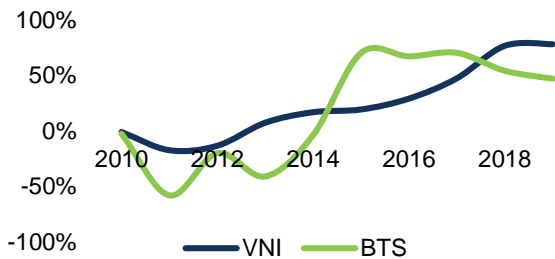


**CTCP XI MĂNG VICEM BÚT SƠN (HNX: BTS)**
**Nguyễn Lý Thanh Lương**

Chuyên viên phân tích

Email: luongnt@fpts.com.vn

Tel: (8424) – 3773 7070 - Ext : 4309

 Giá hiện tại: **4.400**  
 Giá mục tiêu: **3.500**  
 Tăng/giảm: **- 20%**
**KHUYẾN NGHỊ**  
**BÁN**
**Diễn biến giá cổ phiếu BTS và VNINDEX**

**Thông tin giao dịch (30/10/2019)**

Giá hiện tại (đồng/cp):	4.400
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp):	6.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp):	4.000
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	120,0
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	120,0
KLGD bình quân 90 ngày (cp)	4.392
% sở hữu nước ngoài	1,22
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	528
P/E trailing 12 tháng (lần)	11,08
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	400

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Xi măng Bút Sơn
Địa chỉ	Kim Bảng, Hà Nam
Doanh thu chính	Sản xuất xi măng, clinker
Chi phí chính	Đá vôi, đất sét, than cám
Rủi ro chính	Rủi ro biến động tỷ giá và lãi suất khoản vay dài hạn
Đối thủ chính	Xuân Thành, VISSAI

**Cơ cấu cổ đông (30/10/2019)**

Tổng công ty VICEM	79,5%
Công ty Chứng khoán ACB	5,9%
Ngân hàng TMCP Á Châu	5,1%
Cổ đông khác	9,5%

**Ban lãnh đạo (30/10/2019)**

Chủ tịch HĐQT	Ông Phạm Đức Cường
Tổng giám đốc	Ông Đỗ Tiến Trình
Kế toán trưởng	Bà Lê Thị Khanh
Trưởng BKS	Ông Doãn Hữu Phong

**RỦI RO LỚN TRONG QUÁ TRÌNH TÁI CẤU TRÚC VICEM & BÀI TOÁN VỀ CẠNH TRANH BỀN VỮNG**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu BTS – CTCP Xi măng Bút Sơn, niêm yết trên sàn HNX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu BTS là **3.500 đồng/cp**, thấp hơn 20% so với mức giá hiện tại.

Chúng tôi cho rằng, mặc dù được hỗ trợ bởi diễn biến tích cực của ngành xi măng trong thời gian ngắn gần đây, BTS tiềm ẩn rất nhiều rủi ro trong hoạt động kinh doanh hiện tại, cũng như thiếu giải pháp cạnh tranh cho giai đoạn sắp tới. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu BTS với các luận điểm chính:

► **Hoạt động kinh doanh kém hấp dẫn khi đánh mất dần các lợi thế cạnh tranh trong nội tại.** Mặc dù từng sở hữu những lợi thế kinh doanh có giá trị so với đối thủ (nguồn nhiên liệu, thương hiệu, thị trường tiêu thụ, hệ thống phân phối), BTS đang dần mất đi khả năng cạnh tranh của mình trước sự thay đổi nhanh chóng của các yếu tố trong ngành xi măng cùng với sự gia nhập của các đối thủ có tiềm lực lớn trong khu vực ([xem thêm](#)).

► **Tiến trình tái cấu trúc và cổ phần hóa VICEM chậm tiến độ là rào cản lớn đối với doanh nghiệp.** Từ cuối năm 2018, VICEM đã công bố việc tái cấu trúc hoạt động đối với BTS & các thành viên để chuẩn bị cho IPO của VICEM vào năm 2020. Tuy nhiên, cho đến thời điểm hiện tại, các công việc tái cấu trúc đều đang chậm thực hiện và có thể phải lùi thêm từ 3 – 4 năm nữa, là rào cản lớn với kế hoạch khôi phục hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp ([xem thêm](#)).

► **Cạnh tranh trong khu vực tiếp tục gia tăng với quy mô lớn hơn cùng với diễn biến xấu đi của ngành.** Trước áp lực cạnh tranh gia tăng, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ của ngành dần bão hòa và chi phí sản xuất trở nên đắt đỏ hơn, các doanh nghiệp xi măng năng lực kém đang dần bị đào thải, cùng với rủi ro kinh doanh trong ngành tăng lên. Chúng tôi cho rằng, trước thách thức đó, BTS chưa đưa ra được một giải pháp cạnh tranh bền vững để cải thiện vấn đề nội tại, trong khi tình hình chung của ngành đang tiếp tục xấu đi ([xem thêm](#)).

► **Rủi ro cao trong hoạt động kinh doanh.** BTS đang bộc lộ rất nhiều rủi ro trong hoạt động kinh doanh, ảnh hưởng trực tiếp tới khả năng hoạt động liên tục của doanh nghiệp, trong đó: (1) Rủi ro mất an toàn tài chính với nghĩa vụ nợ ngắn hạn (2) Sức tiêu thụ bấp bênh với sự phụ thuộc vào tình hình xuất khẩu của ngành (3) Vấn đề pháp lý thất chặt liên quan tới ô nhiễm môi trường trong sản xuất. Các rủi ro đều ở mức cao và cần được đặc biệt chú ý ([xem thêm](#)).

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### I. Các thông tin chung

#### 1. Lịch sử hình thành và phát triển



**CTCP Xi măng VICEM Bút Sơn** (HNX: BTS), được khởi công xây dựng năm 1993 với tổng công suất của dây chuyền đầu tiên là 1,4 triệu tấn xi măng/năm. Năm 2008, dây chuyền số II được đầu tư, nâng tổng công suất của doanh nghiệp lên mức 3,5 triệu tấn xi măng/năm.

Sản phẩm xi măng BTS hiện chiếm khoảng 14% thị phần tiêu thụ miền Bắc và 5% thị phần cả nước. thuộc nhóm doanh nghiệp xi măng quy mô lớn và hiện là đơn vị chịu quản lý bởi Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam (VICEM).

#### 2. Cơ cấu cổ đông & ban lãnh đạo

- Cơ cấu cổ đông & sở hữu chính**

**Bảng:** Cơ cấu cổ đông BTS – 30/10/2019

Cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
Tổng công ty VICEM	79,5%
Công ty Chứng khoán ACB	5,9%
Ngân hàng TMCP Á Châu	5,1%
Cổ đông khác	9,5%

Hiện cổ đông đang nắm giữ lớn nhất là Tổng công ty VICEM (chiếm 80% cổ phần) và trực tiếp quản lý hoạt động kinh doanh của BTS. Trong đó, VICEM quản lý nguồn cung đối với một số nguyên, nhiên liệu quan trọng trong khâu sản xuất mà BTS không tự khai thác được (than, thạch cao) và phân vùng địa bàn kinh doanh với BTS và các thành viên trực thuộc ([xem thêm chính sách của VICEM](#)).

Nguồn: BTS, FPTS tổng hợp

- Ban lãnh đạo và mô hình quản trị công ty**

Trong mô hình quản trị của BTS hiện nay, tất cả các thành viên trong HĐQT và Ban kiểm soát đều là thành viên nội bộ, không có thành viên độc lập nào. Ban lãnh đạo của công ty chủ yếu có độ tuổi từ 40 - 60 với khoảng từ 10 – 20 năm kinh nghiệm trong công ty. Tuy nhiên, đa số đều không nắm giữ cổ phần của công ty hoặc nắm số lượng rất ít. Trong 5 năm gần đây nhất, BTS đã có đến 2 lần thay đổi hầu hết các vị trí lãnh đạo chủ chốt.

**Bảng I:** Ban lãnh đạo BTS – 30/10/2019

Tên	Vị trí	Trình độ học vấn	Bổ nhiệm	Kinh nghiệm	Tỷ lệ sở hữu
Ông Phạm Đức Cường	Chủ tịch HĐQT (nguyên PGĐ)	Kỹ sư nhiệt điện	2014	23 năm	0%
Ông Đỗ Tiến Trình	Thành viên HĐQT + TGD	Kỹ sư Silicat	2018	17 năm	0%
Ông Nguyễn Thế Hùng	Thành viên HĐQT + Phó TGD	Cử nhân tài chính	2016	12 năm	0%
Bà Lê Thị Khanh	Thành viên HĐQT + Kế toán trưởng + Công bố TT	Cử nhân tài chính	2015	10 năm	0%
Ông Doãn Hữu Phong	Trưởng BKS (nguyên Kế toán)	Thạc sĩ tài chính	2018	19 năm	0%

Nguồn: BTS, FPTS tổng hợp

### II. Tổng quan hoạt động sản xuất kinh doanh

#### 1. Sản phẩm và hoạt động kinh doanh chính

Hoạt động kinh doanh chính của BTS là sản xuất xi măng, đóng góp 98 - 99% doanh thu với các sản phẩm chính là xi măng bao và xi măng rời, phổ biến là các loại PC30 và PCB40, sản xuất theo tiêu chuẩn chung của Bộ Xây Dựng (TCVN 6260:2009 và TCVN 2682:2009). Ngoài ra, BTS còn sản xuất loại xi măng công nghiệp đặc dụng và chất lượng cao như Bút Sơn C91, Bút Sơn MC25, với những tính năng đặc biệt dành cho các công trình lớn: khả năng chịu lực tốt, khả năng chống ăn mòn, xâm thực và rạn nứt.

## 2. Chuỗi giá trị doanh nghiệp

### Đầu vào

#### Chi phí nguyên vật liệu (66% chi phí sản xuất)



Khai thác đá vôi, đất sét tại  
Mỏ Hồng Sơn, Liên Sơn, Đồi Thị  
(Cách nhà máy 1 -2 km, trữ lượng 40 năm)

Đá vôi, đất sét (21% chi phí sản xuất)



Nhập than và nhiên liệu từ  
VICEM Vật tư Vận tải Xi măng (VTV)  
(Nguồn cơ sở: Tập đoàn Than Khoáng sản VN)

Than cám (35% chi phí sản xuất)

#### Chi phí khác (34% chi phí sản xuất)

Nhân công: 7% chi phí sản xuất

Khấu hao: 10% chi phí sản xuất

Điện sản xuất: 13% chi phí sản xuất

Khác: 4% chi phí sản xuất

### Sản xuất

#### Nhà máy Bút Sơn, Hà Nam (2 dây chuyền)

Dây chuyền I

Công suất: 1.5 triệu tấn xi măng/năm

Công nghệ: Lò quay khô – Số năm hoạt động: 26 năm

Dây chuyền II

Công suất: 2 triệu tấn xi măng/năm

Công nghệ: Lò quay khô – Số năm hoạt động: 11 năm

### Đầu ra

#### Thị trường nội địa (đóng góp 96 - 97% doanh thu)

Hà Nội: 42% doanh thu với 17% thị phần khu vực

Hà Nam: 21% doanh thu với 46% thị phần khu vực

Các tỉnh Tây Bắc Bộ: 34% doanh thu với 11% thị phần khu vực

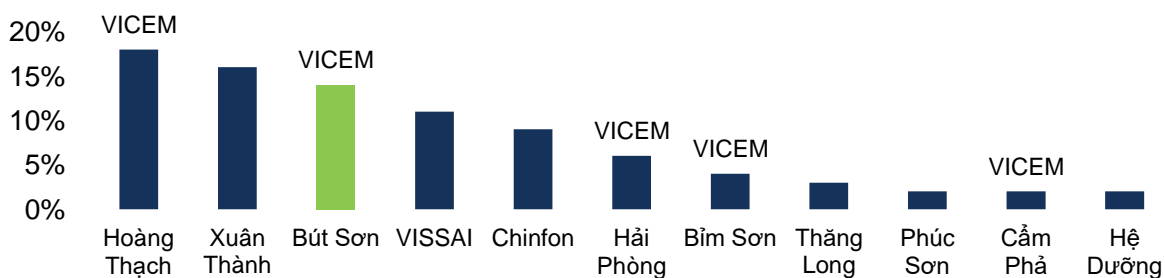
#### Thị trường xuất khẩu (đóng góp 3 – 4% doanh thu)

Campuchia, Trung Quốc, Lào

## 3. Vị thế doanh nghiệp

BTS là 1 trong 5 doanh nghiệp có quy mô lớn nhất ở thị trường phía Bắc với tổng công suất đạt 3,5 triệu tấn/năm. Thị phần ở khu vực miền Bắc đạt 14%, chỉ xếp thứ 3 sau VICEM Hoàng Thạch và Xuân Thành. Xét trên cả nước, doanh nghiệp đứng thứ 9 về quy mô sản xuất (trên tổng cộng 450 doanh nghiệp), chiếm khoảng 5% thị phần và thuộc 1 trong 4 đơn vị sản xuất chủ lực của Tổng công ty VICEM.

#### Biểu đồ I: Thị phần của các doanh nghiệp xi măng miền Bắc



Nguồn: Hiệp hội Xi măng Việt Nam, FPTTS tổng hợp

## 4. Kết quả kinh doanh các năm gần đây

Liên tục trong nhiều năm gần đây, kết quả kinh doanh của BTS luôn ở mức thấp. Cụ thể, doanh thu trong 5 năm trở lại đây không tăng, lợi nhuận sau thuế giảm 72% và biên lợi nhuận sau thuế giảm từ 4% năm 2015 về mức 2% trong năm 2019, với năm 2017 biên lợi nhuận sau thuế gần bằng 0%. Hiện doanh nghiệp bị chính phủ liệt vào nhóm các doanh nghiệp nhà nước trực thuộc VICEM kinh doanh thiếu hiệu quả, và là tâm điểm cho phương án tái cấu trúc VICEM giai đoạn 2013 – 2020.

## PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### I. Tổng quan ngành xi măng Việt Nam – Cạnh tranh tăng cao khi thị trường dần bão hòa

#### 1. Các đặc điểm nổi bật của ngành

- **Ngành nghề có rào cản gia nhập thấp:** Ngành xi măng có rào cản gia nhập thấp, không yêu cầu về vốn và kinh nghiệm chuyên môn đặc thù. Đặc biệt vài năm trước đây, các doanh nghiệp xi măng được khuyến khích hoạt động ở các tỉnh thành nông thôn nhằm thúc đẩy nền công nghiệp trong khu vực nên dễ dàng xin giấy phép xây dựng nhà máy và giấy phép khai thác các vùng nguyên liệu gần kề.
- **Cạnh tranh chủ yếu về giá trong khi sản phẩm không có sự khác biệt:** Các sản phẩm xi măng hiện nay trên thị trường chủ yếu là các sản phẩm xi măng bao (PC và PCB 30, 40) và xi măng rời ([xem giải thích về các sản phẩm](#)). Theo quy định của nhà nước, các sản phẩm xi măng bán ra phải tuân theo tiêu chuẩn chung của Bộ Xây Dựng về đặc tính và chất lượng. Do đó, sản phẩm giữa các doanh nghiệp gần như không có sự khác biệt và tập trung cạnh tranh chính về giá bán với các đối thủ khác.
- **Công nghệ sản xuất tương đồng giữa các doanh nghiệp nhưng liên tục có sự cải tiến mới trong khâu vận hành để tối ưu hóa chi phí.** Hiện nay, 92% số nhà máy trên cả nước đang sử dụng công nghệ lò quay khô, là công nghệ sản xuất tốt và phổ biến nhất hiện tại ([xem thêm về công nghệ sản xuất xi măng](#)). Mặc dù sử dụng chung một công nghệ sản xuất, tuy nhiên theo đánh giá của Viện Vật liệu Xây dựng Việt Nam, hiệu quả sử dụng của các dây chuyền có sự khác nhau đáng kể (khác biệt về công suất huy động, định mức tiêu hao, chất lượng sản xuất và độ bền của máy móc) do cách vận hành của mỗi nhà máy. Khối doanh nghiệp liên doanh nước ngoài được đánh giá là có hiệu suất vận hành tốt nhất, với sự đầu tư bài bản và thường xuyên trong dây chuyền và đi trước trong việc áp dụng các kỹ thuật sản xuất mới.
- **Bốn yếu tố cốt lõi để cắt giảm chi phí và tăng khả năng cạnh tranh trong ngành:** Có 4 yếu tố cắt giảm chi phí quan trọng nhất với các doanh nghiệp: (1) Tối ưu hóa kỹ thuật sản xuất và quản lý tốt hàng tồn kho (2) Tìm kiếm các nguồn nguyên, nhiên liệu có chi phí thấp và nguồn cung ổn định (3) Cắt giảm tối đa chi phí vận chuyển và bán hàng ở các địa bàn kinh doanh không hiệu quả (4) Cân bằng về chi phí vốn sử dụng.

#### 2. Tình hình ngành xi măng trong các năm gần đây

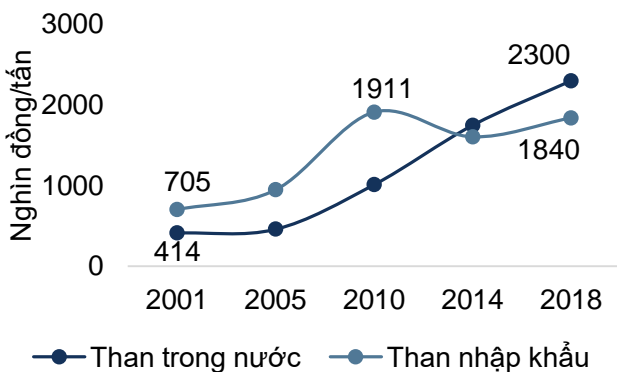
- **Chu kỳ ngành tiến tới bão hòa.** Thị trường xi măng chứng kiến mức tăng trưởng tốc độ tiêu thụ trong nước đang dần tiến tới mức tăng trưởng bão hòa trong 10 năm gần đây (CAGR 5,3%), chỉ bằng 60% so với tốc độ tăng trưởng tiêu thụ giai đoạn trước đó (CAGR 8,6% giai đoạn 2000 - 2009). Tốc độ tiêu thụ giảm tốc, song mức tăng công suất vẫn còn duy trì ở mức cao (CAGR 6,9%), dẫn tới tình hình cạnh tranh ngày càng gay gắt.
- **Tăng rủi ro phụ thuộc vào hoạt động xuất khẩu khi thị trường nội địa không còn đủ sức tiêu thụ.** Chỉ trong vòng 10 năm (2008 – 2018), Việt Nam từ một nước phải nhập khẩu xi măng đã trở thành nước xuất khẩu xi măng nhiều nhất thế giới. Nhu cầu trên thị trường xuất khẩu đến hầu hết từ Trung Quốc (chiếm 36% tổng xuất khẩu) và Phillipines (chiếm 21%), chủ yếu xuất khẩu sản phẩm thô (clinker) có giá trị thấp nên gần như không mang lại lợi nhuận. Mặc dù vậy, nhiều doanh nghiệp vẫn buộc phải xuất khẩu do tiêu thụ kém và tồn kho lớn trong nước trước dẫn tới việc thất thoát tài nguyên và tăng rủi ro về các chính sách xuất khẩu.
- **Cuộc đua giảm giá bán khiến lợi nhuận của các doanh nghiệp sụt giảm mạnh.** Trong các năm gần đây, một loạt các thương hiệu xi măng mới gia nhập thị trường, bao gồm các thương hiệu xi măng liên doanh và tư nhân có tiềm lực tài chính lớn như VISSAI, Xuân Thành, Chinfon, Nghi Sơn. Các doanh nghiệp này liên tục mở rộng công suất và quy mô thị trường, tuy nhiên do nhận diện thương hiệu ban đầu còn yếu, hầu hết đã chủ động giảm mạnh giá bán và chiết khấu cao cho các nhà phân phối để giành thị trường từ khối VICEM, cộng thêm với việc dư thừa ở thị trường nội địa đã dẫn tới áp lực cạnh tranh mạnh về giá. Trong 5 năm trở lại đây, giá bán liên tục sụt giảm ở nhiều khu vực trên cả nước, mức giảm trung bình từ 2 - 3%/năm, khiến biên lợi nhuận trước thuế của các doanh nghiệp trong ngành giảm trung bình từ 0.5 – 1%/năm.

## II. Hoạt động kinh doanh BTS – Thương hiệu nổi bật trong quá khứ đang mất đi lợi thế

### 1. Quá khứ: Cạnh tranh bằng các chính sách ưu đãi trong chuỗi giá trị

- Được ưu tiên nguồn nhiên liệu than trong nước với chi phí thấp và nguồn cung ổn định

**Biểu đồ II:** Diễn biến giá than giai đoạn 2010–2018



Là đơn vị trực thuộc VICEM, BTS từng được hưởng nhiều ưu đãi về nguồn than từ Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (TKV) theo chính sách ưu tiên cho khối xi măng VICEM. Theo một số đơn vị cung cấp than chia sẻ, với đầu mối là VICEM Vật tư Vật tải (VTV), doanh nghiệp VICEM thường được hưởng ưu đãi từ 15 – 20% so với giá TKV niêm yết trên thị trường và được ưu tiên sử dụng nguồn than chất lượng cao mà TKV khai thác. Giai đoạn trước 2013, nhờ nguồn than trong nước ổn định và có chi phí thấp, BTS và khối VICEM tạo được lợi thế cạnh tranh tốt về nguồn nhiên liệu sản xuất giúp cho giá thành sản phẩm ở mức thấp và duy trì được chất lượng sản xuất.

Nguồn: VIRAC, TKV, FPTS tổng hợp

- Hệ thống phân phối phủ rộng và được ưu tiên phân phối chính tại miền Bắc

**Bảng II:** Thị trường tiêu thụ của BTS

Thị trường	% Doanh thu	% Thị phần khu vực
Hà Nội	42%	17%
Hà Nam	21%	46%
Các tỉnh Tây Bắc Bộ	34%	11%

Trong suốt 10 năm hoạt động (từ năm 1993 đến 2003), với công suất 1,4 triệu tấn/năm, BTS luôn đứng thứ 2 về quy mô sản xuất ở khu vực miền Bắc (chỉ sau VICEM Hoàng Thạch). Hệ thống phân phối của doanh nghiệp phủ sóng rộng rãi ở 11/25 tỉnh thành phía Bắc (44% khu vực) cùng với hệ thống phân phối chung trong khối VICEM phủ tới 21/25 tỉnh thành (84% khu vực miền Bắc), giúp BTS dễ dàng tiếp cận tới người tiêu dùng và đại lý trong khu vực.

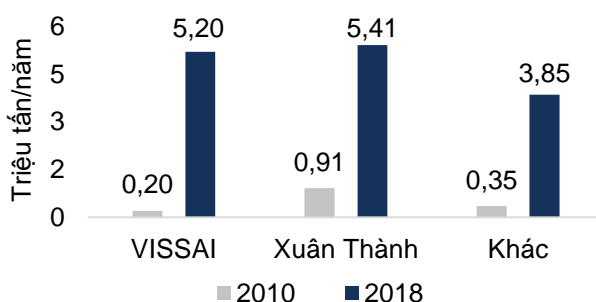
Nguồn: BTS, Hiệp hội Xi măng Việt Nam

Đồng thời, doanh nghiệp còn hưởng lợi nhờ chính sách phân vùng tiêu thụ của VICEM với các thành viên, trong đó ưu tiên giao cho BTS phân phối chính thương hiệu VICEM tại thị trường Hà Nam và các tỉnh thuộc khu vực Tây Bắc Bộ. Việc được phân phối chính tại hai thị trường này giúp giảm được áp lực cạnh tranh lớn trong nội bộ từ các nhà máy VICEM gần kề (công suất 10,2 triệu tấn - gấp 2,9 lần công suất của BTS). Quy mô thị trường của 2 khu vực cũng ở mức trung bình (23% so với thị trường miền Bắc) mang lợi thế đáng kể cho doanh nghiệp.

### 2. Hiện tại: Mất đi lợi thế vốn có khi tình hình chung của ngành thay đổi

- Mất đi lợi thế về quy mô và thị phần với sự đầu tư ồ ạt các dây chuyền lớn trong khu vực

**Biểu đồ IV:** Công suất tăng thêm của các nhà máy ở Hà Nam

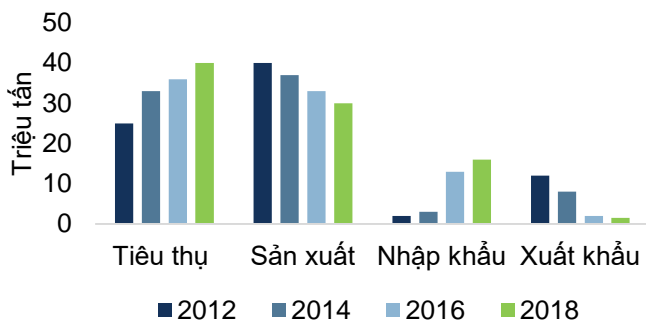


Đối thủ cạnh tranh chính của BTS là khối doanh nghiệp tư nhân mới nổi ở khu vực Hà Nội, Hà Nam và các tỉnh Tây Bắc Bộ (thị trường chính của BTS) gồm VISSAI Hà Nam và Xuân Thành. Việc các đối thủ trong khu vực liên tục mở rộng công suất trong 10 năm gần đây (tăng gần 13 triệu tấn, khoảng 14% công suất hiện tại của cả nước) gây áp lực lớn lên sức tiêu thụ trong khu vực. Đặc biệt, để tiêu thụ lượng công suất đó trong thời gian ngắn, nhiều doanh nghiệp đã giảm mạnh giá bán để giành thị phần từ BTS.

Nguồn: Hiệp hội Xi măng Việt Nam, FPTS tổng hợp

➤ **Mất đi lợi thế về chi phí nhiên liệu khi nguồn cung than trong nước dần cạn kiệt**

**Biểu đồ V:** Tình hình cung cầu ngành than 2012 - 2018



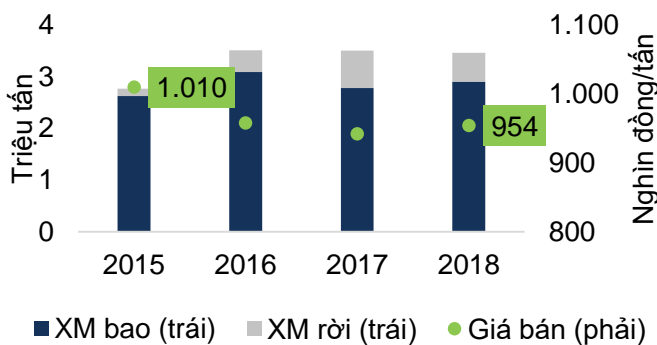
Từ năm 2014 trở đi, nguồn than trong nước đã bắt đầu đắt hơn so với than nhập khẩu, và đã cao hơn tới 30 – 35% ở thời điểm hiện tại. Nguyên nhân chính do tiêu thụ than tăng mạnh trong 10 năm gần đây đến từ nhu cầu đột biến của nhiệt điện, cùng với lượng dự trữ than dần cạn kiệt đã khiến cho nguồn than trong nước không còn hấp dẫn đối với các doanh nghiệp xi măng. Trong 5 năm trở lại đây, đã có khoảng 10% số doanh nghiệp xi măng chủ động tìm kiếm và sử dụng nguồn than nhập để thay thế cho nguồn than trong nước.

Nguồn: VIRAC, Tổng cục Hải quan, FPTS tổng hợp

Đối với BTS, trước mức chênh lệch lớn giữa than trong nước và nhập khẩu, mức chiết khấu giá bán cao từ nguồn than TKV trước đó không còn là lợi thế để cạnh tranh với đối thủ. Tuy nhiên, BTS vẫn tiếp tục phải sử dụng than trong nước do ràng buộc từ cơ chế quản lý nguồn nhiên liệu của VICEM cũng như chưa tìm được nguồn than nhập khẩu ổn định cho sản xuất. Điều này khiến doanh nghiệp chịu ảnh hưởng lớn từ việc tăng giá than trong nước các năm gần đây. Theo ước tính, than trong nước tăng khoảng 7,3%/năm, tương ứng với mức tăng 1,5% chi phí sản xuất/năm, tác động đáng kể tới các chi phí sản xuất của BTS.

➤ **Giảm sút lợi nhuận do xu hướng gia tăng sử dụng sản phẩm xi măng rời**

**Biểu đồ VI:** Giá bán trung bình và cơ cấu sản phẩm tiêu thụ của BTS



Trước thị trường cạnh tranh mạnh về giá, BTS buộc phải đẩy mạnh kinh doanh xi măng rời (chiếm 23% tổng sản phẩm năm 2018). Đây là sản phẩm phân khúc thấp, giá rẻ hơn 15% xi măng bao và được sử dụng nhiều gần đây do tính thuận tiện và dễ tiếp cận tới công trình. Tuy nhiên, sản phẩm này có biên gộp thấp hơn 1,5 - 2%, khiến mức sinh lời của BTS sụt giảm mạnh. Đồng thời, xi măng rời có nhận diện thương hiệu kém vì được phân phối trực tiếp bằng các xe vận chuyển (không bao bì, nhãn mác) và do đó phải cạnh tranh với các thương hiệu ít tên tuổi khác.

Nguồn: Sở Vật liệu Xây dựng Hà Nội, FPTS tổng hợp

### 3. **Rủi ro chính: Gánh nặng tài chính quá lớn và công nghệ sản xuất đang dần lạc hậu**

➤ **Gánh nặng nợ vay từ việc đầu tư kém hiệu quả ở dây chuyền số II hạn chế phần lớn khả năng sinh lời và tái đầu tư của doanh nghiệp**

Dây chuyền số II được BTS xây dựng năm 2008 với tổng vốn đầu tư lên tới 3.338 tỷ đồng (gấp 3,2 lần vốn chủ sở hữu năm 2008), với hơn 87% là vốn vay dài hạn bằng ngoại tệ (chủ yếu là dư nợ EUR theo lãi suất thả nổi liên ngân hàng Châu Âu Euribor, chiếm tới 70% dư nợ). Được kỳ vọng sẽ tăng quy mô và hiệu quả sản xuất cho nhà máy, tuy nhiên, do quản trị rủi ro kém trong quá trình đầu tư, doanh nghiệp đã chịu gánh nặng nợ vay lớn từ biến động mạnh trong tỷ giá ngoại tệ giai đoạn 2008 – 2012 (giai đoạn tỷ giá EUR/VND bất ngờ tăng tới 25%). Điều này đã khiến lãi và gốc vay của dự án tăng lên tới 20%, dẫn đến tỷ suất sinh lời của dự án sụt giảm xuống mức âm. Doanh nghiệp phải dùng hầu như toàn bộ dòng tiền kinh doanh để trả nợ vào các năm sau đó (2013 – 2018), dẫn tới việc hao mòn vào nguồn vốn chủ sở hữu và làm mất đi khả năng tái đầu tư các máy móc khác.

**Bảng III:** Ảnh hưởng của biến động tỷ giá EUR/VND và lãi suất Euribor tới lợi nhuận trước thuế của BTS

	2008	2011	2015	2018
Biến động tỷ giá EUR/VND trong năm	4%	14%	- 13%	5%
Biến động lãi suất Euribor 6 tháng	- 2,1%	+ 0,5%	- 0,15%	0%
Ảnh hưởng tới lợi nhuận trước thuế của BTS (tỷ đồng)	- 32,6	- 98,3	70,7	- 24,1
% Ảnh hưởng/ Lợi nhuận trước thuế của BTS	- 18%	- 27%	23%	- 13%

Nguồn: BTS, Bloomberg, FPTs tổng hợp

Tới thời điểm hiện tại, dự nợ vay của dây chuyền số II vẫn còn tới 838 tỷ đồng, bằng 62% vốn chủ sở hữu và 24% tổng tài sản, đến hạn trả vào năm 2020 - 2021, gây áp lực trả nợ lớn tới BTS trong các kỳ hoạt động sắp tới.

➤ **Thụt lùi lại về công nghệ sản xuất và việc vận hành dây chuyền thiếu hiệu quả dẫn tới giá thành sản phẩm không còn sức cạnh tranh so với các đối thủ**

Trong các năm qua, các đối thủ mới gia nhập ngành liên tục có sự đầu tư mạnh mẽ cho dây chuyền sản xuất của mình, với các cải tiến đáng kể trong việc vận hành và tối ưu hóa máy móc của hệ thống lò quay khô. Trong khi đó, vì gánh nặng tài chính ăn mòn vào lợi nhuận để tái đầu tư và nâng cấp dây chuyền, công nghệ sản xuất của BTS gần như không có sự cải thiện trong nhiều năm và dẫn tới hiệu quả sử dụng nhà máy ở mức rất thấp. Theo khảo sát gần đây nhất của Phòng Kỹ thuật Công nghệ VICEM và FLSmidth (nhà cung cấp thiết bị chính cho VICEM), các dây chuyền của BTS đều đang hoạt động kém hiệu quả so với thiết kế ban đầu, với mức tiêu hao sản xuất thường xuyên vượt quá 20% định mức thiết kế, chủ yếu do sự đầu tư thiếu đồng bộ giữa các máy móc, khiến việc sản xuất bị thất nút và hiệu quả thấp. Với những bất lợi như vậy, BTS đang dần mất lợi thế trong giá thành sản xuất cũng như trong cuộc đua giảm giá bán về lâu dài so với các đối thủ.

**Bảng IV:** So sánh các cải tiến về kỹ thuật của dây chuyền Vissai Hà Nam so với Bút Sơn

Hạng mục	Bút Sơn	Vissai Hà Nam	Cải tiến dây chuyền của VISSAI
Công nghệ sản xuất	Lò quay khô	Lò quay khô	Sử dụng cùng công nghệ lò quay khô
Tiêu hao nhiên liệu	880 kcal/kg clinker	750 kcal/kg clinker	Áp dụng công nghệ buồng đốt vôi hóa nguyên liệu khép kín hoàn toàn (ILC) thay vì buồng đốt tách riêng kiểu cũ (SLC), giúp hạ mức tiêu hao nhiên liệu khoảng 10%
Điện năng sử dụng	112 kwh/tấn xi măng	90 kwh/tấn xi măng	Xây dựng trạm phát điện tận dụng nhiệt khí thải thừa, giảm 5 - 10% lượng điện tiêu hao
Năng suất lao động	2500 tấn xi măng/người	3000 tấn xi măng/người	Tự động hóa 100% dây chuyền, tận dụng hệ thống chuỗi băng tải tự động từ công đoạn sản xuất, giám sát tới đóng bao. Giảm tới 30% chi phí nhân công vận hành
Tổng chi phí SXKD			Thấp hơn khoảng 12 – 16% nhờ cải tiến

Nguồn: VISSAI, BTS, FLSmidth, FPTs tổng hợp

## TRIỂN VỌNG & RỦI RO

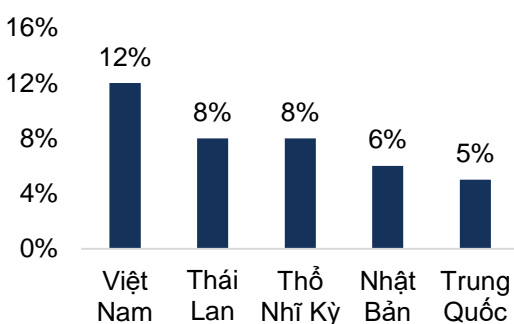
### I. Triển vọng ngành xi măng

#### 1. Thị trường hồi phục ngắn hạn nhờ tình hình xuất khẩu khả quan

Theo CW Research (*tổ chức độc lập của Mỹ chuyên nghiên cứu về ngành xi măng thế giới*), Việt Nam có thể xuất khẩu thêm gần 13 triệu tấn trong giai đoạn 2018 - 2020 (tương đương 41% tổng xuất khẩu và 13% tổng tiêu thụ cả nước năm 2018), trong thời điểm hai quốc gia xuất khẩu xi măng chính trong khu vực là Trung Quốc và Thái Lan (chiếm 41,3% tổng xuất khẩu châu Á) hạn chế đáng kể nguồn cung xi măng của mình trong giai đoạn tới, cụ thể:

- Sản lượng Trung Quốc sẽ giảm 392,7 triệu tấn xi măng ( 6,4% tổng công suất xi măng thế giới, gấp 4 lần tổng công suất thiết kế của Việt Nam) cho đến năm 2020 theo kế hoạch mà Bộ Công Nghiệp (MIIT) và Hiệp hội Xi măng Trung Quốc đã công bố trong năm 2018.
- Sản lượng xuất khẩu của Thái Lan sẽ không tăng thêm do hạn chế cấp phép cho các dự án xi măng mới trong 10 năm trở lại đây với mục tiêu giảm lượng ô nhiễm khí thải và ổn định công suất hàng năm tại 48 - 50 triệu tấn. Đồng thời, nước này đã đặt kế hoạch tăng dần thuế đối với các tài nguyên để sản xuất xi măng sau 2020.

**Biểu đồ VII:** Thị phần xuất khẩu xi măng thế giới 2018



Theo Hiệp hội xi măng thế giới, việc hạn chế nguồn cung ở hai quốc gia này dẫn đến thiếu hụt đáng kể nguồn xi măng và mặt bằng giá cao hơn trong khu vực châu Á. Từ cuối năm 2018, Việt Nam chính thức thành quốc gia xuất khẩu xi măng nhiều nhất thế giới (với 12% thị phần xuất khẩu). Sang 6 tháng đầu năm 2019, so với cùng kỳ 2018, nhờ xuất khẩu sang Trung Quốc tăng mạnh (tăng 65% về lượng và 88% về trị giá), sản lượng tồn kho toàn ngành giảm mạnh 9%, với công suất huy động toàn ngành tăng thêm 2% (ước đạt 94%). Mặc bằng giá bán trong nước so với thời điểm đầu năm cũng tăng thêm từ 5 – 10%.

*Nguồn: Cục Thương mại Quốc tế*

Chúng tôi cho rằng, tình hình xuất khẩu diễn biến khả quan trong thời gian ngắn tới là cơ hội cho các doanh nghiệp ổn định lại hoạt động kinh doanh cũng như có thời gian chuẩn bị trước khi xu hướng xuất khẩu giảm tốc và thị trường chung quay trở lại tình trạng bão hòa và cạnh tranh trong ngành trở nên gay gắt hơn.

#### 2. Đứng trước bài toán đào thải các doanh nghiệp yếu kém

Hiện ngành xi măng Việt Nam đang đối diện với 3 vấn đề khó khăn chính:

- Chi phí đầu vào tiếp tục tăng nhanh do sự ảnh hưởng từ thiếu hụt nguồn cung nhiên liệu trong nước:** Hai chi phí chính là than, điện đang tiếp tục xu hướng gia tăng nhanh: Than trong nước tăng khoảng 7.3%/năm do dần cạn kiệt nguồn cung từ các mỏ khai thác hiện tại trong khi điện điều chỉnh tăng khoảng 4.1%/năm do áp lực tăng chi phí sản xuất từ nhiệt điện than, tiến sát đến cơ chế giá thị trường.
- Thị trường tiêu thụ dần bão hòa đẩy mạnh cuộc chiến về giá:** Nhu cầu tiêu thụ xi măng tiếp tục giảm tốc nhanh xuống còn 5.3%/năm trong các năm trở lại đây khi động lực tăng trưởng chính đến từ nhu cầu xây dựng và bất động sản đang trong chu kỳ giảm dần. Điều này khiến khả năng tăng sản lượng tiêu thụ càng trở nên khó khăn hơn và các doanh nghiệp đẩy mạnh cạnh tranh về giá để duy trì thị phần và sản lượng tiêu thụ của mình.
- Áp lực trả nợ vay quá mức đặt nhiều doanh nghiệp vào rủi ro mất an toàn tài chính:** Hiện tại, rất nhiều các doanh nghiệp xi măng đang giữ mức nợ rất cao và có nguy cơ mất khả năng trả nợ như Xi măng Công Thanh (âm vốn chủ sở hữu, nợ vay bằng 60% tổng tài sản), Xi măng Quán Triều (CQT) (nợ vay gấp 5 lần vốn chủ sở hữu), Xi măng Đồng Bành (nợ vay gấp 4 lần vốn chủ sở hữu). Mức nợ/vốn chủ sở hữu trung bình trong ngành cũng đang ở mức rất cao, dao động trên mức 70%. Trước tình hình đó, các ngân hàng tiếp tục siết chặt hơn việc cho vay trong ngành, gây áp lực tài chính lên các doanh nghiệp xi măng trong thời gian tới.



Đứng trước 3 vấn đề lớn này, các doanh nghiệp xi măng năng lực kém đang bị đào thải khỏi ngành với tốc độ nhanh. Theo thống kê, chỉ trong vòng 10 năm trở lại đây, đã có khoảng 12% tổng số nhà máy phải đóng cửa, dừng hoạt động hoặc giải thể. Trước tình hình như vậy, chúng tôi cho rằng trong các năm tới, sẽ tiếp tục có hai nhóm doanh nghiệp chính có khả năng phải đóng cửa hoặc bị sát nhập gồm: (1) nhóm doanh nghiệp thương hiệu nhỏ, hoạt động sản xuất kém hiệu quả hoặc không có thị trường riêng (2) nhóm doanh nghiệp có cấu trúc tài chính yếu kém, nợ tồn đọng lớn. Điều này sẽ gây áp lực đáng kể đối với các doanh nghiệp hiện tại để tái cấu trúc lại hoạt động và tiềm ẩn rủi ro cao về khả năng hoạt động liên tục của các doanh nghiệp trong ngành.

## II. Triển vọng doanh nghiệp – Cạnh tranh thắt chặt, bài toán tái cấu trúc khó khăn

### 1. Cạnh tranh trong khu vực tiếp tục gia tăng với quy mô lớn hơn

Trong thời gian tới, sẽ có khoảng 4 dự án xi măng được phép đầu tư ở tỉnh Hà Nam và 12 dự án xi măng ở khu vực miền Bắc theo quy hoạch xi măng tới 2030 của chính phủ (số 1488/QĐ-TTg). Riêng ở Hà Nam, BTS sẽ phải chịu thêm áp lực cạnh tranh trực tiếp tới 13,5 triệu tấn xi măng (gấp 3,8 lần công suất BTS, chiếm 14% sản lượng sản xuất cả nước hiện tại) và có thể làm sụt giảm tới 25 - 30% thị phần của BTS ở Hà Nam (tương đương 14% sản lượng sản xuất của BTS). Không chỉ mất thị phần, việc đưa một lượng công suất quá lớn đi vào hoạt động trong thời gian ngắn sẽ còn khiến giá bán các năm sau có thể giảm mạnh hơn. Với biên lợi nhuận mỏng của BTS ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ khó khăn để duy trì được khả năng hoạt động trong khu vực.

**Bảng V:** Các dự án xi măng mới dự kiến xây dựng tại khu vực Hà Nam giai đoạn 2021 - 2030

Dự án đầu tư	Vốn đầu tư	Công suất	Chủ đầu tư	Giai đoạn đầu tư
Xuân Thành 3	9.440 tỷ đồng	4,5 triệu tấn/năm	Thai Group	2023 – 2025
Thành Thắng 4,5	10.250 tỷ đồng	4,6 triệu tấn/năm	Thành Thắng Group	2023 – 2026
Thắng Thắng 3	4.720 tỷ đồng	2,3 triệu tấn/năm	Thành Thắng Group	2021 - 2023
Hòa Phát 2	4.200 tỷ đồng	2 triệu tấn/năm	Hòa Phát Group	2022 - 2025

*Nguồn: Hiệp hội xi măng Việt Nam, QĐ-TTg*

Theo chia sẻ của doanh nghiệp, vấn đề cạnh tranh này được cho là yếu tố ảnh hưởng lớn nhất tới hoạt động của BTS trong các năm tới. Tuy vậy, doanh nghiệp cũng cho rằng chưa thể tìm được giải pháp trong tình hình hiện tại khi gặp nhiều yếu tố bất lợi từ thị trường và hoạt động kinh doanh chưa thực sự hồi phục sau thời gian dài trả nợ. Do đó, theo đánh giá của chúng tôi, hoạt động kinh doanh của BTS chưa có sự tiến triển hay đầu tư mới, có thể tiếp tục theo chiều hướng giảm sút vào sau giai đoạn 2023 và kéo theo nhiều rủi ro. Chúng tôi cho rằng, doanh nghiệp nên tập trung nguồn lực vào 4 định hướng chính để tìm được giải pháp cạnh tranh: (1) Nhanh chóng cân bằng lại tình hình tài chính (2) Dừng hoặc hạn chế việc ưu tiên sản lượng thay vì chất lượng (tăng hàm lượng clinker trong sản phẩm và chú trọng vào các đặc tính cộng thêm của mỗi sản phẩm) (3) Tăng cường quảng bá thương hiệu bằng các hình thức truyền thông mới (4) Đầu tư gỡ bỏ thắt nút trong khâu sản xuất.

### 2. Kế hoạch tái cấu trúc VICEM chậm tiến độ là rào cản lớn đối với doanh nghiệp

Từ năm 2013, đứng trước thực trạng khó khăn của ngành xi măng, VICEM đã có kế hoạch tái cấu trúc lại toàn bộ hệ thống và các công ty con để tiến tới cổ phần hóa Tổng công ty VICEM năm 2020 bằng 2 phương án chính:

- **Cắt giảm khâu quản lý nội bộ:** VICEM sẽ để cho các công ty thành viên độc lập về phương án sản xuất và kinh doanh cũng như các quyết định đầu tư máy móc của doanh nghiệp. Sẽ tháo gỡ dần khâu quản lý nguồn nhiên liệu và phân vùng địa bàn tiêu thụ để các thành viên tự do mở rộng kinh doanh
- **Giảm áp lực tài chính và cải thiện hoạt động kinh doanh của các thành viên:** Hỗ trợ nguồn trả nợ để ổn định hoạt động của các công ty thành viên, nghiên cứu và phát triển công nghệ để cải thiện khả năng sinh lời cũng như hiệu quả sản xuất của hệ thống các nhà máy trong VICEM

Chúng tôi đánh giá rằng kế hoạch tái cấu trúc nếu thành công sẽ mang lại kết quả tích cực đối với BTS và các thành viên trong khối. Tuy nhiên, sau 6 năm thực hiện, đề án vẫn chưa thực sự có hiệu quả và đang có nguy cơ lỡ hẹn do nhiều vấn đề chậm thực hiện và quá trình tái cấu trúc gặp nhiều vướng mắc:

- **Nhiều thành viên không đủ năng lực cạnh tranh độc lập:** Ngoài 2 doanh nghiệp đứng đầu trong hệ thống là VICEM Hoàng Thạch và VICEM Hà Tiên có thể sản xuất hiệu quả và có lợi thế cạnh tranh riêng, hầu hết các thành viên còn lại đều không tạo được lợi thế cạnh tranh độc lập, năng lực tự chủ tài chính yếu và kinh doanh gần như không cải thiện được vì thị trường chung đi xuống.
- **Phải gánh thêm nhiều doanh nghiệp yếu kém vào hệ thống:** Theo yêu cầu chính phủ và Bộ Xây Dựng, VICEM phải gánh các doanh nghiệp xi măng thua lỗ gồm Xi măng Tam Điệp (nợ phải trả 1.522 tỷ đồng), Hạ Long (nợ phải trả 7.989 tỷ đồng), Sông Thao (nợ phải trả 1.076 tỷ đồng). Các doanh nghiệp này là gánh nặng lớn đối với công tác tái cấu trúc VICEM, gây giảm sút nghiêm trọng nguồn vốn của tổng công ty do phải hỗ trợ lượng vốn cho các nhà máy này lên tới 4.454 tỷ đồng (bao gồm 3.253 tỷ đồng vốn góp chủ sở hữu và 1.201 tỷ đồng vốn cho vay, chiếm tới 28% tổng tài sản của riêng công ty mẹ VICEM).

**Bảng VI: Lộ trình tái cấu trúc VICEM 2013 – 2020**

	Nhiệm vụ	Tình trạng
<b>Giai đoạn I</b> (2013 – 2016)	Thoái hết vốn ngoài ngành và cổ phần hóa công ty con	Đã hoàn thành
<b>Giai đoạn II</b> (2016 – 2019)	Thanh toán hết nợ vay dài hạn, đưa thanh khoản công ty con về mức ổn định Giảm tối đa công nợ nội bộ và đảm bảo xóa lỗ lũy kế tại công ty con Cải thiện mô hình quản lý, tăng khả năng cạnh tranh của các thành viên	Đang triển khai
<b>Giai đoạn III</b> (2019 – 2020)	Cổ phần hóa VICEM, thoái 49% vốn nhà nước	Chưa triển khai

*Nguồn: VICEM, FPTS tổng hợp*

Những vấn đề này không chỉ làm chậm kế hoạch tái cấu trúc của VICEM mà còn khiến cho hệ thống các thành viên VICEM càng gặp khó khăn để phục hồi. Với giai đoạn cổ phần hóa doanh nghiệp, hiện chúng tôi chưa có thông tin đầy đủ để đánh giá chi tiết các ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh của BTS. Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận định rằng việc cổ phần hóa VICEM sẽ chậm kế hoạch và chưa thể tiến hành trong năm sau vì: (1) Việc xác định giá trị doanh nghiệp của VICEM còn nhiều vướng mắc, chưa thống nhất được giá trị quyền sử dụng đất, quyền khai thác khoáng sản và phần góp vốn đầu tư vào các doanh nghiệp khác (2) Tồn đọng các khoản nợ và lỗ lũy kế lớn ở các công ty thành viên như VICEM Tam Điệp, Hạ Long, Sông Thao như đã đề cập ở trên. Theo đại diện của BTS cho biết, việc chậm thực hiện kế hoạch tái cấu trúc đang là rào cản lớn đối với doanh nghiệp. Với tình hình hiện tại, BTS khó có thể tiếp tục xin hỗ trợ tài chính từ VICEM hay huy động thêm nguồn vốn bên ngoài để tái cơ cấu lại hoạt động, đồng thời chưa thể tiến hành tìm kiếm các thị trường mới trong thời gian tới.

### III. Rủi ro hoạt động kinh doanh

Chúng tôi đánh giá rằng rủi ro của BTS tập trung ở 3 vấn đề chính: (1) Khả năng không đáp ứng được các nghĩa vụ nợ ngắn hạn đang tồn đọng hiện tại (2) Sự phụ thuộc vào hoạt động xuất khẩu của ngành để duy trì sức tiêu thụ đang rất bấp bênh với sự thay đổi liên tục của các chính sách trên thị trường xuất khẩu (3) Vấn đề pháp lý thất chặt liên quan tới hệ quả ô nhiễm môi trường trong hoạt động sản xuất. Trong giai đoạn 5 năm tới, chúng tôi nhận thấy rằng các rủi ro này có khả năng cao xảy ra và là vấn đề cần được đặc biệt chú ý vì trực tiếp ảnh hưởng tới khả năng hoạt động liên tục của doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá rủi ro hoạt động của BTS ở mức CAO.

#### 1. Rủi ro mất an toàn tài chính đối với các nghĩa vụ nợ ngắn hạn

BTS hiện phụ thuộc vào việc quay vòng vốn để bổ sung cho phần thiếu hụt vốn lưu động và hoàn trả các khoản vay dài hạn. Tuy nhiên, khả năng trả nợ và lãi vay của BTS ở mức thấp dẫn đang tới rủi ro doanh nghiệp không thể đáp ứng được các nghĩa vụ nợ đúng hạn (chủ yếu là nợ ngắn hạn). Do đó, BTS có thể chịu rủi ro mất an toàn tài chính (không đáp ứng đủ nguồn vốn sản xuất) và ảnh hưởng tới khả năng hoạt động liên tục. Đây là một rủi ro tài chính trọng yếu, do chúng tôi tập trung phân tích kỹ trong phần tình hình tài chính và thực hiện lượng hóa rủi ro vào trong phương pháp định giá để phản ánh chính xác nhất giá trị nội tại của doanh nghiệp.

## 2. Thay đổi chính sách trên thị trường xuất khẩu làm tăng áp lực dư cung trong nước

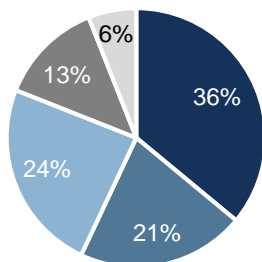
Thị trường xuất khẩu tích cực là yếu tố quan trọng hiện tại để duy trì khả năng tiêu thụ của toàn ngành (chiếm tới 32% tổng sản lượng tiêu thụ), đồng thời giúp giảm áp lực cạnh tranh ở thị trường trong nước, gián tiếp hỗ trợ các doanh nghiệp tiêu thụ nội địa như BTS. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rằng triển vọng thị trường này thiếu ổn định, chịu nhiều rủi ro về thay đổi chính sách thường xuyên từ trong nước và quốc tế như:

- **Trong nước:** Mặc dù các quy định gần đây của chính phủ (loại bỏ thuế nhập khẩu và hoàn thuế GTGT đối với xi măng) tạo điều kiện thuận lợi cho xuất khẩu, trong dài hạn, chính phủ không khuyến khích việc bán đi tài nguyên trong nước. Cụ thể, trong văn bản số 4721/VPCP-CN, chính phủ đã có ý kiến với Bộ Xây Dựng về giải pháp dài hạn để hạn chế xuất khẩu xi măng, được coi là làm thất thoát tài nguyên quốc gia. Mặc dù chưa có văn bản rõ ràng về kế hoạch thực hiện đề xuất này, tuy nhiên Bộ Xây Dựng cũng đang cân nhắc đưa ra phương án giới hạn mục tiêu xuất khẩu trong các năm tới và kiểm soát chặt hơn về vấn đề tiêu thụ xi măng trong ngành.
- **Quốc tế:** Xu hướng tăng cường thuế tự vệ trên nhiều thị trường nhập khẩu có thể ảnh hưởng tiêu cực tới khả năng xuất khẩu của các doanh nghiệp trong nước. Một số quốc gia nhập khẩu nhiều xi măng của Việt Nam gần đây như Phillipines đã áp thuế nhập khẩu 4,8 USD/tấn xi măng, Bangladesh áp thuế VAT với xi măng nhập khẩu thêm 8% (từ mức 15% lên 23%) để bảo vệ các nhà sản xuất trong nước. Các quốc gia khác như Nam Phi đang xem xét đề nghị của Hiệp hội Thương mại Nam Phi (ITAC) nhằm áp thuế cao lên xi măng nhập khẩu. Trung Quốc cũng có thể cân nhắc áp thuế lên mặt hàng xi măng Việt Nam trong trường hợp muốn bảo hộ ngành xi măng nội địa trước làn sóng xuất khẩu của Việt Nam trong thời gian tới.

## 3. Thắt chặt chính sách pháp lý trong nước liên quan tới vấn đề ô nhiễm môi trường

**Biểu đồ VIII:** Các nguồn gây ra bụi mịn PM 2.5 ở Việt Nam

- Công nghiệp
- Nông nghiệp
- Phương tiện giao thông
- Hộ gia đình
- Nhà máy xi măng



Trong 10 năm phát triển trở lại đây, ngành xi măng đã để lại nhiều hệ quả tới chất lượng môi trường sống trên cả nước. Nồng độ ô nhiễm không khí (đo bằng chỉ số AQI) của các thành phố lớn liên tục tăng cao (chạm mức kỷ lục vào năm 2019 khi AQI lên tới 269 điểm, cao gấp 2,7 lần mức khuyến nghị của Tổ chức Y tế Thế giới). Việc ô nhiễm không khí nghiêm trọng đến chủ yếu từ các ngành công nghiệp nặng như sắt, thép, than và xi măng (trong đó xi măng chiếm 6% tổng lượng khói bụi thải ra trên cả nước).

*Nguồn: Viện Hàn lâm Khoa học & Công nghệ Việt Nam*

Thực trạng ô nhiễm này giống với những diễn biến đã xảy ra ở Trung Quốc trước thời điểm chính phủ tiến hành cắt giảm bắt buộc các hoạt động công nghiệp nặng trong nỗ lực khôi phục lại môi trường sống cho người dân (điển hình là cắt giảm sản lượng xi măng toàn quốc). Ở Việt Nam, chính phủ đã có chính sách bước đầu trong việc chống lại ô nhiễm trong ngành xi măng, cùng với làn sóng biểu tình của người dân trước các hoạt động sản xuất xi măng gây ô nhiễm nghiêm trọng như: đóng cửa nhà máy xi măng Đại Việt (Quảng Ngãi), thu hồi giấy phép khai thác của xi măng Phúc Sơn (Hải Dương), buộc di dời trạm nghiền Thủ Đức - xi măng Hà Tiên (TP HCM) ra khỏi thành phố.

Dựa trên những luận điểm đó, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp trong ngành sẽ phải đối diện với khả năng cao có chính sách chặt chẽ trong việc quản lý ô nhiễm trong sản xuất, dẫn tới các hệ quả có thể xảy ra: (1) chi phí cho hoạt động cắt giảm ô nhiễm tăng cao (đầu tư hệ thống lọc bụi, hệ thống xử lý chất thải, tăng chi phí hoàn nguyên đối với các mỏ nguyên liệu) (2) khó khăn hơn để xin cấp giấy phép hoạt động và khai thác (3) ngành bị cắt giảm sản lượng hoặc đóng cửa các nhà máy ô nhiễm như diễn biến ở Trung Quốc.

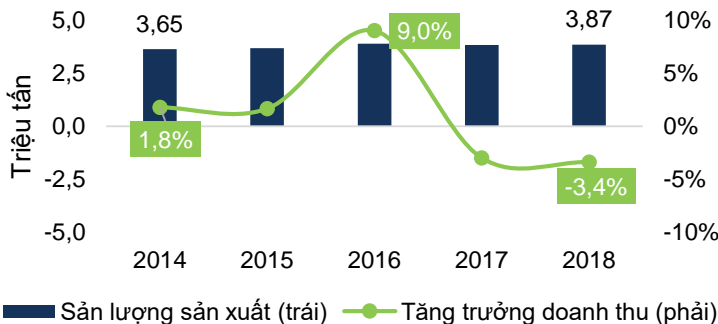
## 4. Rủi ro hồng hóc máy móc thiết bị

Do dây chuyền đã quá tuổi thọ tối ưu (26 năm so với 15 - 20 năm), các thiết bị của BTS cần phải thay thế phụ tùng hàng năm (80 tỷ đồng - khoảng 2,4% doanh thu hàng năm) và có rủi ro hồng hóc cao hơn, có thể ảnh hưởng tới chất lượng và sản lượng sản xuất của BTS (thời gian dừng sản xuất có thể lên tới 60 ngày).

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### I. Tăng trưởng doanh thu chậm lại rõ rệt khi nhà máy đã chạy hết công suất tối đa

**Biểu đồ IX:** Sản lượng sản xuất và tăng trưởng doanh thu BTS

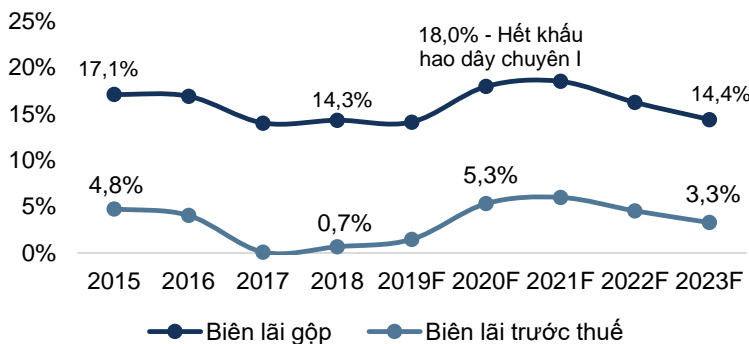


Đến thời điểm hiện tại, nhà máy của BTS đã hoạt động hết công suất tối đa của dây chuyền (3,5 triệu tấn/năm), hiện đã chạy hơn 10% so với định mức thiết kế. Theo doanh nghiệp chia sẻ, cả hai dây chuyền không còn có khả năng tăng thêm sản lượng và BTS cũng chưa có kế hoạch đầu tư thêm dây chuyền mới trong các năm tới. Do đó, tăng trưởng doanh thu đã chậm lại rõ rệt và hiện tại chỉ còn biến động theo giá bán trên thị trường của BTS.

Nguồn: BTS, FPTS tổng hợp

### II. Biên lợi nhuận sẽ tiếp tục sụt giảm nhanh trước áp lực cạnh tranh gia tăng

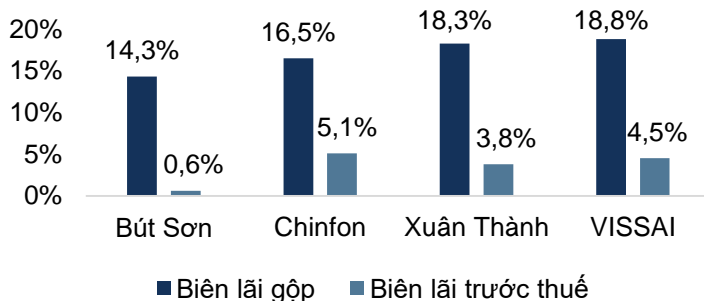
**Biểu đồ X:** Biên lợi nhuận gộp BTS giai đoạn 2019 – 2023F



Biên lợi nhuận của BTS đang rơi vào xu hướng giảm nhanh trước áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng của các đối thủ. Mặc dù có sự cải thiện ngắn hạn vào năm 2020 khi dây chuyền số I hết khấu hao (đã hoạt động được 28 năm), chúng tôi cho rằng hiệu suất sinh lời của BTS sẽ tiếp tục sụt giảm khi thị trường bão hòa và dư cung với các nhà máy mới của đối thủ đi vào hoạt động sau năm 2021. Hiện tại, doanh nghiệp vẫn chưa có kế hoạch cụ thể nào để cải thiện được vấn đề này.

Nguồn: BTS, FPTS ước tính

**Biểu đồ XI:** Tỷ suất sinh lời của BTS và các đối thủ chính

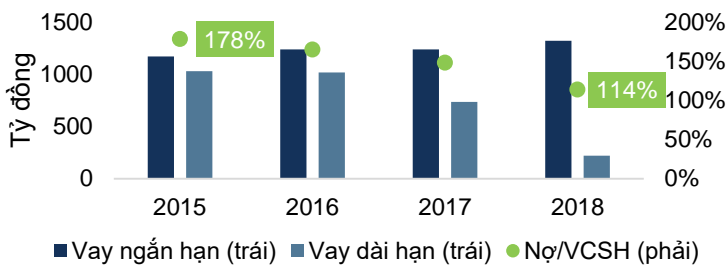


Cũng cần phải lưu ý rằng, hiện tỷ suất sinh lời của các đối thủ chính đều đang được duy trì ở mức tốt trong ngành và cao hơn hẳn so với BTS. Mức tỷ suất sinh lời gộp của các đối thủ cao hơn khoảng từ 2% tới 4% so với BTS (vẫn cao hơn khoảng từ 0,5% - 1% nếu dây chuyền số I của BTS hết khấu hao) và biên lợi nhuận trước thuế an toàn ở mức 4 đến 5%, hoàn toàn đủ cơ sở để các doanh nghiệp này tiếp tục giảm giá bán trong các giai đoạn sau.

Nguồn: BTS, FPTS tổng hợp

### III. Rủi ro mất an toàn tài chính với các khoản nợ tồn đọng

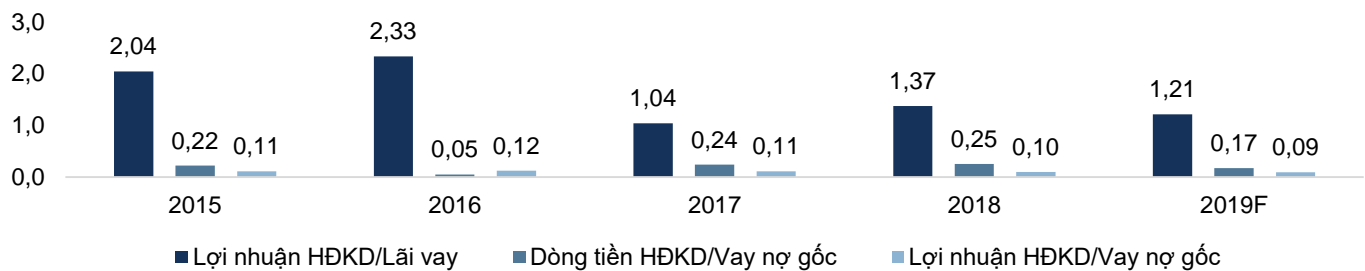
Trong giai đoạn 2015 – 2018, BTS đã phải thực hiện trả nhiều khoản nợ gốc đến hạn, chủ yếu là khoản nợ dài hạn để xây dựng dây chuyền II trước đó (giảm khoảng 809 tỷ đồng, tương ứng 78% dư nợ dài hạn và 29% tổng nợ vay). Mặc dù tích cực trả nợ, doanh nghiệp vẫn tồn đọng dư nợ vay rất lớn, nằm trong khoản vay nợ ngắn hạn, lên tới 1.320 tỷ đồng (chiếm 86% tổng nợ vay, 32% tổng tài sản và gấp 1.14 lần vốn chủ sở hữu của BTS).

**Biểu đồ XII: Cơ cấu tài chính của BTS giai đoạn 2015 - 2018**


Các khoản nợ ngắn hạn này đang tiềm ẩn nhiều rủi ro khi khả năng thanh toán các nhu cầu vốn của doanh nghiệp đang ở mức rất thấp (tài sản ngắn hạn chỉ đáp ứng được 14 – 17% nghĩa vụ nợ dưới 1 năm). Khoản nợ tồn đọng này là bài toán khó với BTS khi cần mất rất nhiều thời gian để khắc phục, đặc biệt khi khả năng trả nợ các năm gần đây đang giảm sút do hoạt động kinh doanh đi xuống.

Nguồn: BTS, FPTS tổng hợp

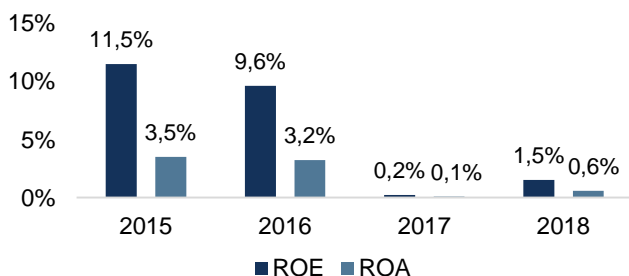
Hiện tại, lợi nhuận hoạt động kinh doanh của BTS chỉ có thể đáp ứng được 10% tổng nợ vay gốc và 1,37 lần lãi vay (giảm lần lượt 10% và 32% so với năm 2015). Dòng tiền hoạt động kinh doanh (chưa tính tới nhu cầu đầu tư tài sản cố định) cũng chỉ đủ đáp ứng được 25% tổng nợ vay gốc, đồng nghĩa với việc doanh nghiệp đang phải phụ thuộc vào việc quay vòng vốn liên tục để duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh. Với tình hình kinh doanh không mấy khả quan trong các năm tới, chúng tôi đánh giá rủi ro này ở mức độ trọng yếu và cần được đặc biệt theo dõi trong thời gian tới.

**Biểu đồ XIII: Khả năng trả nợ của BTS giai đoạn 2015 - 2019**


Nguồn: BTS, FPTS ước tính

#### IV. Sử dụng các tài sản không hiệu quả đang gây thất thoát tới nguồn vốn chủ sở hữu

Việc quản lý và sử dụng không tốt các dự án đầu tư trước đó (điển hình ở dự án dây chuyền số II), cùng với tốc độ hồng hóc tăng nhanh ở các máy móc sản xuất sau nhiều năm hoạt động là lý do hiệu suất sử dụng tài sản của BTS đang giảm xuống mức thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây. Hàng năm, nhu cầu đầu tư của BTS thường xuyên duy trì ở mức cao, chiếm từ 18 tới 20% doanh thu nhưng trong đó nhu cầu đầu tư để duy trì hoạt động các máy móc thiết bị chiếm đến 85 – 90%, chủ yếu để bảo dưỡng và sửa chữa lớn định kỳ đối với cả hai dây chuyền (2 lần/năm với dây chuyền I và 1 lần/năm với dây chuyền II).

**Biểu đồ XIV: Hiệu suất sử dụng vốn và tài sản của BTS**


Tiêu tốn nguồn vốn lớn vào việc đầu tư sửa chữa tài sản nhưng hoạt động sản xuất không đem lại hiệu quả, nguồn vốn của doanh nghiệp gần như không sinh lời trong nhiều năm. Trong suốt 26 năm hoạt động, vốn góp của nhà nước và một số chủ sở hữu khác (khoảng 1.200 tỷ đồng, trong đó nhà nước đóng góp 80%) chỉ mang về khoản lợi nhuận giữ lại và cổ tức chưa đến 206 tỷ đồng (17% số vốn bỏ ra, tương đương với ROE chỉ 0.6%/năm).

Nguồn: BTS, FPTS tổng hợp

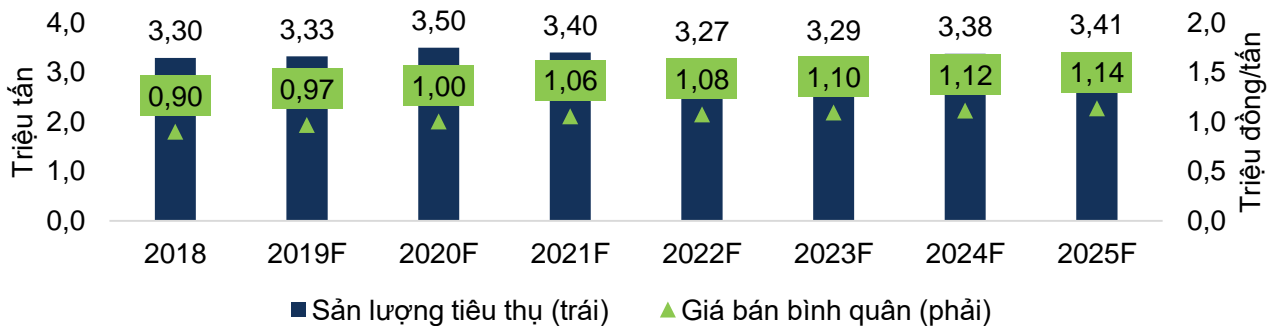
Cũng chính vì vậy, doanh nghiệp bị chính phủ liệt vào nhóm các doanh nghiệp vốn nhà nước kinh doanh thiếu hiệu quả. Trên cơ sở đầu tư, chúng tôi cho rằng, doanh nghiệp hoàn toàn không có khả năng sinh lời, do đó không phù hợp để đầu tư hay nắm giữ trong các giai đoạn tiếp theo.

## DỰ PHÓNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên các phân tích và đánh giá về hoạt động kinh doanh của BTS, chúng tôi đưa ra dự phóng về kết quả kinh doanh của BTS cho giai đoạn 2019 – 2025 trên cơ sở thận trọng. Sau khoảng thời gian đó, chúng tôi tạm đánh giá rằng hoạt động của BTS và tình hình thị trường xi măng sẽ không có thêm biến động đáng kể nào khác.

### I. Giá bán và sản lượng

**Biểu đồ XV:** Ước tính giá bán và sản lượng của BTS giai đoạn 2019 – 2025F



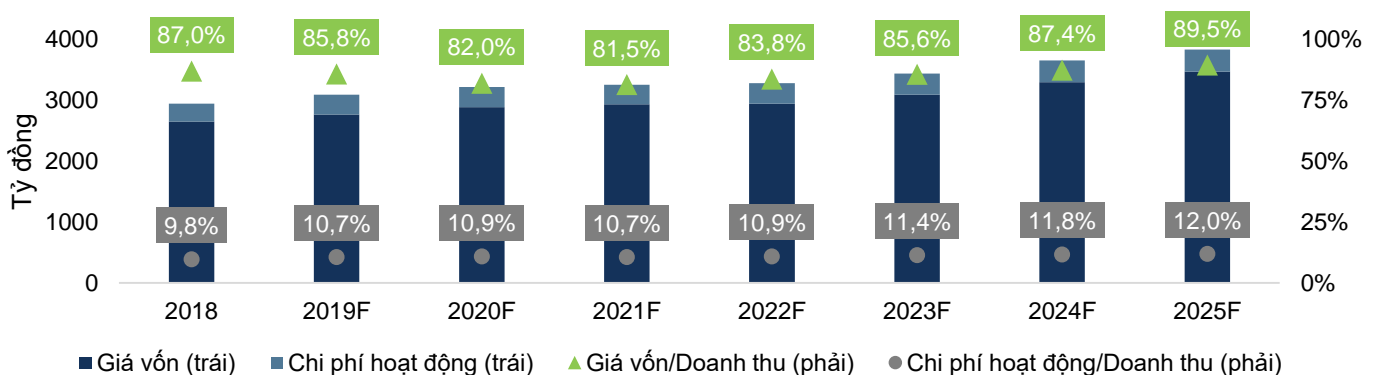
Nguồn: FPT S ước tính

Việc dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán của chúng tôi dựa trên các giả định:

- Sản lượng sản xuất của nhà máy sẽ không có sự thay đổi, dao động ở mức 3,8 – 3,9 triệu tấn/năm
- Mức tiêu thụ BTS được đánh giá theo mức tương quan chung với toàn ngành các năm trước.
- Tỷ trọng sản phẩm BTS sẽ chuyển dần sang xi măng rời theo mục tiêu của VICEM (70% bao, 30% rời)
- Giá bán trong ngắn hạn tới năm 2021 sẽ biến động theo giá xuất khẩu trên thị trường, các năm tiếp theo tăng trưởng chậm lại khi thị trường trở lại chu kỳ bão hòa.

### II. Giá vốn và chi phí hoạt động

**Biểu đồ XVI:** Ước tính giá vốn và chi phí hoạt động (chi phí bán hàng và quản lý) giai đoạn 2019 – 2023F



Nguồn: FPT S ước tính

Các giả định cho việc dự phóng chi phí hoạt động và giá vốn sản xuất bao gồm:

- Giá than và giá điện theo lộ trình giá thị trường của chính phủ sẽ tiếp tục tăng định kỳ trong thời gian tới. Cụ thể, chúng tôi tính toán từ các lần điều chỉnh giá bán than và điện trong quá khứ để dự phóng cho các lần điều chỉnh trong tương lai.
- Chi phí các nguyên vật liệu đá vôi, đất sét và một số phụ gia đầu vào khác được dự phóng theo mức điều chỉnh tăng thuế tài nguyên dự phóng theo kế hoạch của Bộ Tài Chính.
- Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu được giữ ổn định cho theo mức hoạt động quá khứ.

## TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá BTS sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh EV/EBITDA với trọng số 50:50. Giá trị cổ phiếu theo 02 phương pháp có mức giá bình quân là **3.500 đồng/cp**, thấp hơn 20% so với mức giá đóng cửa ngày 30/10/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu BTS.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
	Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu FCFE	3.759	25%
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFF	2.797	25%
2	Phương pháp so sánh		
	So sánh EV/EBITDA	3.734	50%
<b>Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)</b>		<b>3.500</b>	<b>100%</b>

### Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Đối với định giá bằng chiết khấu dòng tiền, chúng tôi sử dụng phương pháp kiểm thử khả năng hoạt động ([xem giải thích về phương pháp](#)), với giả định doanh nghiệp sẽ cố gắng trả hết nợ nhanh nhất bằng dòng tiền hoạt động kinh doanh mỗi năm để đánh giá chính xác ảnh hưởng của rủi ro trong các khoản nợ đối với mức định giá của BTS.

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	9,64%	Phần bù rủi ro	9,69%
Chi phí sử dụng nợ	6,50%	Hệ số Beta	1,01
Chi phí sử dụng VCSH	13,7%	Tăng trưởng dài hạn	1,00%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	4,00%	Thời gian dự phóng	7 năm

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

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	1.398,95
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	104,85
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)	1.539,59
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	335,54
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	120
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>2.797</b>
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	(99,56)
Tổng giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	348,09
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>3.759</b>

### Kết quả định giá theo phương pháp so sánh với các doanh nghiệp tương đồng

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá trị nợ (tỷ đồng)	EBITDA (tỷ đồng)	EV/EBITDA
VICEM Hà Tiên 1	HT1	6.090	3.780	1.783	5,33
VICEM Bìm Sơn	BCC	891	1.680	515	4,82
VICEM Hoàng Mai	HOM	426	287	175	3,33
VICEM Hải Vân	HVX	113	364	85	5,44
Xi măng Cần Thơ	CCM	136	208	92	3,53
Xi măng La Hiên	CLH	144	132	106	2,44
Xi măng Sài Sơn	SCJ	129	604	109	6,57
<b>VICEM Bút Sơn</b>	<b>BTS</b>	<b>448</b>	<b>1.539</b>	<b>440</b>	<b>4,28</b>
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>3.734</b>	<b>đồng/cp</b>			

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG**

HĐKD (tỷ đồng)	2017	2018	2019F	2020F
<b>Doanh thu thuần</b>	3,151	3,045	3,223	3,515
- Giá vốn hàng bán	2,710	2,648	2,766	2,884
<b>Lợi nhuận gộp</b>	441	437	457	631
- Chi phí bán hàng	121	164	173	189
- Chi phí quản lý DN	105	117	124	135
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	216	155	160	307
- (Lỗ)/lãi HĐTC	1	8	1	0
- Lợi nhuận khác	2	4	4	4
<b>LN trước thuế, lãi vay</b>	218	167	165	311
- Chi phí lãi vay	213	124	101	68
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	5	42	63	243
- Thuế TNDN	1	8	13	49
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0
<b>LNST</b>	4	34	51	194
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
<b>LNST của cổ đông CT Mẹ</b>	4	34	51	194
EPS (đ)	27	173	423	1,621
EBITDA	490	442	440	469
Khấu hao	272	275	275	158
Tăng trưởng doanh thu	-3%	-3%	6%	9%
Tăng trưởng LN HĐKD	-18%	-28%	3%	92%
Tăng trưởng EBIT	-26%	-24%	-1%	89%
Tăng trưởng EPS	-98%	546%	145%	283%
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.0%	14.3%	14.2%	18.0%
Tỷ suất LNST	0.1%	1.1%	1.6%	5.5%
ROE DuPont	0.3%	2.5%	3.7%	13.0%
ROA DuPont	0.1%	0.9%	1.5%	6.0%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	6.9%	5.5%	5.1%	8.9%
LNST/LNTT	85.0%	80.0%	80.0%	80.0%
LNTT / EBIT	2.3%	25.5%	38.5%	78.1%
Vòng quay tổng tài sản	79.8%	82.8%	94.8%	108.4%
Đòn bẩy tài chính	292.6%	273.8%	247.2%	217.2%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Số ngày phải thu	8.7	20.0	12.8	13.2
Số ngày tồn kho	59.2	54.5	64.5	62.5
Số ngày phải trả	68.3	87.1	76.9	73.4
Thời gian luân chuyển tiền	(0.42)	(12.65)	0.28	2.37
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
CS thanh toán hiện hành	0.42	0.34	0.32	0.39
CS thanh toán nhanh	0.17	0.14	0.06	0.08
CS thanh toán tiền mặt	0.13	0.05	0.00	0.01
Nợ / Tài sản	0.65	0.75	0.79	0.65
Nợ / Vốn CSH	1.86	1.95	1.84	1.32
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.93	0.98	0.92	0.66
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.93	0.98	0.92	0.66
Khả năng TT lãi vay	1.02	1.34	1.62	4.57

CĐKT (tỷ đồng)	2017	2018	2019F	2020F
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương	221	105	3	9
+ Đầu tư TC ngắn hạn	5	0	0	0
+ Các khoản phải thu	75	167	113	127
+ Hàng tồn kho	439	395	488	494
Tổng tài sản ngắn hạn	740	667	604	630
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	6,612	6,671	6,754	6,837
+ Khấu hao lũy kế	-3,542	-3,816	-4,091	-4,249
+ Giá trị còn lại TS CĐHH	3,070	2,854	2,663	2,587
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tổng tài sản dài hạn	3,079	2,865	2,663	2,587
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>3,820</b>	<b>3,532</b>	<b>3,267</b>	<b>3,217</b>
<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
+ Phải trả người bán	507	632	583	580
+ Vay và nợ ngắn hạn	1,238	1,321	1,284	1,047
+ Quỹ khen thưởng	1	1	2	3
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1,747</b>	<b>1,953</b>	<b>1,869</b>	<b>1,630</b>
+ Vay và nợ dài hạn	1,238	1,321	1,284	1,047
+ Phải trả dài hạn khác	6	7	0	0
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>740</b>	<b>225</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>2,487</b>	<b>2,179</b>	<b>1,869</b>	<b>1,630</b>
+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	1,200	1,200	1,200	1,200
+ LN chưa phân phối	25	45	90	280
Vốn chủ sở hữu	1,332	1,353	1,398	1,587
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>3,820</b>	<b>3,532</b>	<b>3,267</b>	<b>3,217</b>

LCTT (tỷ đồng)	2017	2018	2019F	2020F
<b>Tiền đầu năm</b>	150	221	105	3
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	3	21	51	194
+ Khấu hao	272	275	275	158
+ Điều chỉnh	1	1	-7	0
+ Thay đổi vốn lưu động	202	74	-82	-27
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>473</b>	<b>387</b>	<b>237</b>	<b>325</b>
+ Chi mua sắm TSCĐ	-94	-59	-83	-83
+ Cho vay, đầu tư các đv	0	5	0	0
<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	<b>-53</b>	<b>-76</b>	<b>-83</b>	<b>-83</b>
+ Vay nợ mới	2,425	2,050	2,250	2,238
+ Trả nợ gốc	-2,774	-2,477	-2,506	-2,475
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-349</b>	<b>-426</b>	<b>-256</b>	<b>-237</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-349	-426	-256	-237
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>221</b>	<b>105</b>	<b>3</b>	<b>9</b>



## PHỤ LỤC

### I. Giới thiệu về VICEM ([Quay về cơ cấu cổ đông](#))



**Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam (VICEM)**, tiền thân là Liên hiệp các Xí nghiệp Xi măng, được thành lập năm 1980.

Hiện VICEM có 10 thành viên sản xuất trực thuộc, 16 dây chuyền với công suất 27 triệu tấn xi măng/năm, chiếm 35% thị phần tiêu thụ cả nước. Bên cạnh đó, VICEM quản lý 3 công ty cung ứng nguyên, nhiên liệu chính cho các thành viên sản xuất, đồng thời phân vùng địa bàn kinh doanh với các thành viên trực thuộc.

**Bảng VII:** Các thành viên sản xuất trực thuộc sở hữu của VICEM & địa bàn phân vùng

Đơn vị thành viên	Địa bàn phân vùng	Công suất (Triệu tấn)
VICEM Hải Phòng	Hải Phòng	1,4
VICEM Tam Điệp	Ninh Bình	1,4
VICEM Hoàng Thạch	Hải Dương, Bắc Giang, Hưng Yên	3,5
VICEM Bút Sơn	Hà Nam, Hòa Bình, Sơn La	3,0
VICEM Bỉm Sơn	Thanh Hóa, Nam Định, Quảng Trị	3,2
VICEM Hải Vân	Đà Nẵng	0,6
VICEM Hoàng Mai	Nghệ An	1,6
VICEM Hà Tiên	TPHCM, Bình Dương, Long An	5,5
VICEM Hạ Long	Quảng Ninh	2,1
VICEM Sông Thao	Phú Thọ	1,9

Nguồn: VICEM, FPTIS tổng hợp

**Bảng VIII:** Các thành viên cung cấp nhiên liệu, phụ gia và vỏ bao trực thuộc VICEM

Đơn vị thành viên	Thành lập	Doanh thu (Tỷ VNĐ)	Mặt hàng cung ứng
VICEM Vật tư vận tải xi măng	1990	3,893	Than cám 3c, 3b, 4a
VICEM Thương mại xi măng	1993	545	Thạch cao
Bao bì Bỉm Sơn	1992	333	Bao bì xi măng

Nguồn: VICEM, VTV, TXM, FPTIS tổng hợp

### II. Các sản phẩm xi măng & tiêu chuẩn sản xuất ([Quay về mục đặc điểm ngành](#))

Nếu theo phân loại theo đặc tính sản phẩm, thì có ba loại xi măng chính: Xi măng Portland (Pốc-lăng) thông thường, hỗn hợp xi măng Portland và xi măng khác

- Xi măng Portland thông thường (Ordinary Portland Cement – PC) : Là loại xi măng phổ biến nhất hiện nay, chỉ sử dụng clinker và thạch cao.
- Hỗn hợp xi măng Portland (Portland Cement Blended – PCB): Là hỗn hợp của clinker, thạch cao và các hợp chất, phụ gia khác (tro bay, xỉ lò than, pozzolan) để tạo ra các xi măng có đặc tính khác nhau.

Người ta phân loại xi măng theo tiêu chuẩn chịu lực, hay còn gọi là Mác xi măng với 3 tiêu chuẩn chính là mác 30, 40, 50. Mác là sức chịu nén của mẫu xi măng (kích thước 150 x 150 x 150 cm) sau 28 ngày xi măng thực hiện đông kết. Cách gọi tên: Tên viết tắt của loại xi măng: PC hoặc PCB + Mác của xi măng. Ví dụ: PC40, PCB30, ... Nếu phân loại theo hình thức đóng gói, sản phẩm xi măng được chia làm 2 loại: xi măng bao (xi măng đóng trong các bao tải để vận chuyển) và xi măng rời (xi măng không đóng gói mà được đổ thẳng vào xe chở chuyên dụng). Sản phẩm xi măng rời được ưa chuộng hơn do giá rẻ hơn 15% so với xi măng bao, dễ tiếp cận tới công trình và thuận tiện để sử dụng

Có 2 tiêu chuẩn chính được áp dụng cho các sản phẩm xi măng: TCVN (bắt buộc sử dụng trong Việt Nam) và ASTM (khuyến khích sử dụng tại các thị trường xuất khẩu).

- Tiêu chuẩn xi măng Portland thông thường: TCVN 2682: 2009. Các điểm quan trọng: Không sử dụng phụ gia quá 1% khối lượng sản phẩm. Thời gian bảo quản chất lượng là 60 ngày kể từ ngày sản xuất.
- Tiêu chuẩn xi măng Portland hỗn hợp: TCVN 6260: 2009: Các điểm quan trọng: Không sử dụng phụ gia quá 40% khối lượng sản phẩm. Thời gian bảo quản chất lượng là 60 ngày kể từ ngày sản xuất.
- Tiêu chuẩn American Society for Testing and Materials (ASTM): Sử dụng rộng rãi đối với các sản phẩm xi măng xuất khẩu. Các điểm quan trọng: Yêu cầu kỹ thuật bảo quản chặt chẽ hơn TCVN.

### III. Công nghệ sản xuất xi măng [\(Quay về mục đặc điểm ngành\)](#)

Có 2 công nghệ chính được sử dụng để sản xuất xi măng bao gồm: Lò đứng và lò quay.

- Lò quay: Được chia làm 2 loại: lò quay ướt và lò quay khô. Trong đó, lò quay khô là cải tiến từ công nghệ lò quay ướt và được sử dụng phổ biến nhất hiện nay, đặc biệt là ở Việt Nam (chiếm 94% dây chuyền cả nước).
- Lò đứng: Loại công nghệ sản xuất xi măng lâu đời nhất, tuy nhiên đã trở nên lạc hậu, hiệu suất sản xuất kém hơn công nghệ lò quay và gây ô nhiễm hơn. Hiện tại Việt Nam đã loại bỏ hẳn công nghệ sản xuất này và thay thế bằng công nghệ lò quay (tới nay chỉ còn 5 dây chuyền lò đứng trên tổng 88 dây chuyền cả nước).



**Bảng IX:** Chi tiết dây chuyền sản xuất của một số doanh nghiệp xi măng trong ngành

Tên doanh nghiệp	Mã CK	Khu vực nhà máy	Công nghệ sản xuất	Tuổi thọ dây chuyền	Tổng công suất thiết kế (triệu tấn)
VICEM Hoàng Mai	HOM	Nghệ An	Lò quay khô	26 năm	1,4
VICEM Hà Tiên	HT1	Kiên Lương	Lò quay khô	17 năm	5,5
VICEM Bỉm Sơn	BCC	Thanh Hóa	Lò quay khô	15 năm	3,2
VICEM Bút Sơn	BTS	Hà Nam	Lò quay khô	18 năm	3,0
Xi măng Yên Bình	VCX	Yên Bái	Lò quay khô	15 năm	0,9
Xi măng La Hiên	CLH	Thái Nguyên	Lò quay khô	22 năm	0,6
Xi măng Quảng Ninh	QNC	Quảng Ninh	Lò quay khô	31 năm	0,7
Xi măng Quán Triều VVMI	CQT	Thái Nguyên	Lò quay khô	11 năm	0,8
Xi măng Vissai Sông Lam		Nghệ An	Lò quay khô	3 năm	4,5
Xi măng Long Sơn		Thanh Hóa	Lò quay khô	5 năm	5,0
Xi măng Nghi Sơn		Thanh Hóa	Lò quay khô	16 năm	4,3

Nguồn: Hiệp hội xi măng Việt Nam, FPTTS tổng hợp

### IV. Phương pháp kiểm thử khả năng hoạt động [\(Quay về mục tổng hợp định giá\)](#)

Tên tiếng Anh: Stress test. Đây là phương pháp kiểm tra sự ổn định của doanh nghiệp, với giả định đặt doanh nghiệp trong trường hợp xấu nhất để đo lường khả năng duy trì hoạt động trước các rủi ro cũng như xác định các vấn đề có thể ảnh hưởng nghiêm trọng tới hoạt động hiện tại của doanh nghiệp đó. Phương pháp này được sử dụng trong trường hợp định giá doanh nghiệp có rủi ro kinh doanh cao, có thể ảnh hưởng đáng kể tới các yếu tố trong giá trị nội tại được dự phóng trước đó.

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 241 cổ phiếu BTS và chuyên viên phân tích hiện không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

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

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

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

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1,  
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

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

100, Quang Trung, P. Thạch Thang,  
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng  
ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888