 đạt 1.915 tỷ (+7,3% yoy), trong khi đó LNST Cổ đông Công ty mẹ đạt 82,8 tỷ (+340% yoy) từ mức cơ sở 6T 2018 thấp chỉ 18,8 tỷ chủ yếu do ghi nhận lỗ trong Q1 2018. Với kết quả này Công ty hoàn thành 48%/ 61% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2019. Những điểm nhấn chính về hoạt động sản xuất và tài chính được cập nhật chi tiết như sau:

- Sản lượng tiêu thụ 1H19 của Công ty đạt 2,126 triệu tấn (-3,1% yoy); trong đó sản lượng tiêu thụ xi măng đạt 1,908 triệu tấn (+8,7% yoy), trong khi sản lượng tiêu thụ clinker giảm mạnh xuống mức 218.000 tấn (-50,3% yoy). Mặc dù sản lượng tiêu thụ giảm nhẹ trong kỳ, chúng tôi nhấn mạnh rằng cơ cấu sản lượng tiêu thụ của Công ty trong 1H19 là tốt hơn nhiều so với cùng kỳ năm ngoái, bởi (1) gia tăng tỷ trọng xi măng là mảng có giá trị cao hơn lên mức 90% so với mức 80% cùng kỳ năm ngoái; và (2) đóng góp ít hơn từ clinker, là sản phẩm có giá trị thấp và Công ty phải bán khi hàng tồn kho clinker ở mức cao và vì vậy thường phải ghi nhận lỗ từ mảng này.
- Sản lượng xi măng xuất khẩu duy trì đà tăng trưởng tốt đạt 514.000 tấn (+78,5% yoy) so với mức 288.000 tấn cùng kỳ năm ngoái, nhờ vào Trung Quốc tiếp tục chính sách thắt chặt sản xuất ngành xi măng. Chúng tôi lưu ý rằng mức tăng trưởng cao của Công ty cũng vượt xa so với thị trường xuất khẩu xi măng trong nước trong 1H19 chỉ tăng nhẹ ở mức 1,3%.
- Cơ cấu sản lượng xi măng theo loại sản phẩm: Sản lượng xi măng đóng bao trong kỳ đạt 1,488 tấn (+7,1% yoy), trong khi đó sản lượng xi măng rời đạt 419,000 tấn (+15,0% yoy). Theo đó, tỷ lệ xi măng rời/ xi măng đóng bao 6T 2019 là 22:78, biến động nhẹ so với mức 21:79 cùng kỳ năm ngoái.
- Biên lợi nhuận gộp chung của Công ty trong 6T 2019 tăng mạnh lên mức 15,1%, tăng 460 điểm cơ bản, so với mức 10,5% cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi cho rằng việc cải thiện biên lợi nhuận gộp mạnh mẽ được hỗ trợ bởi những lý do chính sau đây: (1) Cơ cấu sản lượng hàng tiêu thụ tốt hơn (tỷ trọng xi măng/ clinker 6T 2019 là 90/10 so với mức 80/20); (2) Giá bán trung bình của xi măng và clinker đều tăng với mức lần lượt là 4,6% và 26,9% so với cùng kỳ năm ngoái; tiêu thụ clinker 6T 2019 ghi nhận mức biên lợi nhuận gộp là 7,7% so với việc phải bán lỗ -9,5% nhằm thanh lý hàng tồn kho số lượng lớn như năm ngoái; và (3) Ghi nhận hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho trong kỳ là 2,44 tỷ. Về khía cạnh sản xuất, chúng tôi nhận thấy nhờ vào việc tăng tiêu thụ nội bộ clinker vào sản xuất xi măng đã giúp Công ty tối ưu hóa các chi phí cố định vì thế góp phần tăng trưởng BLN gộp.

- Chi phí tài chính ròng 6T 2019 là 54,2 tỷ (+24,5% yoy), chủ yếu do chi phí lãi vay tăng lên mức 54,4 tỷ (+26,0% yoy), mặc dù thu nhập tài chính tăng vọt lên mức 250 triệu (+354,5% yoy), tuy nhiên là nhỏ so với quy mô chi phí tài chính. Ngoài ra, Công ty cũng ghi nhận mức lỗ khác ít hơn so với cùng kỳ năm ngoái là 4,9 tỷ (-27,9%), phần nào hỗ trợ LNST của Công ty. Tựu chung lại, BCC ghi nhận LNST của Cổ đông Công ty mẹ 6T 2019 là 82,8% (+340,4% yoy) từ mức cơ sở thấp 6T 2018 là 18,8 tỷ do ghi nhận lỗ trong Q1 2018. Theo đó, biên lợi nhuận ròng 6T 2019 đạt mức 4,3% so với mức 1,1% của 6T 2018.

Vị thế tài chính của Công ty ở mức khá hợp lý. Tính đến cuối Q2 2019, tổng tài sản của Công ty là 4,691 tỷ (+3,1% yoy); trong đó, tiền và tiền gửi là 52,2 tỷ (1,1% tổng tài sản). Nợ vay ngắn hạn và dài hạn của Công ty lần lượt là 1.269 tỷ (+7,5% ytd) và 34,3 tỷ (đi ngang so với mức đầu năm). Vì vậy, đòn bẩy của Công ty ở mức hợp lý với tỷ lệ D/E và D/A lần lượt là 0,88 lần và 0,35 lần.

Chính sách bảo lãnh thanh toán của Công ty đối với các đại lý làm gia tăng các khoản phải thu, đề nặng lên dòng tiền từ hoạt động kinh doanh. Chúng tôi nhận thấy khoản phải thu ngắn hạn từ khách hàng của Công ty tăng mạnh lên mức 295,6 tỷ (+306% ytd); trong đó khoản phải thu ngắn hạn từ các công ty liên quan với Vicem là 14,4 tỷ (+104,9% yoy), trong khi đó các khoản phải thu ngắn hạn đến từ các khách hàng khác là 281,2 tỷ (+327,3 tỷ). Quản lý khoản phải thu tiêu cực hơn đã đề nặng lên dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của Công ty, duy trì trạng thái âm 26 tỷ tính đến cuối Q2 2019. Tuy nhiên, chúng tôi nhấn mạnh rằng xu hướng khoản phải thu của Công ty là tương đồng với quan sát của chúng tôi, như đã nhắc đến trong báo cáo lần đầu. Ban lãnh đạo giải thích việc khoản phải thu tăng mạnh là do đầu năm Công ty cho nhà phân phối thực hiện bảo lãnh thanh toán, vì thế trước khi kết thúc năm tài chính hoặc trước khi bảo lãnh hết hiệu lực, khách hàng phải có nghĩa vụ thanh toán hết công nợ đối với Công ty. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của Công ty sẽ cải thiện về cuối năm như xu hướng các năm gần đây.

Các cập nhật khác

Dự án chuyển đổi công nghệ từ dây chuyền nghiền xi măng đến đóng bao đã khánh thành và chạy liên động. Dây chuyền nghiền và đóng bao xi măng mới đã được khánh thành và chạy liên động. Dự án có tổng mức đầu tư là 927,26 tỷ đồng. Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực với việc dự án dây chuyền nghiền và đóng bao xi măng đi vào hoạt động với những lợi ích chính sau đây:

- Công suất nghiền xi măng của dây chuyền là 1,5 triệu tấn/ năm; tuy nhiên, công suất nghiền xi măng của Công ty chỉ tăng khoảng 1,2 triệu tấn do phải thay thế hai dây chuyền cũ số 2 và số 3 đã lạc hậu và tiêu hao nhiều năng lượng. Với việc mở rộng công suất sản xuất, BVSC nhận thấy động lực tăng trưởng doanh thu rõ ràng hơn của BCC trong các năm tới.
- Tiêu thụ nhiều clinker hơn cho hoạt động sản xuất xi măng, theo đó tối ưu hóa các chi phí cố định, đặc biệt là chi phí khấu hao. Chúng tôi lưu ý rằng trong quá khứ Công ty thường không tiêu thụ được hết clinker vì thế phải bán và không mang lại lợi nhuận nhiều nhằm tránh (i) các chi phí bảo quản phát sinh thêm, (ii) chất lượng hàng tồn kho clinker suy giảm

theo thời gian; và (iii) đảm bảo hoạt động sản xuất clinker hiệu quả, bởi trong lịch sử Công ty đã có lúc phải tạm dừng sản xuất clinker do hàng tồn kho ở mức cao. Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhấn mạnh thêm giá clinker thường diễn biến thất thường và sự phục hồi gần đây chủ yếu do hoạt động cắt giảm sản xuất tại Trung Quốc.

- Những lợi ích nổi bật khác mà Ban lãnh đạo chia sẻ bao gồm (i) giảm chi phí sản xuất, giảm chi phí tiêu hao năng lượng; (ii) đa dạng hóa sản phẩm cao, duy trì chất lượng sản phẩm ổn định đáp ứng mọi yêu cầu của khách hàng; và (iii) giảm mức độ ảnh hưởng của bụi, tiếng ồn tác động đến môi trường.

Khởi động các dự án mới: dự án kho chứa nguyên liệu dự kiến triển khai trong 6 tháng cuối năm. Ban lãnh đạo chia sẻ dự án Kho chứa nguyên liệu sẽ triển khai thực hiện trong 6 tháng cuối năm với tổng mức đầu tư là 384,2 tỷ đồng, trong đó cơ cấu vốn chủ và vay nợ ngân hàng để tài trợ dự án là 40/60. Phấn đấu hết Q1 2019 sẽ đưa vào hoạt động. Bên cạnh đó, Công ty cũng có kế hoạch đầu tư dự án tận dụng nhiệt thừa từ các lò nung để phát điện; tổng mức đầu tư dự kiến khoảng 350 tỷ vào năm 2020. Ban lãnh đạo chia sẻ công suất dự kiến của trạm phát điện này là khoảng 9 MW, dự án này đang trình và xin phê duyệt từ Tổng Công ty Xi măng Việt Nam Vicem. Cơ cấu vốn tương tự dự án kho chứa nguyên liệu là 40:60.

Dự báo LNST sau CĐTS của BCC năm 2019 tăng 71,6% yoy

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu thuần và LNST của Cổ đông Công ty mẹ năm 2019 lần lượt đạt 4.052 tỷ (+10,2% yoy) và 161 tỷ (+71,6% yoy) bởi KQKD 1H19 tốt hơn dự kiến. Thay đổi trong dự báo kết quả kinh doanh năm 2019 đến từ (1) Điều chỉnh biên lợi nhuận gộp của clinker lên mức 3,0% so với dự báo 0% như trước đây; (2) Tăng BLN gộp chung lên mức 14,5% so với mức 13,3% như ở báo cáo trước; và (3) Điều chỉnh chi phí tài chính năm 2019 tăng 17% yoy khi Công ty sẽ khởi công dự án Kho chứa nguyên liệu mới, tuy nhiên kỳ vọng phần nào sẽ bù đắp bởi hoạt động quản lý khoản phải thu và dòng tiền tốt hơn về các quý cuối năm cuối năm.

Hình 7: Các giả định KQKD 2019 trọng yếu của BCC

	FY2019F	FY2018	YoY
Doanh thu thuần (tỷ)	4.052	3.677	10,2%
Xi măng	3.797	3.252	16,8%
Clinker	253	426	-40,6%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	4.470.000	4.377.258	2,1%
Xi măng	4.120.000	3.649.388	12,9%
Clinker	350.000	727.870	-51,9%
Giá bán trung bình (YoY %)			
Xi măng	3,4%	-4,3%	na
Clinker	17,7%	-0,7%	na
BLN gộp chung (%)	14,5%	12,1%	+240 bps

Tựu chung lại, BVSC dự phóng LNST của Cổ đông Công ty mẹ năm 2019 của BCC đạt 160,7 tỷ (+71,6% yoy) từ mức cơ sở thấp năm 2018. Theo đó, EPS pha loãng năm 2019 của Công ty được ước tính đạt 1.460 đồng/ cổ phần, vì thế giao dịch tại mức 2019 P/E là 5,3 lần, là khá hấp dẫn theo quan điểm của chúng tôi.

Ngành Xi măng còn đối mặt nhiều thử thách trong giai đoạn 2019-2020

Tiêu thụ xi măng nội địa 1H19 giảm trong bối cảnh ngành bất động sản tại TP. HCM trì trệ; hoạt động xuất khẩu tăng nhẹ, gia tăng lệ thuộc vào Trung Quốc. Sản lượng tiêu thụ ngành xi măng 1H19 toàn ngành xi măng tại Việt Nam đạt 46,6 triệu tấn (-9,3% yoy), trong đó tiêu thụ xi măng nội địa đạt 31,5 triệu tấn (-12,5% yoy), chủ yếu do ngành xây dựng và bất động sản dân dụng 1H19 trì trệ, đặc biệt là thị trường TP. Hồ Chí Minh, cũng như tình trạng khan hiếm cát xây dựng trong kỳ cũng làm ảnh hưởng đến tiêu thụ xi măng nội địa. Sản lượng xuất khẩu clinker và xi măng toàn ngành gần như đi ngang đạt 15,6 triệu tấn (+1,3% yoy) trong 6 tháng đầu năm. Theo đó, chúng tôi nhận thấy hoạt động xuất khẩu của ngành xi măng Việt Nam tiếp tục gia tăng lệ thuộc vào Trung Quốc khi tỷ trọng xuất khẩu theo sản lượng sang Trung Quốc tiếp tục tăng lên mức cao chiếm 40% sản lượng xuất khẩu so với mức 7%/ 31%/ 34% vào thời điểm năm 2017/ 2018/ 1Q19.

Tích cực trong ngắn hạn nhưng quan ngại cho dài hạn. Trong ngắn hạn, chúng tôi nhận thấy việc xuất khẩu duy trì ở trạng thái tích cực đã giải tỏa áp lực cạnh tranh ngành ở thị trường tiêu thụ nội địa. Tuy nhiên, về dài hạn chúng tôi duy trì quan điểm việc xuất khẩu tập trung sang một đối tượng khách hàng lên tới 40% sản lượng sản xuất là không bền vững và tiềm ẩn nhiều rủi ro cho triển vọng ngành trong thời gian trong bối cảnh cạnh tranh ngành dường như sẽ khốc liệt hơn bởi tình trạng dồi dư dự kiến tiếp tục gia tăng. Cụ thể, công suất ngành dự kiến sẽ tăng thêm 4 triệu tấn vào cuối năm 2019 và 13 triệu tấn vào năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ nội địa sẽ phục hồi trong thời gian tới do hoạt động xây dựng công nghiệp tích cực hơn nhờ vào xu hướng dịch chuyển hoạt động sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam, bù đắp cho hoạt động xây dựng dân dụng giảm tốc gần đây. Những động lực thúc đẩy tăng trưởng khác trong trung và dài hạn như đã nhắc đến ở báo cáo trước, bao gồm (1) Nỗ lực của Chính phủ trong việc kích thích tham gia của các nhà đầu tư tư nhân vào các dự án hạ tầng và (2) Mạng xây dựng dân dụng tăng trưởng lành mạnh trong thời gian tới hỗ trợ bởi tốc độ đô thị hóa nhanh hơn, quy mô hộ gia đình nhỏ hơn và gia tăng thu nhập đầu người. Tựu chung lại, chúng tôi đánh giá **Trung tính** đối với triển vọng ngành xi măng tại Việt Nam cho giai đoạn 2019-2020.

Định giá:

Chúng tôi duy trì phương pháp định giá so sánh ngang với hai chỉ số P/E và EV/EBITDA với tỷ trọng như nhau. Theo đó, giá mục tiêu năm 2019 của chúng tôi đối với cổ phiếu này là 10.040 đồng/ cổ phần, điều chỉnh tăng 4,6% so với mức giá mục tiêu 9.600 đồng trước đây cho thấy tiềm năng tăng giá là 31,6% so với thị giá hiện tại của cổ phiếu BCC và mức P/E hợp lý năm 2019 đối với cổ phiếu này là 7,0 lần.

Hình 8: Tóm tắt định giá BCC

EV/EBITDA mục tiêu (lần)	4,9x
2019F EBITDA (tỷ VND)	590
Giá trị doanh nghiệp (tỷ VND)	2.892
Trừ: Nợ vay (tỷ VND)	1.888
Giá trị vốn cổ phần (tỷ VND)	1.003
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	110.010.054
Giá trị một cổ phần (VND)	9.125
P/E mục tiêu	7,5x
2019F EPS	1.461
Giá trị một cổ phần (VND)	10.956
Giá mục tiêu năm 2019	10.040
Tiềm năng tăng giá	31,6%

Khuyến nghị:

BCC đóng cửa tại mức giá 7.600 đồng vào ngày 19/8/2019, theo đó giao dịch tại mức P/E 2019F là 5,2 lần khá hấp dẫn so với mức trung bình P/E trượt của các công ty cùng ngành là 8,0 lần và mức tăng trưởng lợi nhuận dự phóng năm 2019 cao là 71,6%. Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu BCC trong ngắn hạn với giá mục tiêu năm 2019 là **10.000 đồng/ cổ phần**, theo đó phản ánh mức tăng giá tiềm năng là 31,6% so với thị giá hiện tại và mức P/E 2019 hợp lý đối với cổ phiếu này là 7,0 lần. BVSC tiếp tục kỳ vọng giá bán trung bình của xi măng và clinker duy trì tích cực trong bối cảnh Trung Quốc đang tiếp tục chính sách cắt giảm sản xuất ngành xi măng. Mặc dù dây chuyền nghiền xi măng và đóng bao cho thấy tiềm năng tăng trưởng kết quả kinh doanh cho giai đoạn tới, chúng tôi để ngỏ quan điểm trung tính đối với triển vọng cung-cầu ngành xi măng Việt Nam khi dồi cung vẫn là vấn đề cần được quan tâm trong thời gian tới khi hoạt động xuất khẩu gia tăng lệ thuộc vào Trung Quốc và công suất thiết kế ngành dự kiến tiếp tục gia tăng trong thời tới. *Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi:* (1) Rủi ro thời tiết diễn biến thất thường ảnh hưởng đến mức tiêu thụ xi măng nội địa; (2) Gia tăng tình trạng dồi cung khiến cạnh tranh ngành tại thị trường tiêu thụ nội địa gay gắt hơn; và (3) Trung Quốc cắt giảm nhập khẩu xi măng và clinker từ Việt Nam.

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
Nợ ngắn hạn	1.153	1.501	1.469	1.471
Nợ 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 Nguyên

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Trần Thị Thu Nga

Bán lẻ, Thép

tranthithunga@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, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@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



BaoViet Securities Joint Stock Company

Hanoi Headquarter :

- 72 Tran Hung Dao, Hoan Kiem, Hanoi
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Ho Chi Minh Branch :

- 8 Floor, No 233 Dong Khoi, Dist 1, HCM city
- Tel: (84 28) 3 914 6888