

Triển vọng Ngành Xi măng năm 2024:

Mức định giá gần như đã phản ánh kỳ vọng lợi nhuận phục hồi

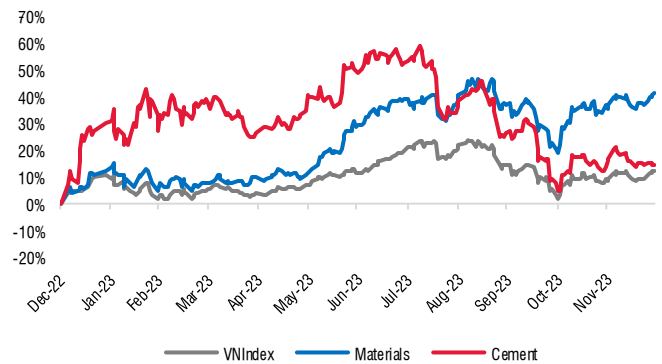
Triển vọng năm 2024: Tích cực

Cổ phiếu theo dõi: HT1

Trong năm 2023, cổ phiếu ngành Xi măng biến động khá sát với chỉ số VNIndex do nhà đầu tư kỳ vọng lợi nhuận phục hồi

Trong nửa đầu năm 2023, cổ phiếu ngành Xi măng diễn biến khá tích cực khi tăng mạnh 50% so với đầu năm (trong khi VNIndex tăng 11%), do giá than giảm so với cùng kỳ và nhà đầu tư kỳ vọng Chính phủ sẽ đẩy mạnh giải ngân cho các dự án cơ sở hạ tầng công. Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2023, giá cổ phiếu xi măng giảm mạnh. Theo đó, tính chung cả năm 2023, ngành Xi măng chỉ tăng 14,4%, cao hơn 2,3% so với chỉ số VNIndex. Điều này có thể là do lợi nhuận năm 2023 của các cổ phiếu trong ngành ghi nhận lỗ hoặc gần như hòa vốn do sản lượng tiêu thụ xi măng thấp hơn dự kiến.

Diễn biến ngành trong năm 2023

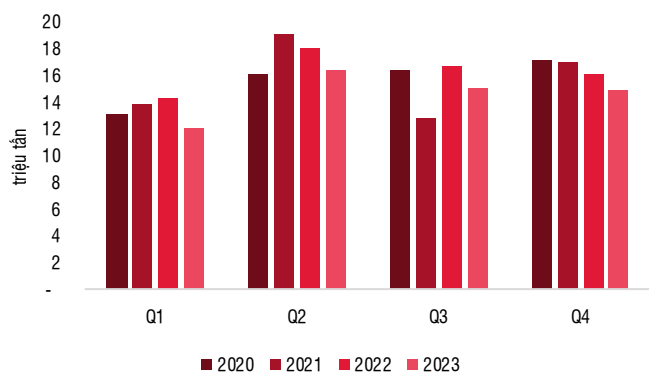


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

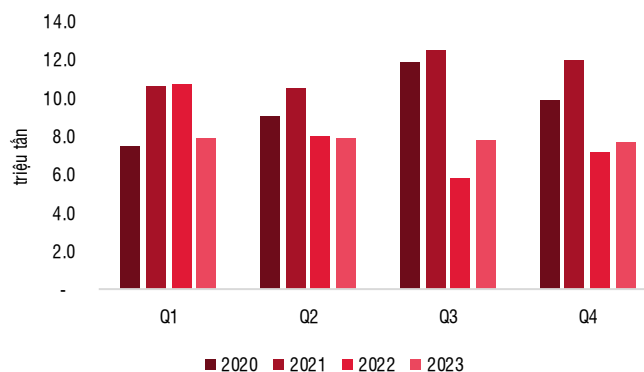
Triển vọng năm 2024

- Sản lượng tiêu thụ xi măng dự kiến sắp phục hồi:** Trong Q1/2024, chúng tôi dự báo mức tiêu thụ xi măng trong nước sẽ ở mức thấp kể từ Q3/2021 (thời gian thực hiện giãn cách xã hội do ảnh hưởng của dịch COVID), do các yếu tố mùa vụ (nghi Tết Nguyên đán) và nhu cầu vẫn ở mức yếu. Tuy nhiên, từ Q2/2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xi măng bán ra sẽ cải thiện so với cùng kỳ nhờ hoạt động xây dựng có dấu hiệu phục hồi. Ngoài ra, các dự án đầu tư công lớn (như Sân bay Long Thành và các dự án đường cao tốc ở miền Trung và miền Nam) có thể bù đắp nhu cầu yếu trong năm 2024. Tiêu thụ xi măng của Việt Nam trong năm 2023 đạt gần 90 triệu tấn (giảm 7% svck), trong đó tiêu dùng nội địa giảm 10% svck và xuất khẩu gần như đi ngang (giảm 1% svck). Doanh thu thuần xi măng của các công ty niêm yết giảm từ 20%-27% svck trong 9T2023. Chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ xi măng sẽ chạm đáy trong Q1/2024 và dần phục hồi trong suốt năm 2024.
- Tăng trưởng ở thị trường xuất khẩu có phần hạn chế do Trung Quốc giảm nhập khẩu xi măng của Việt Nam.** Trong năm 2023, đối với thị trường xuất khẩu, xuất khẩu xi măng & clinker gần như đi ngang (giảm 1% svck) do Trung Quốc giảm nhập khẩu (giảm 90% svck), do nhu cầu trên thị trường bất động sản yếu. Ngược lại, Bangladesh là thị trường ghi nhận tăng trưởng khi xuất khẩu xi măng và clinker sang nước này tăng 40% so với cùng kỳ nhờ tăng cường đầu tư vào cơ sở hạ tầng. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sẽ phục hồi thấp trong năm 2024.

Tiêu thụ xi măng nội địa



Xuất khẩu xi măng & clinker

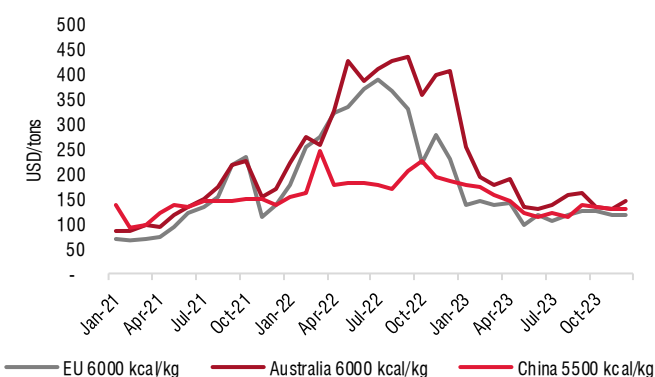


Nguồn: VNCA, SSI Research

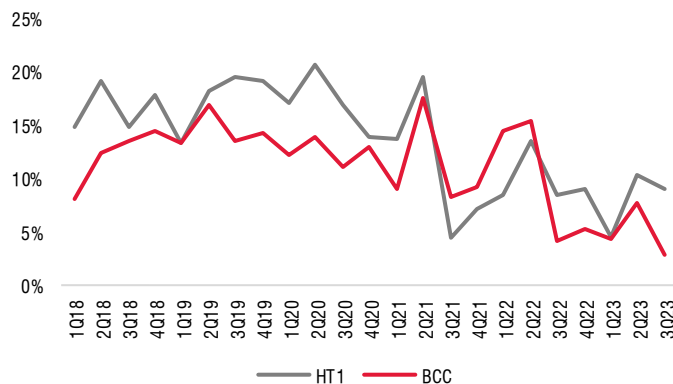
Nguồn: VNCA, SSI Research

- Áp lực gia tăng từ các đối thủ cạnh tranh trong nước có thể khiến giá xi măng giảm:** Công suất trong nước đã được mở rộng trong thời gian gần đây (tăng 4,5% svck trong năm 2022 và tăng 6,1% svck trong năm 2023). Chúng tôi ước tính tình trạng dư cung đã tăng từ 15% trong năm 2022 lên 30% trong năm 2023. Cùng với mức tăng trưởng trái chiều trên kênh xuất khẩu, điều này sẽ làm gia tăng cạnh tranh trong nước. Điều này đặc biệt xảy ra ở miền Bắc và miền Trung, khu vực có hầu hết các dự án mới và có tỷ lệ xuất khẩu cao hơn.
- Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất xi măng sẽ phục hồi trong năm 2024 nhờ giá than điều chỉnh:** Giá than thế giới đã đạt đỉnh trong nửa cuối năm 2022. Giá than giảm mạnh trong nửa đầu năm 2023 và sau đó tiếp tục dao động quanh vùng đáy cho đến nửa cuối năm 2023. Trong Q4/2023, giá than trung bình ở Châu Âu giảm xuống 120 USD/tấn (giảm 51% svck), giá than ở Úc giảm xuống 136 USD/tấn (giảm 65% svck), giá than ở Trung Quốc giảm xuống 123 USD/tấn (giảm 35% svck). Trong nửa đầu năm 2024, chúng tôi cho rằng giá than sẽ duy trì ổn định ở mức hiện tại khi mùa đông ở Bắc bán cầu đang đến gần (và các biện pháp trừng phạt đối với Nga vẫn có hiệu lực) giúp cân bằng với áp lực giảm từ giá dầu khí. Do đó, chúng tôi dự báo giá than đầu vào trung bình cho các doanh nghiệp sản xuất xi măng sẽ giảm trong năm 2024 do mức nền giá than cao được thiết lập trong nửa đầu năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất xi măng sẽ chạm đáy trong Q1/2024, sau đó cải thiện dần trong các quý tiếp theo.

Giá than thế giới



Biên lợi nhuận gộp của công ty xi măng



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Nguồn: Công ty, SSI Research

- **Lợi nhuận dự kiến sẽ tăng mạnh so với cùng kỳ trong năm 2024 do sản lượng tiêu thụ phục hồi trên điểm hòa vốn và chi phí than đầu vào giảm.** Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất xi măng sẽ vẫn gặp khó khăn trong nửa đầu năm 2024 (có thể ghi nhận lỗ ròng) và phục hồi trong nửa cuối năm 2024. **Tuy nhiên, xét về giá trị tuyệt đối, lợi nhuận có thể sẽ vẫn yếu (thấp hơn năm 2022) do sản lượng tiêu thụ phục hồi chậm và chi phí quản lý và bán hàng không thay đổi.**
- **Mức định giá cao hơn kỳ vọng:** Các cổ phiếu ngành xi măng trong nước hiện giao dịch ở mức P/E dự phóng là 42x cho năm 2024, cao hơn nhiều so với mức trung bình 10 năm là từ 7x-23x (không bao gồm năm 2023 do lỗ/lợi nhuận gần như bằng 0). Do đó, chúng tôi cho rằng mức định giá ngành đã phản ánh hết kỳ vọng phục hồi lợi nhuận. Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư nên chờ cơ hội khi hoạt động xây dựng được cải thiện hoặc cho đến khi giá cổ phiếu trở về mức hợp lý hơn (trong nửa đầu năm 2024 dự kiến sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận vẫn yếu).
- **Chúng tôi hiện có khuyến nghị TRUNG LẬP đối với các cổ phiếu trong ngành.**
- **Yếu tố hỗ trợ/rủi ro giảm giá:** Tiêu thụ xi măng cao hơn/thấp hơn dự kiến; và Giá than thấp hơn/cao hơn dự kiến.

Cổ phiếu theo dõi: CTCP Xi Măng Vicem Hà Tiên (HT1: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 29/12/2023: 12.000 Đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 11.300 Đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ Thị trường chính của HT1 là ở khu vực miền Nam, khu vực có áp lực cạnh tranh ít hơn do nguồn cung hạn chế. Đồng thời, sản lượng tiêu thụ vẫn đạt mức cao tại khu vực này.
 - ✓ Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất xi măng đạt mức cao hơn trong năm 2024, do giá than giảm so với cùng kỳ và sản lượng tiêu thụ chậm đáy.
 - ✓ Về mặt định giá, định giá của HT1 hấp dẫn hơn so với các đối thủ. Chỉ số EV/EBITDA trượt 12 tháng của HT1 đạt 8,4x, thấp hơn mức 10x-19x của các đối thủ khác. Ngoài ra, HT1 có cơ cấu tài chính mạnh cùng với dòng tiền ổn định.
- **Rủi ro:**
 - ✓ Nhu cầu xi măng phục hồi nhanh hơn/chậm hơn dự kiến.
 - ✓ Giá than đầu vào tăng ít/nhiều hơn dự kiến.

Bảng tóm tắt tài chính:

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	8.839	7.963	7.064	8.918	6.939	7.279
Lợi nhuận ròng	741	608	369	262	5	108
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (% svck)	16,9%	-17,9%	-39,3%	-29,1%	-98,1%	2124,6%
EPS (VND)	1.940	1.593	967	685	13	283
ROE (%)	14,1%	11,3%	7,8%	5,0%	0,1%	2,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	8,0%	4,2%	2,7%	5,8%	0,0%	0,0%
Nợ/VCSH (%)	0,59	0,44	0,31	0,36	0,4	0,37
P/E (x)	7,71	17,93	23,12	15,11	943,17	42,4
P/B (x)	1,07	2,02	1,65	0,77	0,9	0,88
EV/EBITDA (x)	4,3	7,59	8,58	5,25	9,1	7,47

Nguồn: HT1, SSI Research

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranghl1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

Phân tích Ngành Xi măng

Hoàng Anh Tuấn

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

tuanha2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3089

Dữ liệu

Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043