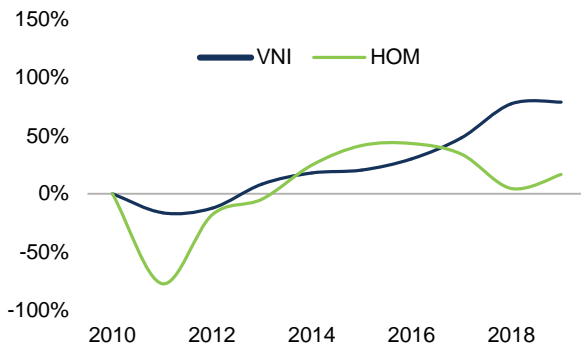


CTCP XI MĂNG HOÀNG MAI (HNX: HOM)
Nguyễn Lý Thanh Lương

Chuyên viên phân tích

Email: luongnt@fpts.com.vn

Tel: (8424) – 3773 7070 - Ext : 4312

 Giá hiện tại: **3.500**
 Giá mục tiêu: **4.480**
 Tăng/giảm: **+28%**
KHUYẾN NGHỊ
MUA
Diễn biến giá cổ phiếu HOM và VNINDEX

KỶ VỌNG TỪ CƠ HỘI XUẤT KHẨU & TIẾN TRÌNH TÁI CẤU TRÚC CỦA VICEM

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu HOM – CTCP Xi măng Hoàng Mai, niêm yết trên sàn HNX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu HOM là **4.480 đồng/cp**, cao hơn 28% so với mức giá hiện tại.

Mặc dù hoạt động kinh doanh chưa thực sự nổi bật, HOM đang giao dịch ở mức giá hấp dẫn so với giá trị nội tại, cũng như có khả năng hưởng lợi từ các yếu tố tích cực của ngành xi măng ở giai đoạn tới.

Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung hạn với các luận điểm chính:

► **Thị trường xuất khẩu tích cực giúp HOM hồi phục khả năng tiêu thụ và giảm áp lực cạnh tranh nội địa.** Trong 2018-2022, Trung Quốc – nhà xuất khẩu xi măng lớn nhất thế giới – sẽ cắt giảm 392 triệu tấn xi măng (~6,4% công suất toàn cầu), tạo ra khoảng trống cho các doanh nghiệp xi măng Việt Nam thúc đẩy xuất khẩu và giảm áp lực dư cung của ngành xi măng trong nước.

► **Tiến trình tái cấu trúc VICEM giúp nâng cao khả năng cạnh tranh của HOM.** VICEM sẽ bước đầu nới lỏng việc quản lý đầu vào với HOM & các thành viên, giúp HOM được phép nhập nguồn than thương mại rẻ hơn, tiết kiệm khoảng 2% chi phí sản xuất và cải thiện khả năng cạnh tranh của mình.

RỦI RO ĐẦU TƯ:

► **Thay đổi các chính sách trên thị trường xuất khẩu.** Thị trường xuất khẩu có thể đóng góp tới 20-25% doanh thu cho HOM. Thị trường này chịu ảnh hưởng trong ngắn hạn bởi chính sách thuế xuất khẩu của Việt Nam cũng như chính sách tự vệ của các thị trường tiêu thụ chính như Phillipines và Trung Quốc.

► **Khả năng hỏng hóc và giảm hiệu suất các máy móc thiết bị sử dụng lâu năm.** Dây chuyền sản xuất của HOM đã vận hành 23 năm, vượt quá tuổi thọ tối ưu theo thiết kế (15-20 năm). Do đó, HOM hàng năm phải chi 25 tỷ đồng (khoảng 1,5% doanh thu) để mua thiết bị thay thế, cũng như chịu rủi ro phải dừng hoạt động dây chuyền và sửa chữa lên đến 60 ngày.

Thông tin giao dịch (09/07/2019)

Giá hiện tại (đồng/cp):	3.500
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp):	4.400
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp):	2.900
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	72,0
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	69,2
KLGD bình quân 90 ngày (cp)	14.872
% sở hữu nước ngoài	2,02%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	242,30
P/E trailing 12 tháng (lần)	11,32
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	330

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Xi măng Hoàng Mai
Địa chỉ	Khố 7, phường Quỳnh Thiện, Hoàng Mai, Nghệ An
Doanh thu chính	Sản xuất xi măng, clinker
Chi phí chính	Đá vôi, đất sét, than cám
Rủi ro chính	Thay đổi chính sách trên thị trường xuất khẩu

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



CTCP Xi măng Hoàng Mai (HNX: HOM), tiền thân là Nhà máy xi măng Nghệ An, được khởi công xây dựng năm 1996 với tổng công suất thiết kế 1,6 triệu tấn xi măng/năm với tổng mức đầu tư 231,62 triệu USD.

Sản phẩm HOM chiếm khoảng 2% thị phần tiêu thụ xi măng cả nước, nằm trong nhóm doanh nghiệp xi măng có quy mô trung bình và hiện là đơn vị trực thuộc Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam (VICEM).

Lịch sử phát triển doanh nghiệp

1996	<ul style="list-style-type: none"> Thành lập nhà máy bằng 100% vốn vay ngân hàng nước ngoài Được cấp phép khai thác 2 mỏ: Hoàng Mai B (đá vôi) và Quỳnh Vinh (đất sét)
2000	<ul style="list-style-type: none"> Sáp nhập với VICEM và được VICEM cho vay 468 tỷ đồng (15% giá trị nhà máy) với lãi suất ưu đãi Được Bộ Tài Chính chuyển 26 triệu USD dư nợ (14% giá trị nhà máy) về khoản vay nội tệ
2007	<ul style="list-style-type: none"> VICEM chuyển 135 tỷ đồng vốn cho vay sang vốn cấp và cấp thêm 585 tỷ đồng vốn điều lệ (tổng 720 tỷ đồng - tương đương 22% giá trị nhà máy)
2008	<ul style="list-style-type: none"> Công ty bắt đầu có lãi, được miễn 100% thuế trong 3 năm và 50% thuế trong 7 năm
2017	<ul style="list-style-type: none"> Hợp nhất các thương hiệu VICEM tại Nghệ An và giao cho HOM phân phối chính tại khu vực
2018	<ul style="list-style-type: none"> Thống nhất triển khai dự án Hoàng Mai 2

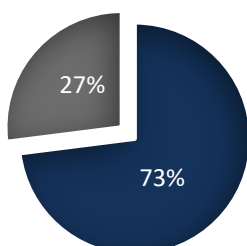
Hoạt động kinh doanh & sản phẩm chính



Hoạt động kinh doanh chính của HOM là sản xuất xi măng, đóng góp 96 - 98% doanh thu, còn lại từ 3 - 4% là doanh thu các sản phẩm phụ gồm: gạch block, bê tông tươi và bao bì phế liệu.

Sản phẩm chính của HOM là xi măng bao và xi măng rời, phổ biến là các loại PC30 và PCB40, sản xuất theo tiêu chuẩn TCVN 6260:2009. Ngoài ra, HOM còn có sản phẩm C150/C150M-12 Type I theo tiêu chuẩn ASTM phục vụ cho xuất khẩu sang các thị trường như Phillipines, Trung Quốc.

Cơ cấu cổ đông tại ngày 09/07/2019



■ VICEM ■ Cổ đông khác

Tính đến ngày 09/07/2019, cổ đông chính của HOM là Tổng công ty VICEM ([xem thêm về VICEM](#)), nắm giữ đến 73% cổ phần và hiện đang là cổ đông lớn duy nhất. Như vậy, cơ cấu cổ đông của HOM khá cô đặc (với gần 80% được nắm giữ bởi các thành viên nội bộ và công ty mẹ).

Do sở hữu phần lớn cổ phần, VICEM trực tiếp quản lý chung các chính sách sản xuất và kinh doanh của HOM.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chuỗi giá trị doanh nghiệp

Đầu vào	Khâu sản xuất	Đầu ra
<p>Nguyên vật liệu chính</p> <ul style="list-style-type: none"> Đá vôi, đất sét (tự khai thác) Than cám, thạch cao (mua từ các thành viên cung cấp nội bộ) <p>Chi phí sản xuất:</p> <ul style="list-style-type: none"> Nguyên vật liệu: 53% Dịch vụ mua ngoài: 23% Nhân công: 7% Khấu hao: 8% Khác: 9% <p>VICEM quản lý các thành viên cung cấp than cám và thạch cao</p>	<p>Có 01 nhà máy ở tỉnh Nghệ An, đã hoạt động 23 năm</p> <p>Công nghệ sản xuất: Lò quay khô</p> <p>Tổng công suất thiết kế: 1,6 triệu tấn/năm</p> <p>Hai công đoạn chính trong quá trình sản xuất: Sản xuất sản phẩm thô (clinker) và tạo ra thành phẩm (xi măng)</p> <p>Khâu sản xuất xi măng đem lại lợi nhuận cao nhất</p>	<p>Sản phẩm chính: Xi măng bao (PC và PCB) và xi măng rời</p> <p>Kênh phân phối: Nhà phân phối chính và nhà phân phối dự án</p> <p>Thị trường tiêu thụ (% doanh thu):</p> <p>Nội địa:</p> <ul style="list-style-type: none"> Nghệ An (46%) Tỉnh miền Trung khác (32%) Miền Nam (5%) <p>Xuất khẩu:</p> <ul style="list-style-type: none"> Phillippines, Trung Quốc (17%)

Các điểm mấu chốt trong chuỗi giá trị của HOM bao gồm:

- Chi phí năng lượng chiếm tỷ trọng lớn (42%), là yếu tố ảnh hưởng nhất đến giá thành sản phẩm
- Sử dụng công nghệ sản xuất tương đồng với mặt bằng chung
- Sản phẩm thiếu sự khác biệt do đặc điểm chung của ngành nên chịu áp lực cạnh tranh mạnh về giá bán
- Thị trường xuất khẩu tích cực nhờ chính sách hỗ trợ của chính phủ, tuy nhiên tỷ trọng xuất khẩu vẫn còn hạn chế do chi phí cao trong khâu vận chuyển

I. Nguyên vật liệu và chi phí sản xuất

Chi phí năng lượng chiếm tỷ trọng lớn (42%), là yếu tố ảnh hưởng nhất đến giá thành sản phẩm

Bảng I: Cấu thành nguyên vật liệu sản xuất xi măng và tỷ trọng trong chi phí nguyên vật liệu:

Nguyên vật liệu	% Chi phí NVL	% Chi phí SXKD	Nguồn cung cấp chính	Chi tiết
Đá vôi	33%	18%	Mỏ Hoàng Mai B (cách nhà máy 3 km)	Trữ lượng còn lại: 51 năm Khai thác: 1.8 triệu tấn/năm
Đá sét			Mỏ Quỳnh Vinh (cách nhà máy 1 km)	Trữ lượng còn lại: 11 năm Khai thác: 0,7 triệu tấn/năm
Than cám & nhiên liệu	48%	25%	CTCP Vật tư vận tải Xi măng (VTV)	Nguồn cơ sở: Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (TKV)
Các thành phần nguyên liệu khác	19%	10%	CTCP Thạch cao xi măng (TXM), Bao bì Bỉm Sơn, ..	Bao gồm thạch cao, bột silic, đất giàu sắt, bao bì, ...

Nguồn: VICEM, HOM, FPTTS tổng hợp

HOM hiện chỉ có khả năng tự chủ (tự khai thác) 2 nguyên liệu trong khâu sản xuất của mình là đá vôi và đất sét, tương đương 33% chi phí nguyên vật liệu sử dụng.

Với các nguyên vật liệu còn lại, đặc biệt là than cám (chiếm 48% chi phí nguyên vật liệu và 25% tổng chi phí sản xuất), HOM hầu hết đều phải nhập thông qua các thành viên cung cấp nội bộ trực thuộc VICEM (Vật tư vận tải, Thạch cao Xi măng) theo chính sách quản lý chung của tổng công ty.

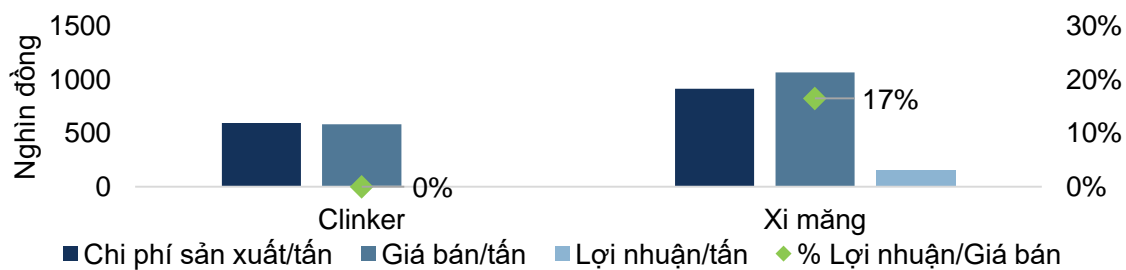
Bên cạnh đó, chi phí điện năng sản xuất (được hạch toán trong dịch vụ mua ngoài) ước tính chiếm gần 17% tổng chi phí sản xuất. Nếu gộp với chi phí than, **chi phí năng lượng sử dụng chiếm đến 42% chi phí sản xuất của HOM (25% từ than cám và 17% từ điện) và là nhân tố ảnh hưởng nhất đến giá thành sản phẩm.**

II. Công nghệ và lợi nhuận trong khâu sản xuất

Công nghệ sản xuất của HOM tương đồng với mặt bằng chung của các doanh nghiệp xi măng trong ngành tuy nhiên bị giảm hiệu suất do hoạt động quá tuổi thọ tối ưu. HOM hiện chỉ có một nhà máy sản xuất duy nhất ở Nghệ An hoạt động theo công nghệ lò quay khô, là công nghệ sản xuất tốt và phổ biến nhất hiện tại ([xem thêm về công nghệ sản xuất của các doanh nghiệp xi măng](#)). Tuy nhiên, dây chuyền sản xuất của HOM đã vận hành hơn 23 năm, vượt quá tuổi thọ thiết kế tối ưu từ 15-20 năm khiến hiệu suất bị giảm đi đáng kể.

Trong quá trình sản xuất, công đoạn tạo thành xi măng thành phẩm đem lại lợi nhuận lớn nhất và được doanh nghiệp ưu tiên thực hiện.

Biểu đồ I: Lợi nhuận/ tấn xi măng trong khâu sản xuất HOM



Nguồn: HOM, FPTTS tổng hợp

III. Sản phẩm và thị trường đầu ra

• Sản phẩm

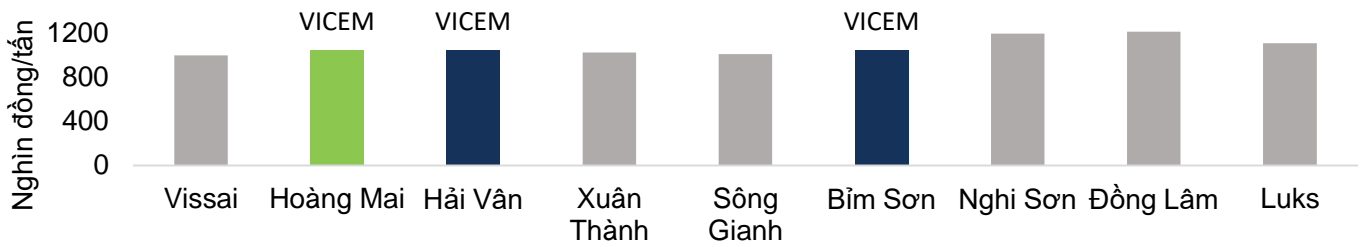
Do đặc điểm chung của ngành, sản phẩm của HOM thiếu sự khác biệt so với các thương hiệu khác và đang phải chịu áp lực cạnh tranh mạnh về giá bán trên thị trường. Các sản phẩm hiện nay của HOM chủ yếu là các sản phẩm xi măng bao (PC và PCB 30, 40) và xi măng rời ([xem giải thích về các sản phẩm](#)), đóng góp tới 95 - 98% doanh thu.

Bảng II: Cơ cấu doanh thu HOM theo các lĩnh vực và mảng kinh doanh 2018

Lĩnh vực	Mảng kinh doanh	Kết quả đạt được	Doanh thu (tỷ đồng)	Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)
Sản xuất xi măng clinker	Xi măng	Lĩnh vực cốt lõi: 98% doanh thu và 97% lợi nhuận sau thuế	1.625	208	12,6%
	Clinker		79	-4	-4,1%
Doanh thu khác	Gạch block	Hoạt động phụ trợ: 2% doanh thu và 3% lợi nhuận sau thuế	29	6	20,6%
	Bê tông tươi				

Nguồn: HOM, FPTTS tổng hợp

Do đặc thù các sản phẩm xi măng Việt Nam phải tuân theo tiêu chuẩn chung của Bộ Xây Dựng về đặc tính và chất lượng ([xem thêm về tiêu chuẩn](#)), sản phẩm HOM thiếu sự khác biệt so với các đối thủ trên thị trường nên chịu áp lực cạnh tranh mạnh về giá bán.

Biểu đồ II: Giá bán của các thương hiệu xi măng tại khu vực miền Trung


Nguồn: Thời báo Xây dựng, Hiệp hội xi măng Việt Nam, FPTST tổng hợp

- Thị trường đầu ra**

Thị trường nội địa: tập trung chính vào địa bàn Nghệ An. Thị trường Nghệ An hiện đang đóng góp nhiều nhất cho HOM với ước tính khoảng 50% sản lượng tiêu thụ của doanh nghiệp (950 nghìn tấn).

Bảng III: Thị trường tiêu thụ sản phẩm xi măng của HOM năm 2018

Thị trường	Khu vực chính	% Doanh thu	% Thị phần
Nội địa	Nghệ An	46%	42,8%
	Các tỉnh miền Trung khác	32%	8,3%
	Miền Nam	5%	0,4%

Nguồn: HOM, Hiệp hội Xi măng Việt Nam, FPTST tổng hợp

Thị trường xuất khẩu tích cực nhờ được hưởng lợi từ các chính sách hỗ trợ của chính phủ, tuy nhiên tỷ trọng xuất khẩu vẫn còn hạn chế do chi phí cao trong khâu vận chuyển.

Bảng IV: Thị trường tiêu thụ sản phẩm xi măng của HOM năm 2018

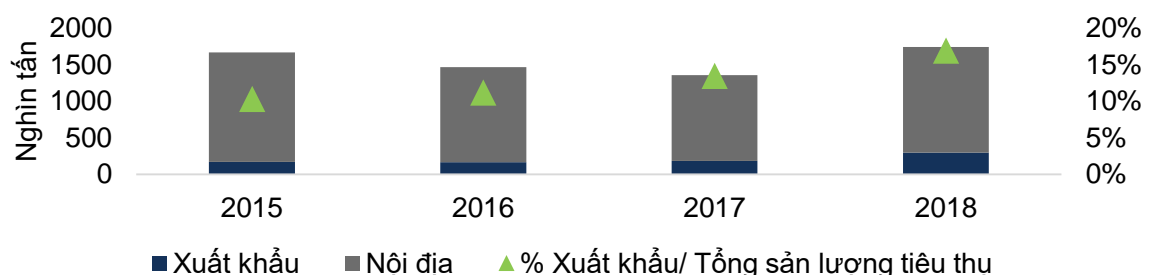
Thị trường	Khu vực chính	% Doanh thu	% Thị phần
Xuất khẩu	Phillipines	17%	1,5%
	Trung Quốc		

(tổng xi măng nhập khẩu của 2 khu vực)

Nguồn: HOM, Hiệp hội Xi măng Việt Nam, FPTST tổng hợp

Hai thị trường xuất khẩu chính của HOM là Phillipines và Trung Quốc. Các thị trường xuất khẩu này đang được mở rộng chủ yếu nhờ Nghị định 146/2017/NĐ-CP có hiệu lực đầu năm 2018 (quy định thuế xuất khẩu xi măng từ 5% xuống còn 0%, hoàn thuế VAT đối với các doanh nghiệp xuất khẩu).

Tuy nhiên, tỷ trọng xuất khẩu của HOM hiện vẫn bị hạn chế do chi phí cao trong khâu vận chuyển. Nguyên nhân là do năng lực xuất hàng tại cảng gần kề (cảng Nghi Sơn và Cửa Lò) ở mức thấp dẫn đến khó khăn trong việc vận chuyển các lô hàng lớn tới các thị trường xuất khẩu (chi phí vận chuyển lô lớn thường bị đội lên từ 20 – 30%). Do đó, mặc dù xuất khẩu có nhiều tiềm năng, doanh nghiệp vẫn chưa thực sự khai thác được các thị trường này.

Biểu đồ III: Sản lượng tiêu thụ nội địa/xuất khẩu của HOM giai đoạn 2015 - 2018


Nguồn: HOM, FPTST tổng hợp

NĂNG LỰC CẠNH TRANH

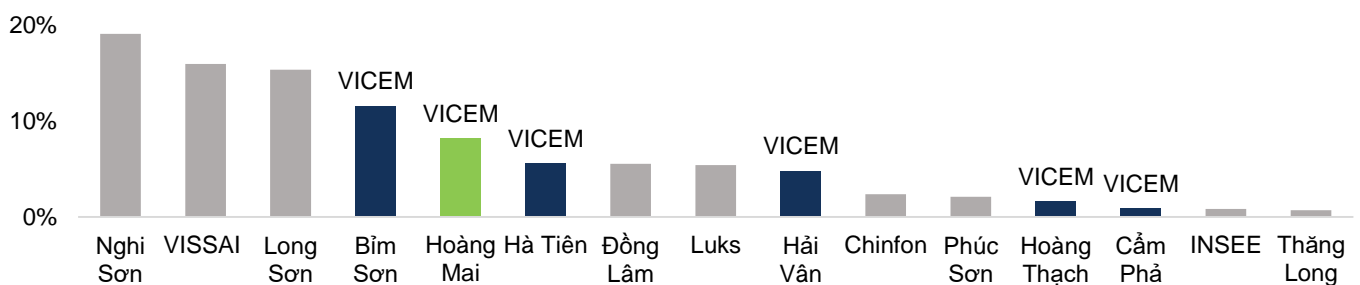
HOM phải tập trung cạnh tranh mạnh về giá bán do sản phẩm gần như tương đồng với các đối thủ. Trong đó, giá thành sản xuất của HOM bị ảnh hưởng bởi:

- Khác biệt trong khâu quản lý của VICEM trong chuỗi giá trị sản xuất
- Khác biệt ở quy mô và hiệu quả sản xuất của HOM so với các đối thủ trong khu vực.

I. Đối thủ cạnh tranh là các doanh nghiệp tư nhân có quy mô lớn

Đối thủ cạnh tranh chính của HOM là các doanh nghiệp sản xuất xi măng không trực thuộc VICEM tập trung trong khu vực tỉnh Nghệ An (thị trường chính) và các tỉnh lân cận. Các doanh nghiệp đối thủ là các tập đoàn tư nhân bao gồm: Nghi Sơn, Vissai Sông Lam, Long Sơn. HOM không phải cạnh tranh trực tiếp với Bim Sơn hay các doanh nghiệp VICEM khác nhờ chính sách phân vùng tiêu thụ giữa các thành viên VICEM.

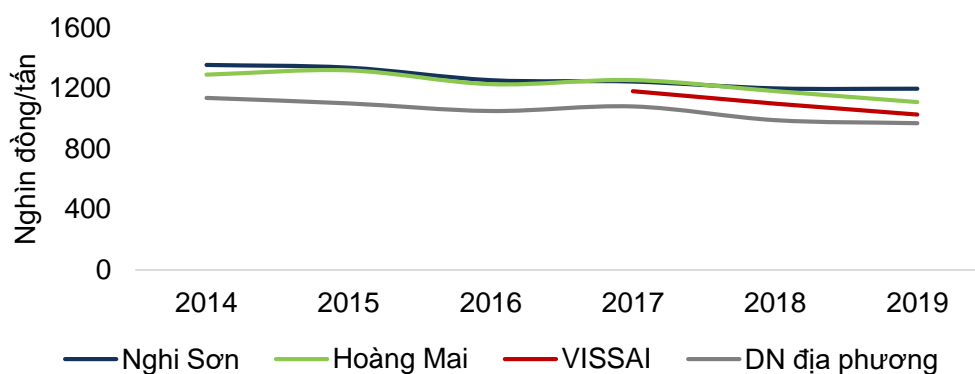
Biểu đồ IV: Thị phần của các thương hiệu xi măng miền Trung



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

Đặc biệt, VISSAI là đối thủ mới tại thị trường Nghệ An từ năm 2017 và có giá bán thấp hơn HOM từ 5,8 đến 9,1%.

Biểu đồ V: Giá bán sản phẩm của HOM và các đối thủ trên thị trường Nghệ An



Nguồn: Liên sở Xây Dựng – Tài chính Nghệ An

Vậy nếu xét trên thị trường miền Trung và Nghệ An, các đối thủ cạnh tranh của HOM đều có thị phần lớn hơn hoặc giá bán thấp hơn, khiến cho tình hình cạnh tranh trở nên gay gắt. Việc thua kém về khả năng cạnh tranh này là do các điểm khác biệt về mặt cung ứng nguyên vật liệu cũng như năng lực sản xuất hiện tại của doanh nghiệp.

II. Sự quản lý của VICEM ở chuỗi giá trị sản xuất khiến doanh nghiệp khó cạnh tranh

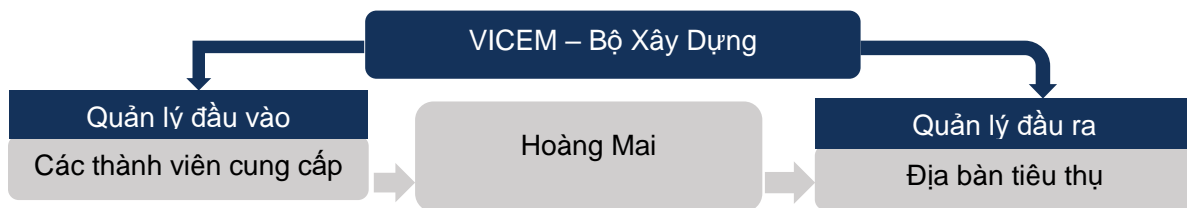
Khác biệt chính của HOM nằm ở chính sách quản lý của VICEM trong chuỗi giá trị sản xuất của doanh nghiệp:

- Chính sách quản lý nguồn cung cho các nguyên vật liệu đầu vào
- Chính sách phân vùng địa bàn tiêu thụ đối với mỗi thành viên VICEM

Mô hình quản lý này dẫn tới hai ảnh hưởng chính tới khả năng cạnh tranh của HOM:

- Chi phí nguyên vật liệu sản xuất tốn kém hơn so với các đối thủ
- Thị trường nội địa khó mở rộng

Biểu đồ VI: Cơ chế quản lý của VICEM đối với HOM



1. Nguyên vật liệu sản xuất đang tốn kém hơn do nguồn cung chịu sự quản lý bởi VICEM

Việc VICEM quản lý đầu vào đối với HOM làm tăng các chi phí trung gian trong nguyên vật liệu sử dụng. Chi phí nguyên vật liệu của HOM đang cao hơn hẳn so với mặt bằng chung của ngành xi măng do chịu ảnh hưởng từ việc nhập than cám thông qua các nguồn cung cấp nội bộ có chi phí cao hơn thị trường.

Để đánh giá cụ thể tác động của hai nhân tố nguyên vật liệu đến khả năng cạnh tranh của HOM, chúng tôi thực hiện so sánh hai chi phí nguyên vật liệu chính là than và khai thác đá vôi đất sét. Trong đó, chi phí than của HOM được so sánh trong giả định giữa trường hợp tự nhập từ TKV và trường hợp nhập thông qua VTV.

Bảng V: So sánh chi phí than tự nhập từ TKV và nhập thông qua VTV (ước tính)

	Tự nhập từ TKV	Nhập thông qua VTV
Giá bán niêm yết	2.375.000 đồng/tấn	
Chi phí vận chuyển	30.000 đồng/tấn	
Giá mua (không tính VAT)	2.415.000 đồng/tấn	2.620.000 đồng/tấn
Chênh lệch giá than so với tự nhập		Cao hơn 8,49%
Chênh lệch chi phí NVL so với tự nhập		Cao hơn 2,34%

Nguồn: HOM, TKV, VTV, FPTTS ước tính

Bảng VI: So sánh ưu thế khai thác đá vôi, đất sét của HOM so với các doanh nghiệp khu vực (ước tính)

	Hoàng Mai	DN miền Trung	DN miền Bắc
Chi phí khai thác	45.000 – 55.000 đồng/tấn (tùy vào trữ lượng mỏ)		
Chi phí vận chuyển	4.000 – 5.000 đồng/tấn/km		
Trữ lượng mỏ còn lại	55 năm	40 - 80 năm	60 – 120 năm
Khoảng cách so với mỏ	4 km	4 - 6 km	1 – 3 km
Chênh lệch chi phí so với HOM		Cao hơn 3 - 5%	Thấp hơn 8 – 12%
Chênh lệch chi phí NVL so với HOM		Cao hơn 1,5%	Thấp hơn 4%

Nguồn: HOM, Hiệp hội xi măng Việt Nam, FPTTS ước tính

Sự chênh lệch lớn giữa mức giá thị trường và mức giá nhập nội bộ là do các chi phí trung gian của các thành viên cung cấp trực thuộc VICEM.

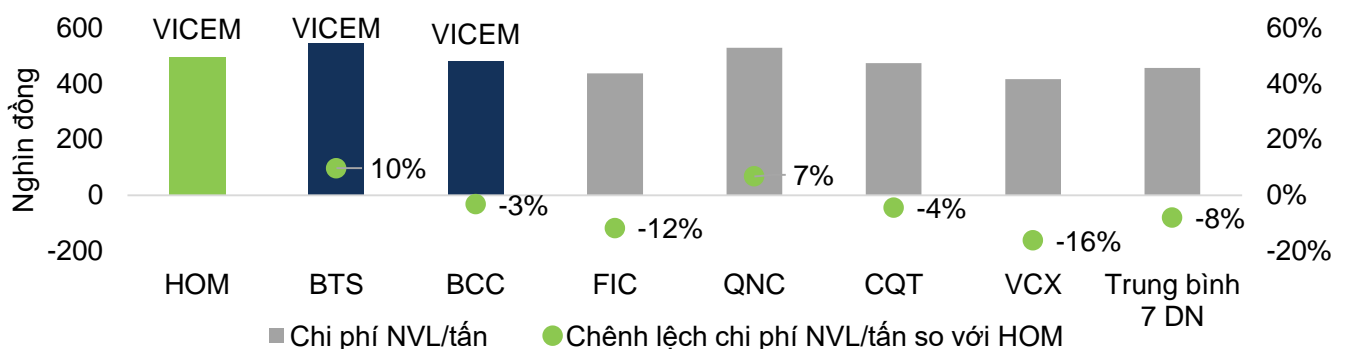
Bảng VII: Phân tích chi tiết giá than nhập nội bộ từ VTV (ước tính)

Loại giá bán	Giá (VND/tấn)	% Giá mua
Giá VTV thu mua trực tiếp từ TKV	2.300.000	87,79%
Chi phí vận chuyển tới HOM	30.000	1,15%
Chi phí trung gian	290.000	11,07%
Giá mua nội bộ từ VTV	2.620.000	100%

Nguồn: FPTTS ước tính

Vì các yếu tố trên, chi phí nguyên vật liệu sản xuất của HOM và các thành viên VICEM đang cao hơn các doanh nghiệp xi măng khác trong ngành. Do vậy, việc nói lỏng khâu quản lý đầu vào có thể giúp cải thiện mạnh khả năng cạnh tranh của HOM và các thành viên VICEM.

Biểu đồ VII: So sánh chi phí nguyên vật liệu/ tấn xi măng giữa HOM và một số doanh nghiệp tương đồng



Nguồn: FPTTS tổng hợp

2. Thị trường nội địa khó mở rộng do khâu phân vùng tiêu thụ giữa các thành viên VICEM

Việc VICEM phân vùng tiêu thụ giúp giảm áp lực cạnh tranh từ các doanh nghiệp VICEM gần kề, tuy nhiên hạn chế dự địa phát triển của HOM tại thị trường nội địa. Trên thị trường tiêu thụ nội địa của HOM, doanh nghiệp sẽ khó mở rộng sang các khu vực tiêu thụ khác do đã được phân cho các thành viên VICEM còn lại ([xem thêm về phân vùng](#)). Tuy nhiên, việc phân vùng tiêu thụ giảm thiểu được đến 4,1 triệu tấn xi măng cạnh tranh với HOM từ các doanh nghiệp VICEM gần kề (gấp 2,83 lần sản lượng tiêu thụ nội địa của HOM năm 2018).

III. Dây chuyền cũ & hiệu suất thấp hạn chế khả năng tiết giảm chi phí của doanh nghiệp

Khác biệt còn lại của HOM nằm ở dây chuyền sản xuất. Việc dây chuyền đã cũ, hiệu suất thấp dẫn đến các chi phí thực hiện sản xuất cao hơn so với các đối thủ trong khu vực. Cụ thể so sánh giữa dây chuyền của HOM (xây năm 1996) và của VISSAI Sông Lam (xây năm 2016), một số thay đổi về mặt kỹ thuật của VISSAI cho phép tiết giảm định mức tiêu hao nguyên vật liệu và năng lượng sản xuất (giảm chi phí nguyên vật liệu) và tăng khả năng tự động hóa dây chuyền (giảm chi phí nhân công).

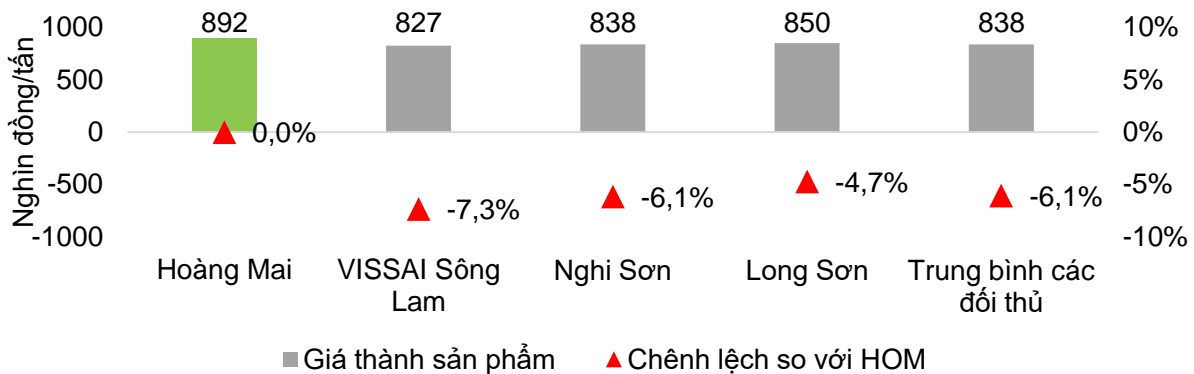
Bảng VIII: So sánh chênh lệch về kỹ thuật giữa 2 dây chuyền sản xuất của Hoàng Mai và Visai Sông Lam

Hạng mục	Hoàng Mai (1996)	Vissai Sông Lam (2016)
Công nghệ sản xuất	Lò quay khô	Lò quay khô
Tiêu hao nhiên liệu	800 kcal/kg clinker	750 kcal/kg clinker
Giá nhiên liệu sử dụng	2.4 triệu đồng/tấn	2 triệu đồng/tấn
Điện năng sử dụng	102 kwh/tấn xi măng	90 kwh/tấn xi măng
Ước tính cắt giảm		5 - 8% chi phí SXKD

Nguồn: HOM, Vissai, FPTTS tổng hợp

Gộp với yếu tố chi phí nguyên vật liệu tốn kém hơn, chúng tôi đánh giá rằng giá thành sản phẩm HOM đang kém cạnh tranh so với các đối thủ.

Biểu đồ VIII: Ước tính giá thành sản phẩm HOM và các đối thủ



Nguồn: HOM, FPT S ước tính

IV. Đánh giá chung về năng lực cạnh tranh

Qua phân tích về năng lực cạnh tranh và chuỗi giá trị sản xuất của HOM, **chúng tôi đánh giá khả năng cạnh tranh của HOM ở mức THẤP**. Tuy nhiên, các yếu tố kém cạnh tranh chủ yếu đến từ khâu quản lý của VICEM nên tiến trình tái cấu trúc VICEM được kỳ vọng sẽ cải thiện mạnh khả năng cạnh tranh của HOM thời gian tới.

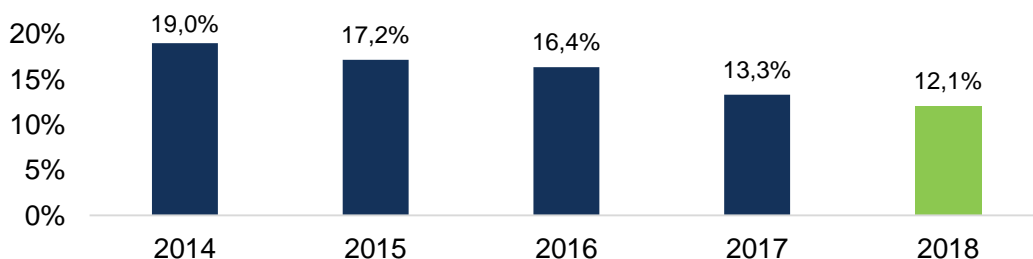
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

I. Tỷ suất lợi nhuận gộp có xu hướng giảm do áp lực cạnh tranh từ đối thủ mới và chi phí nguyên vật liệu tăng cao

Tỷ suất lợi nhuận gộp của HOM trong giai đoạn 2015 – 2018 có xu hướng giảm do các yếu tố:

- Chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao
- Gia tăng áp lực cạnh tranh về giá bán từ đối thủ mới

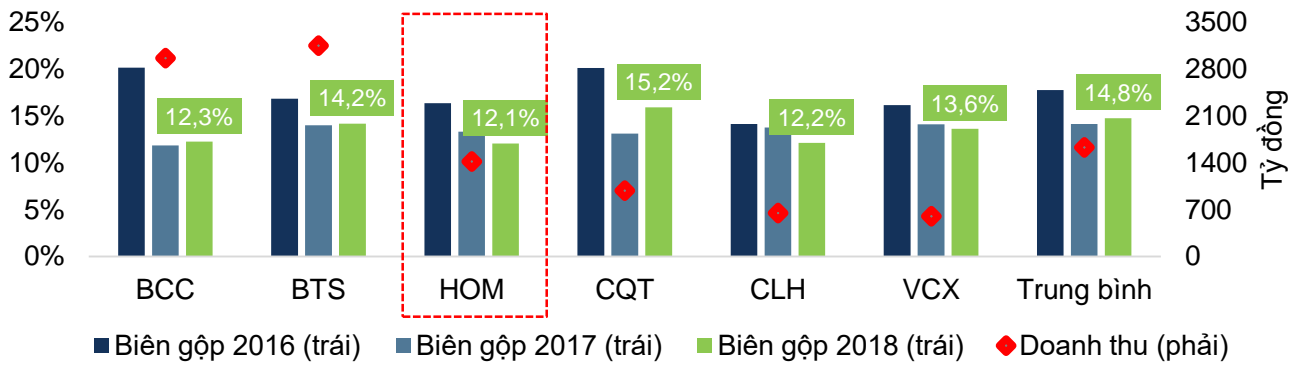
Biểu đồ IX: Biên lợi nhuận gộp HOM 2014 - 2018



Việc sụt giảm về tỷ suất lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2015 - 2018 đến từ các yếu tố đầu vào chung của cả ngành trong thời gian vừa qua, cụ thể do:

- Trong giai đoạn cuối năm 2016, giá than cám được điều chỉnh tăng 11%
- Trong năm 2017, theo Thông tư 44/2017/TT- BTC của Bộ Tài Chính ban hành, thuế tài nguyên đối với đá vôi và đất sét điều chỉnh tăng thêm 3% (từ mức 7 lên 10%)
- Giá điện sản xuất điều chỉnh tăng 7,5% và 6,08% trong năm 2015 và 2017.

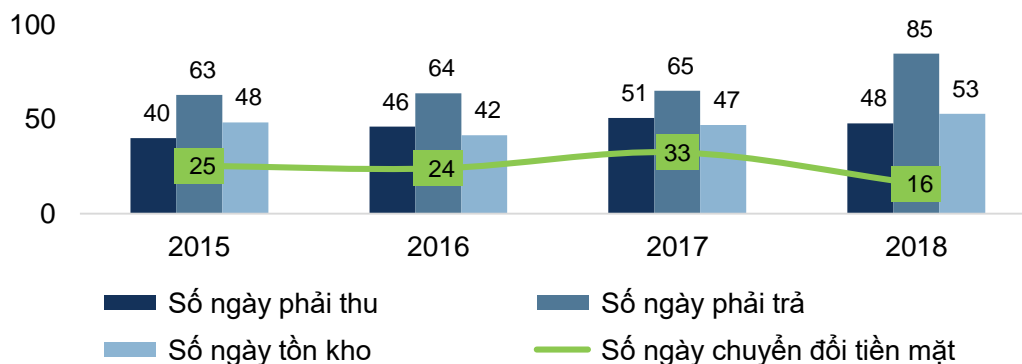
Tuy nhiên với HOM, việc phải chịu áp lực cạnh tranh mạnh về giá của VISSAI liên tục từ 2017 đã ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận giai đoạn 2015 – 2018. Do đó, hiện HOM có khả năng sinh lời kém hơn so với mặt bằng chung các doanh nghiệp khác trong ngành.

Biểu đồ X: Biên lợi nhuận gộp trung bình 3 năm của các doanh nghiệp xi măng 2015 – 2018


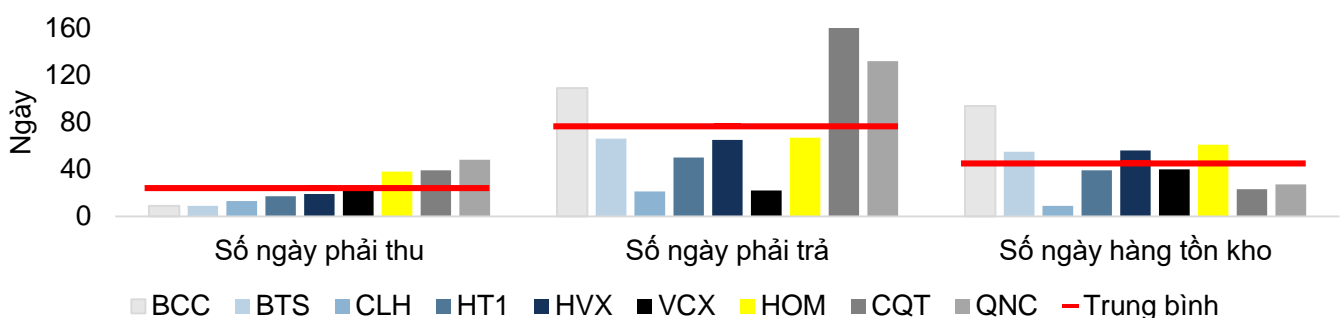
II. Hiệu quả hoạt động đang dần được cải thiện tuy nhiên vẫn thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong giai đoạn 2015 – 2018 đang được cải thiện.

Sự cải thiện lớn nhất đến từ việc quản trị tốt công nợ với nhà cung cấp nhờ việc thương lượng thành công để gia hạn thời gian trả tiền mua hàng trong 4 năm vừa rồi: các khoản mua than và nhiên liệu từ VTV, khoản mua thạch cao từ TXM và các chi phí khai thác đá vôi đất sét phục vụ sản xuất. Còn lại, số ngày tồn kho và công nợ khách hàng không có nhiều biến động nên chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của HOM ngắn hơn, giúp HOM tận dụng được tốt nguồn vốn lưu động của mình.

Biểu đồ XII: Chi tiết tương quan các khoản phải trả/ phải thu/ tồn kho HOM 2015 - 2018


Nhưng nếu so sánh với các doanh nghiệp trong ngành, các chỉ số hoạt động của HOM vẫn đang ở mức thấp hơn. Điều này đến từ việc thiếu khả năng cạnh tranh về thị trường và sản phẩm so với nhiều đối thủ lớn trong khu vực. Do đó, doanh nghiệp phải tận dụng các chính sách bán hàng nới lỏng hơn (số ngày phải thu cao hơn) và có tốc độ bán hàng chậm hơn (số ngày tồn kho cao hơn).

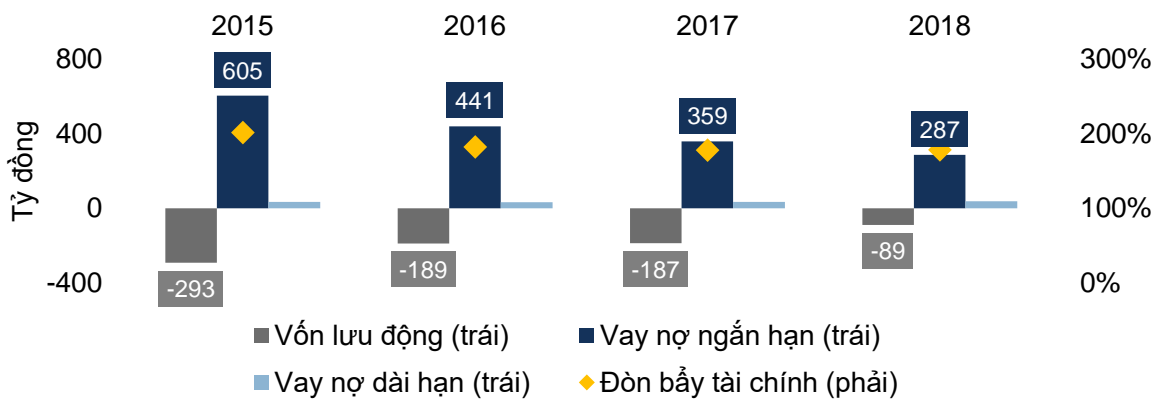
Biểu đồ XI: Chỉ số hiệu quả hoạt động doanh nghiệp xi măng năm 2018


III. Khả năng thanh toán tiếp tục được cải thiện được nhờ giảm áp lực vay nợ

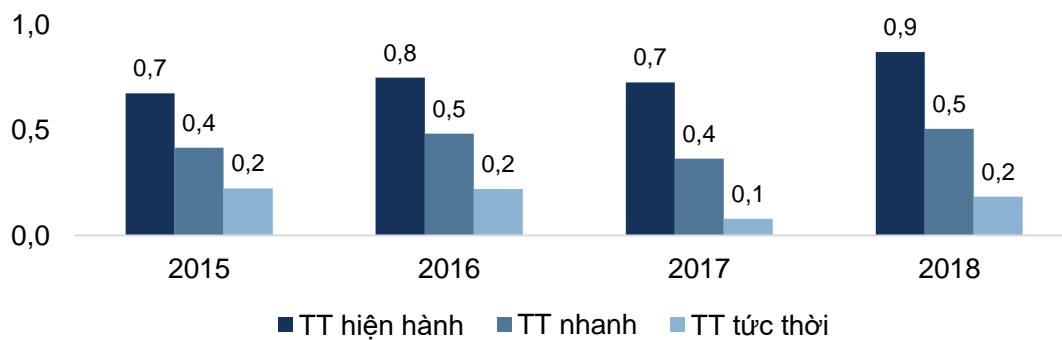
Khả năng thanh toán có dấu hiệu tích cực khi doanh nghiệp thúc đẩy giảm nợ vay theo kế hoạch tái cấu trúc thành viên VICEM. Đồng thời, doanh nghiệp hiện có chỉ số tài chính lành mạnh hơn hẳn các doanh nghiệp trong ngành.

Trong giai đoạn 2015 – 2018, HOM đã thực hiện giảm mạnh vay nợ, chủ yếu là vay nợ ngắn hạn (giảm 318 tỷ đồng – tương ứng 52,5 % nợ vay ngắn hạn) theo kế hoạch tái cấu trúc của tổng công ty VICEM đối với các thành viên ([xem thêm về kế hoạch](#)). Nguồn vốn lưu động phục vụ chính cho hoạt động của HOM cũng được cải thiện.

Biểu đồ XIII: Cơ cấu vốn HOM 2015 – 2018

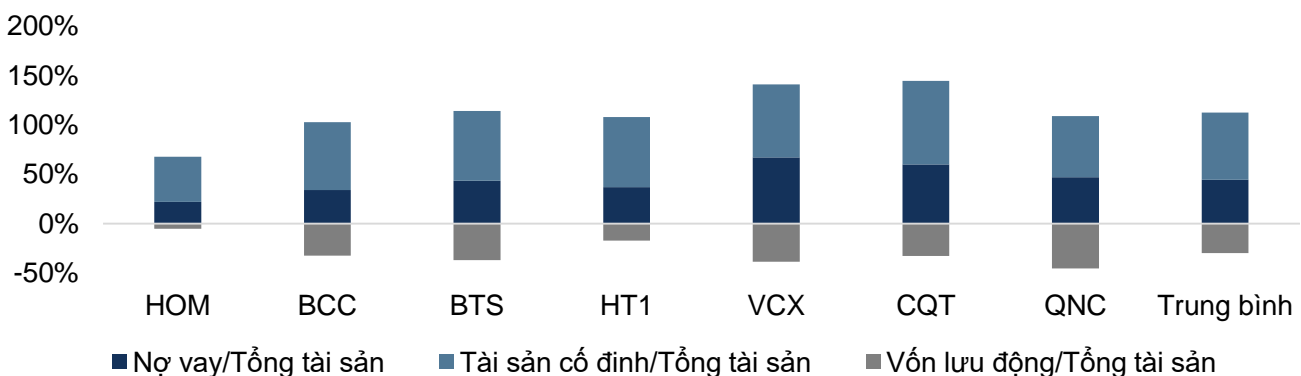


Biểu đồ XIV: Các chỉ số thanh toán HOM 2015 – 2018



HOM sở hữu cơ cấu tài chính và vay nợ thấp hơn hẳn so với các doanh nghiệp khác. Mục tiêu của công ty trong các năm tới là cải thiện vốn lưu động về mức dương, tỷ lệ nợ vay/ vốn chủ sở hữu ổn định ở mức 25% và hàng tồn kho dưới 50% tài sản ngắn hạn.

Biểu đồ XV: Cơ cấu vốn và tài sản của các doanh nghiệp xi măng



TRIỂN VỌNG & RỦI RO

I. Triển vọng ngành xi măng Việt Nam

Trong giai đoạn 5 năm tiếp theo, ngành xi măng Việt Nam được dự báo phát triển tích cực về cả sản lượng tiêu thụ và giá bán do các yếu tố:

- Thị trường xuất khẩu mở rộng nhanh do thiếu hụt nguồn cung trong khu vực châu Á
- Thị trường nội địa tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định

1. Cơ hội cho Việt Nam đẩy mạnh tiêu thụ xi măng qua thị trường xuất khẩu

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 23 triệu tấn trong giai đoạn 2018 - 2023 (tương đương 74% tổng xuất khẩu và 22% 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:

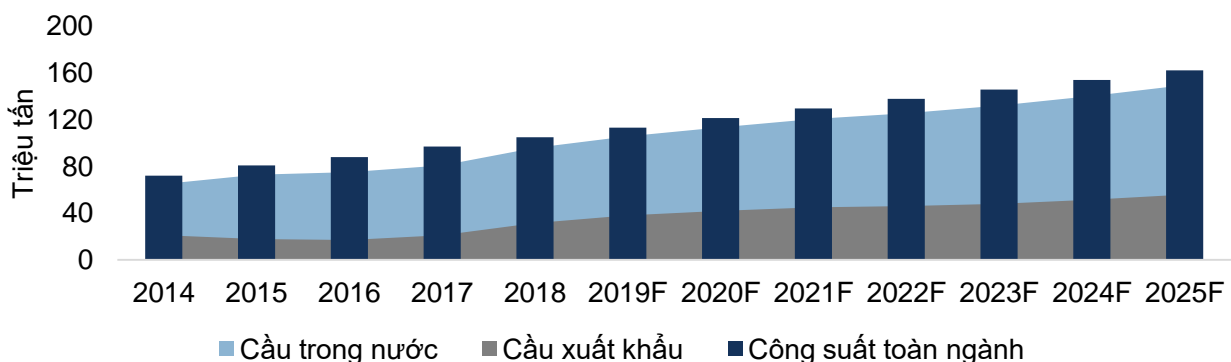
- Sản lượng Trung Quốc sẽ giảm 392,7 triệu tấn xi măng (6,4% tổng công suất xi măng thế giới, gấp 4 lần tổng công suất thiết kế của Việt Nam) cho đến năm 2020 theo kế hoạch mà Bộ Công Nghiệp (MIIT) và Hiệp hội Xi măng Trung Quốc đã công bố trong năm 2018. Đồng thời, giá thành sản xuất xi măng của nước này đã trở nên kém hấp dẫn hơn sau khi thay đổi phương thức tính thuế tài nguyên từ mức tuyệt đối sang mức phải thu theo tỷ lệ phần trăm trên hầu hết các loại khoáng sản kể từ cuối năm 2016.
- 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.

Theo Hiệp hội xi măng thế giới, việc hạn chế nguồn cung ở hai quốc gia này sẽ dẫn đến thiếu hụt nguồn xi măng và mặt bằng giá cao hơn trong khu vực châu Á. Từ năm 2017, so với Việt Nam, giá xi măng Trung Quốc đã cao hơn từ 23% đến 42%, trong khi giá xi măng châu Á đã cao hơn khoảng 58%. Bên cạnh đó, việc chính phủ Việt Nam ban hành Nghị định 146 trong đầu năm 2018 (quy định thuế xuất khẩu xi măng 0% và hoàn thuế VAT đối với các doanh nghiệp xuất khẩu) tạo cơ hội cho Việt Nam trở thành nhà khẩu xi măng chính trong khu vực.

2. Ngành xi măng Việt Nam được dự báo tăng trưởng tích cực trong dài hạn

Theo CW Research và Biinform (*tổ chức nghiên cứu độc lập của Việt Nam về các ngành công nghiệp trong khu vực*), thị trường tiêu thụ xi măng nội địa của Việt Nam sẽ duy trì tăng trưởng tiêu thụ khả quan với mức tăng trưởng kép bình quân CAGR từ 4 – 5% cho giai đoạn 2019 – 2025. Sản lượng xi măng tiêu thụ ước tính sẽ tăng từ mức 0,68 tấn/người vào cuối năm 2018 lên mức 0,89 tấn/người vào cuối năm 2025.

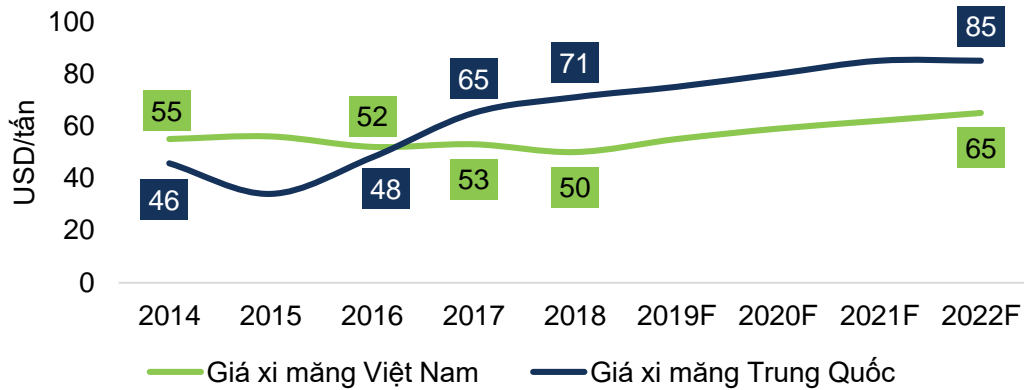
Biểu đồ XVI: Dự báo sản lượng tiêu thụ và sản xuất xi măng Việt Nam 2019 - 2030



Nguồn: Biinform, FPTs tổng hợp

Đồng thời, trước tình hình giảm công suất đột ngột, CW Research dự báo giá xi măng trên thị trường Trung Quốc có khả năng tăng mạnh trong 2019 và 2020 trước khi ổn định dần. CW Research cũng dự báo giá xi măng xuất khẩu Việt Nam có thể đạt mức 65 USD/tấn vào năm 2022 (tăng 30,4% so với 2018) khi các doanh nghiệp Việt Nam chuyển dịch cơ cấu tiêu thụ sang các thị trường xuất khẩu.

Biểu đồ XVII: Dự báo giá xi măng PCB40 của Trung Quốc và Việt Nam 2019 - 2022



Nguồn: CW Research, Hiệp hội xi măng Việt Nam, FPTS tổng hợp

II. Triển vọng doanh nghiệp

Chúng tôi đánh giá triển vọng doanh nghiệp KHẢ QUAN cho giai đoạn 2019 – 2025 dựa vào các yếu tố:

- Khả năng hưởng lợi từ xuất khẩu có thể giúp HOM duy trì sản lượng tiêu thụ và tăng nhanh giá bán
- Tái cấu trúc VICEM loại bỏ các hạn chế về khả năng cạnh tranh và giúp giảm mạnh chi phí sản xuất

Tuy nhiên bên cạnh đó, doanh nghiệp với các thách thức gia tăng gồm có:

- Gia tăng áp lực cạnh tranh từ các đối thủ mới trên địa bàn tiêu thụ chính
- Khó đầu tư mở rộng thêm nhà máy do các hạn chế về vốn huy động

1. HOM có thể hưởng lợi từ những triển vọng tích cực của ngành xi măng khi cải thiện năng lực xuất khẩu trong các năm tới

Với triển vọng xuất khẩu tích cực của ngành xi măng, chúng tôi đánh giá HOM có khả năng:

- Giảm lượng tồn kho xi măng và clinker xuống dưới 5% trên tổng sản lượng sản xuất trong các năm tới
- Tăng tỷ trọng xuất khẩu và xu hướng chuyển dịch sang thị trường xuất khẩu Trung Quốc
- Giá bán của HOM trên thị trường nội địa sẽ tăng dần theo diễn biến ước tính của giá xuất khẩu

Nhờ tiềm năng trên thị trường xuất khẩu được mở rộng, sản phẩm của HOM sẽ có thể cạnh tranh tốt trên thị trường xuất khẩu Phillipines và Trung Quốc.

Bảng IX: So sánh giá bán của xi măng HOM xuất khẩu với xi măng nội địa tại thị trường Phillipines 2019

Loại giá bán	Giá (USD/tấn)	% Giá bán
Giá FOB tại cảng Nghi Sơn	51	52%
+ VAT & thuế xuất khẩu tại Việt Nam	0	0%
+ Chi phí vận chuyển, bảo hiểm đường biển tới cảng Manila	25	25%
+ Chi phí cho đại lý, vận chuyển đường bộ đến khu tiêu thụ	18	19%
+ Thuế tự vệ với mặt hàng xi măng VN	4	4%
= Giá bán tại thị trường Phillipines	98	100%
Giá bán xi măng nội địa tại Phillipines	120	

Nguồn: FPTS ước tính

Bảng X: So sánh giá bán của xi măng HOM xuất khẩu với xi măng nội địa tại thị trường Trung Quốc 2019

Loại giá bán	Giá (USD/tấn)	% Giá bán
Giá FOB tại cảng Nghi Sơn	51	75%
+ VAT & thuế xuất khẩu tại Việt Nam	0	0%
+ Chi phí vận chuyển, bảo hiểm đường biển tới cảng Phòng Thành	5	7%
+ Chi phí cho đại lý, vận chuyển đường bộ đến khu tiêu thụ	12	17%
+ Thuế tự vệ với mặt hàng xi măng VN	0	0%
= Giá bán tại thị trường Trung Quốc	68	100%
Giá bán xi măng nội địa tại Trung Quốc	75	

Nguồn: FPTTS ước tính

Theo doanh nghiệp chia sẻ, với yếu tố tích cực của thị trường xuất khẩu, HOM có khả năng sẽ đẩy mạnh sản lượng xuất khẩu tới các đối tác ở Phillipines và Trung Quốc trong các năm tới. Tuy nhiên để có thể đạt được mục tiêu này, doanh nghiệp kỳ vọng vào việc hoàn thành sớm tổ hợp cảng Đông Hồi (Nghệ An) trong 2020. Cảng Đông Hồi, với khả năng tiếp nhận các đơn hàng xuất khẩu lớn (các tàu 30.000 – 50.000 DWT), sẽ giúp HOM tăng năng lực các đơn hàng xuất đi và đẩy mạnh thị trường xuất khẩu của mình.

Bên cạnh đó, ở thị trường nội địa, Nghệ An - địa bàn hoạt động chính của HOM - đã có kế hoạch mở rộng các khu công nghiệp và cơ sở hạ tầng. Các dự án sắp triển khai bao gồm: 10.000 tỷ đồng hoàn thiện các tuyến quốc lộ trọng yếu xung quanh khu vực thành phố Vinh và 20 dự án với mức đầu tư khoảng 91.000 tỷ đồng gồm các khu công nghiệp, nhà máy nhiệt điện, hạ tầng trạm xá sẽ được triển khai trong giai đoạn 2018 - 2030.

2. Tiến trình tái cấu trúc VICEM, bắt đầu từ việc nói lỏng khâu quản lý đầu vào, có thể cải thiện đáng kể khả năng cạnh tranh của HOM

Việc tái cấu trúc của VICEM trong giai đoạn 2013 – 2020 sẽ giúp HOM giảm chi phí nguyên vật liệu dùng cho sản xuất nhờ cắt giảm khâu quản lý đầu vào.

Bảng XI: Lộ trình tái cấu trúc VICEM 2013 – 2020 ([Quay lại tình hình tài chính](#))

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

Nguồn: VICEM, FPTTS tổng hợp

Để chuẩn bị cho IPO và thoái vốn nhà nước, VICEM đang triển khai: 1. Cắt giảm quản lý nội bộ 2. Giảm áp lực tài chính và cải thiện hoạt động kinh doanh của các thành viên.

Với việc cắt giảm quản lý nội bộ, VICEM bắt đầu từ việc nói lỏng quản lý đầu vào, cho phép các thành viên tự nhập than từ nguồn thương mại. HOM đã ký hợp đồng nhập khẩu than Australia cho năm 2019 với giá ước tính là 2,15 triệu đồng/tấn, thấp hơn giá TKV niêm yết 11% và thấp hơn giá từ VTV 19%, với khối lượng ước tính 40.000 tấn cho năm sản xuất 2019, tương đương với 25% sản lượng than sử dụng hiện tại. Trong các năm tới, việc sử dụng nguồn than thương mại sẽ giúp HOM tiết kiệm được khoảng 4% chi phí than sử dụng.

Đối với khâu quản lý đầu ra, hiện VICEM chưa có kế hoạch rõ ràng về việc bỏ phân vùng tiêu thụ. Tuy nhiên, theo doanh nghiệp chia sẻ, từ 2018, HOM và các thành viên VICEM miền Trung mới được phép mở rộng kinh doanh thêm ở thị trường miền Nam, nơi nguồn cung xi măng còn khan hiếm và giá bán ở mức cao. Cụ thể với HOM, doanh nghiệp được mở rộng địa bàn kinh doanh ra các tỉnh Quảng Bình, Quảng Trị, Tây Nguyên và Cam Ranh. Đồng thời, HOM và một số thành viên VICEM khác cũng được chuyển giao tiếp quản một số trạm nghiền của VICEM tại khu vực miền Nam để giúp thành viên VICEM trong khu vực là xi măng Hà Tiên gia công thêm xi măng và cải thiện sản lượng của VICEM tại thị trường này.

3. Gia tăng áp lực cạnh tranh trực tiếp tại địa bàn chính

Tới năm 2020, HOM sẽ gặp áp lực gia tăng công suất từ các đối thủ lớn trong khu vực tiêu thụ chính. Trong đó, Nghệ An sẽ nhận thêm 2 dây chuyền sản xuất xi măng với tổng công suất 4 triệu tấn/năm (gấp 2,5 lần công suất của HOM) và đưa tổng công suất các nhà máy tại khu vực lên 10,3 triệu tấn (+68% so với hiện tại).

Bảng XII: Chi tiết dây chuyền mở rộng giai đoạn 2 của Vissai Sông Lam và nhà máy xi măng Tân Thắng.

Giai đoạn	Tên dự án	Công suất	Thị trường phân phối (kế hoạch)
2017 - 2020	Giai đoạn 2 nhà máy xi măng Sông Lam	2 triệu tấn/năm	60% xuất khẩu, 40% tiêu thụ nội địa
2018 - 2020	Nhà máy Tân Thắng	2 triệu tấn/năm	30% xuất khẩu, 70% tiêu thụ nội địa

Nguồn: Vissai, Tân Thắng

HOM không có lợi thế cạnh tranh nên khi gặp các đối thủ với công nghệ mới và năng lực sản xuất tốt hơn thì thị phần tại địa bàn chính dễ bị ảnh hưởng. Theo ước tính từ lượng xi măng tiêu thụ của VISSAI Sông Lam giai đoạn I, sau khi giai đoạn II hoàn thành, VISSAI sẽ tiêu thụ thêm 200.000 tấn xi măng, tương đương 7% thị phần tại Nghệ An vào 2020. Còn với Tân Thắng, khoảng 12% sản lượng sản xuất của nhà máy mới sẽ được tiêu thụ tại thị trường Nghệ An, tương đương với 230,000 tấn xi măng (9% thị phần khu vực) theo kế hoạch phân phối đề ra.

Trước sức ép của các đối thủ, chúng tôi đánh giá thị phần nội địa của HOM có thể giảm khoảng 385.000 tấn (18% doanh thu) sau 2020. Lượng tiêu thụ này có khả năng sẽ chuyển dịch dần sang thị trường xuất khẩu.

4. Dự án mới chưa thể triển khai do khó huy động vốn

Trước sức ép cạnh tranh trong khu vực, công ty đã có kế hoạch đầu tư dây chuyền mới. Hiện tại, HOM đang có dự án chờ triển khai là nhà máy Hoàng Mai 2 (Quỳnh Lưu, Nghệ An). Trong đó, chi tiết dự án như sau:

Bảng XIII: Chi tiết dự án Hoàng Mai 2

Tổng vốn	Dự kiến khởi công	Số giai đoạn	Tổng sản lượng	Suất đầu tư	Nguồn vốn
6.678 tỷ đồng	2020 - 2024	2	3 triệu tấn/năm	2,2 triệu VND/tấn	Vay dài hạn nước ngoài

Nguồn: HOM, FPTTS tổng hợp

Dự án Hoàng Mai 2 sẽ nâng tổng công suất của HOM lên 4,6 triệu tấn/năm (gấp 2,9 lần công suất hiện tại). Tuy nhiên, tổng vốn đầu tư của nhà máy quá lớn so với năng lực chi trả của công ty (gấp 3,8 lần tổng tài sản hiện tại). Bộ Tài Chính và tổng công ty VICEM chưa chấp thuận cho các khoản vay theo kế hoạch của HOM do lo ngại về hiệu quả dự án cũng như tình hình tài chính chung của VICEM. Theo chúng tôi đánh giá, dự án này chưa khả thi để triển khai và chúng tôi sẽ không thực hiện đánh giá chi tiết cũng như dự phóng cho khoản mục này.

III. Rủi ro hoạt động kinh doanh

1. Thay đổi chính sách trên thị trường xuất khẩu

Thị trường xuất khẩu của HOM có triển vọng tốt, tuy nhiên mảng này chịu nhiều rủi ro chính sách từ trong nước và quốc tế.

Trong nước: Mặc dù các quy định gần đây của chính phủ (như 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 các giải pháp dài hạn để hạn chế xuất khẩu xi măng, vốn được coi là làm thất thoát tài nguyên quốc gia. Tuy nhiên, do chưa có văn bản rõ ràng về thực hiện đề xuất này, chúng tôi đánh giá các khả năng hạn chế xuất khẩu dừng lại ở rủi ro cần theo dõi.

Quốc tế: xu hướng tăng cường thuế tự vệ trên nhiều thị trường nhập khẩu có thể ảnh hưởng tiêu cực tới triển vọng của HOM. Một số quốc gia nhập khẩu nhiều xi măng gần đây như Phillipines đã có chính sách thuế tự vệ tạm thời 4 USD/tấn xi măng để bảo vệ các nhà sản xuất trong nước. Các quốc gia khác như Trung Quốc cũng có thể cân nhắc áp thuế lên mặt hàng xi măng của Việt Nam trong trường hợp muốn bảo hộ ngành xi măng của nước mình trước làn sóng xuất khẩu gia tăng của thị trường Việt Nam trong thời gian tới.

2. Rủi ro hỏng hóc máy móc thiết bị

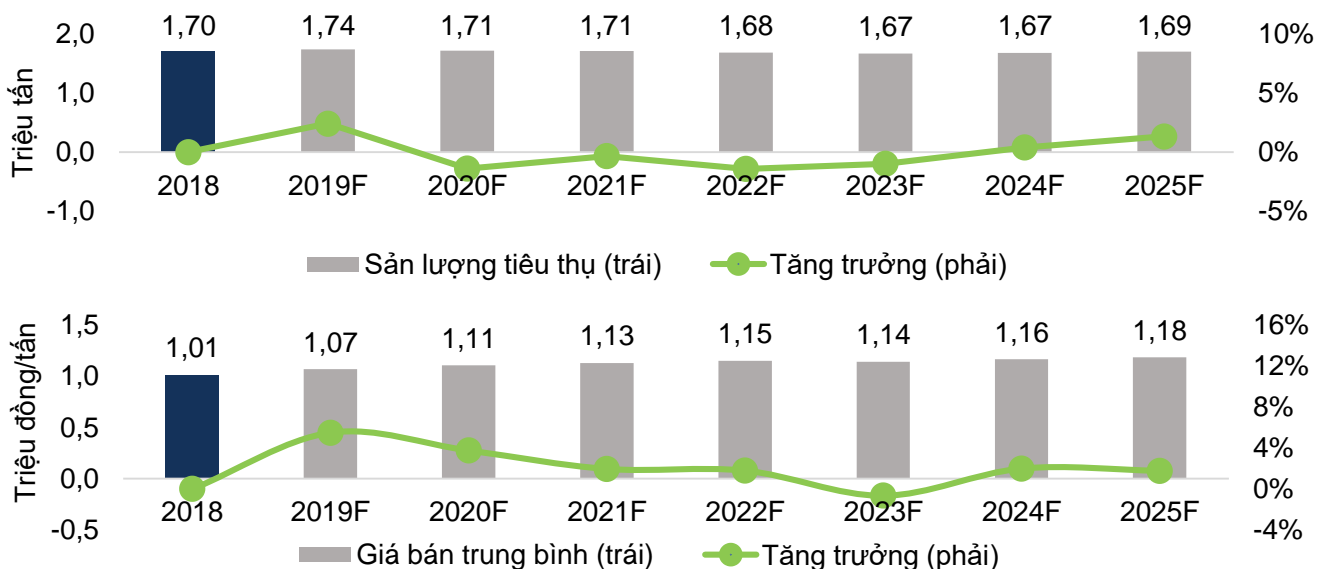
Do dây chuyền đã quá tuổi thọ tối ưu (23 năm vs. 15-20 năm), các thiết bị của HOM cần phải thay thế phụ tùng hàng năm (25 tỷ - khoảng 1,5% doanh thu hàng năm) và có rủi ro hỏng hóc cao hơn, có thể ảnh hưởng tới chất lượng và sản lượng sản xuất của HOM (thời gian dừng có thể lên tới 60 ngày).

DỰ PHÓNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên các phân tích và đánh giá về hoạt động kinh doanh của HOM, chúng tôi đưa ra dự phóng về kết quả kinh doanh của HOM cho giai đoạn 2019 – 2025. Sau khoảng thời gian đó, chúng tôi tạm đánh giá rằng thị trường xi măng sẽ không có thêm biến động đáng kể nào khác và hoạt động của HOM sẽ tiếp tục được duy trì ổn định.

I. Giá bán và sản lượng

Chúng tôi ước tính giá bán và sản lượng của HOM cho các năm tiếp theo như sau:

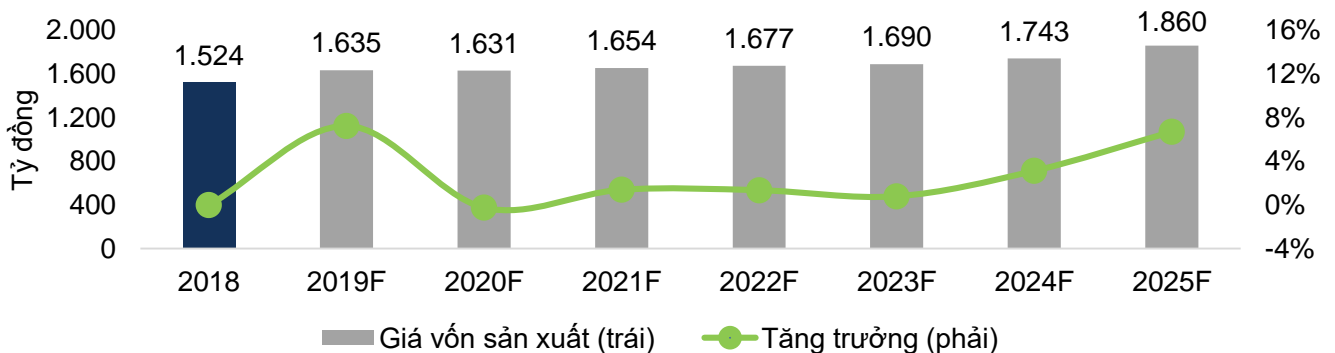


Trong đó, việc dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán của chúng tôi dựa trên các giả định:

- Khả năng sản xuất tối đa của nhà máy hiện tại là khoảng 1,4 triệu tấn clinker/năm (tương đương 1,8 triệu tấn xi măng/năm), với công suất 4100 tấn clinker/ngày và thời gian sản xuất là 350 ngày/năm.
- Mức tiêu thụ HOM được đánh giá theo hiệu quả hoạt động trong các năm trước của HOM theo tương quan chung với toàn ngành.
- Quy mô thị trường của HOM (bao gồm cả xuất khẩu và nội địa) dự kiến tăng trưởng theo mức chung của ngành. Trong đó, thị trường tiêu thụ chính của HOM vẫn sẽ là thị trường trong nước theo mục tiêu quản lý chung của VICEM nhưng giảm dần do cạnh tranh từ các dự án mới và bù lại bằng thị trường xuất khẩu.
- Giá bán sẽ dựa theo mức tăng trưởng dự phóng của giá xi măng xuất khẩu và giá nội địa điều chỉnh theo tỷ trọng xuất khẩu và tiêu thụ nội địa của HOM trong giai đoạn tới.
- Tỷ trọng sản phẩm HOM sẽ chuyển dần sang xi măng rời theo mục tiêu của VICEM (70% bao, 30% rời)

II. Giá vốn và chi phí hoạt động

Chúng tôi thực hiện ước tính giá vốn và chi phí hoạt động cho các năm tiếp theo như sau:

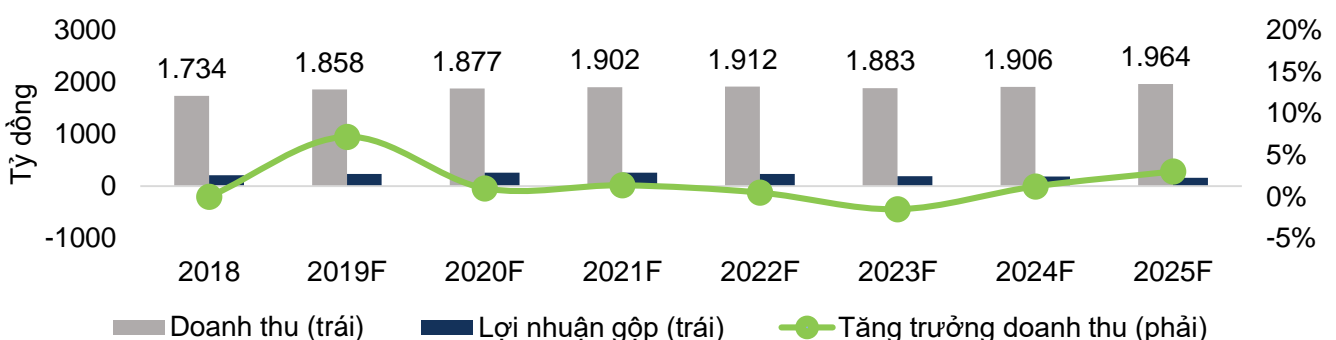


Các giả định cho việc dự phóng chi phí hoạt động và giá vốn sản xuất bao gồm:

- 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 nhân công thay đổi theo kế hoạch tự động hóa dây chuyền HOM cho 10 năm tới.
- Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu được giữ ổn định cho theo mức hoạt động quá khứ.
- Chi phí khấu hao tài sản cố định (bao gồm cả các tài sản dở dang chuẩn bị hoàn thành) sẽ hết trong 11 năm.

III. Doanh thu và lợi nhuận

Từ các dự phóng về sản lượng và chi phí cho các năm tới, chúng tôi thực hiện dự phóng doanh thu cho các năm tới như sau:



TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá HOM sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh EV/EBITDA với trọng số 50:50. Giá trị của cổ phiếu theo 02 phương pháp có mức giá bình quân là **4.480 đồng/cp**, cao hơn 28% so với mức giá đóng cửa ngày 09/07/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

Chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2019 của HOM đạt khoảng 1.883 tỷ đồng (+9% yoy). Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh, không bao gồm lợi nhuận tài chính đạt 44 tỷ đồng (+14% yoy). Lợi nhuận sau thuế ước đạt 23 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS đạt 314 đồng/cp.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền Dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFF	3.991	50%
2	Phương pháp so sánh So sánh EV/EBITDA	4.962	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)		4.480	100%

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	13,28%	Phần bù rủi ro	11,72%
Chi phí sử dụng nợ	6,4%	Hệ số Beta	0,85
Chi phí sử dụng VCSH	15,8%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5,5%	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)	453,22
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	129,16
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)	286,71
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	295,21
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	74
Giá mục tiêu (đồng/cp)	3.991

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 Bim Sơn	BCC	891	1,680	515	4,82
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
VICEM Hoàng Mai	HOM	426	287	178	4,69
Giá mục tiêu	4.962	đồng/cp			

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD (tỷ đồng)	2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	1.422	1.734	1.883	1.900
- Giá vốn hàng bán	1.232	1.524	1.635	1.631
Lợi nhuận gộp	190	209	248	269
- Chi phí bán hàng	79	99	102	105
- Chi phí quản lí DN	83	71	101	100
Lợi nhuận thuần HĐKD	28	39	44	64
- (Lỗ)/lãi HĐTC	1	1	2	2
- Lợi nhuận khác	2	4	2	3
LN trước thuế, lãi vay	31	43	49	70
- Chi phí lãi vay	25	20	19	20
Lợi nhuận trước thuế	6	24	29	50
- Thuế TNDN	1	5	6	10
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0
LNST	5	19	23	40
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNST của cổ đông CT Mẹ	5	19	23	40
EPS (đ)	22	269	314	539
EBITDA	164	170	175	199
Khấu hao	133	127	127	130
Tăng trưởng doanh thu	-10%	22%	9%	1%
Tăng trưởng LN HĐKD	-65%	37%	14%	46%
Tăng trưởng EBIT	-64%	40%	12%	43%
Tăng trưởng EPS	-97%	1.107%	17%	72%
Chỉ số khả năng sinh lời	2017	2018	2019F	2020F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,3%	12,1%	13,1%	14,1%
Tỷ suất LNST	0,4%	1,1%	1,2%	2,1%
ROE DuPont	0,6%	2,0%	2,5%	4,1%
ROA DuPont	0,3%	1,1%	1,4%	2,4%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	2,2%	2,5%	2,6%	3,7%
LNST/LNNTT	85,0%	80,0%	80,0%	80,0%
LNNTT / EBIT	19,7%	54,1%	59,9%	71,7%
Vòng quay tổng tài sản	83,7%	104,3%	112,3%	112,6%
Đòn bẩy tài chính	180,5%	178,5%	176,9%	174,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018	2019F	2020F
Số ngày phải thu	50,7	47,8	44,7	47,4
Số ngày tồn kho	73,9	61,4	62,0	62,9
Số ngày phải trả	93,6	98,4	91,3	91,3
Thời gian luân chuyển tiền	30,95	10,74	15,50	19,02
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017	2018	2019F	2020F
CS thanh toán hiện hành	0,73	0,87	0,94	1,08
CS thanh toán nhanh	0,37	0,51	0,55	0,68
CS thanh toán tiền mặt	0,08	0,18	0,23	0,34
Nợ / Tài sản	0,22	0,17	0,18	0,18
Nợ / Vốn CSH	0,39	0,30	0,32	0,31
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,39	0,30	0,32	0,31
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00
Khả năng TT lãi vay	1,25	2,18	2,49	3,53

CĐKT (tỷ đồng)	2017	2018	2019F	2020F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	55	129	165	243
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	197	227	231	246
+ Hàng tồn kho	250	256	278	281
Tổng tài sản ngắn hạn	502	613	674	770
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	3.130	3.178	3.241	3.305
+ Khấu hao lũy kế	-2.001	-2.128	-2.255	-2.384
+ Giá trị còn lại TS CĐHH	1.129	1.050	987	920
+ Đầu tư tài chính dài hạn	12	12	12	12
Tổng tài sản dài hạn	1.142	1.068	999	932
Tổng Tài sản	1.644	1.680	1.672	1.702
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	316	411	409	408
+ Vay và nợ ngắn hạn	359	287	302	302
+ Quỹ khen thưởng	13	3	5	6
Nợ ngắn hạn	689	701	716	716
+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
+ Phải trả dài hạn khác	34	39	2	2
Nợ dài hạn	34	39	2	2
Tổng nợ	723	740	717	717
+ Thặng dư	19	19	19	19
+ Vốn điều lệ	720	720	741	741
+ LN chưa phân phối	2	22	15	45
Vốn chủ sở hữu	921	941	955	985
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng cộng nguồn vốn	1.644	1.680	1.672	1.702

LCTT (tỷ đồng)	2017	2018	2019F	2020F
Tiền đầu năm	97	55	129	165
Lợi nhuận sau thuế	2	19	23	40
+ Khấu hao	133	127	127	130
+ Điều chỉnh	3	1	3	-2
+ Thay đổi vốn lưu động	-46	48	-70	-26
Tiền từ hoạt động KD	79	188	83	141
+ Chi mua sắm TSCĐ	-79	-48	-63	-63
+ Cho vay, đầu tư các đv	59	0	0	0
Tiền từ hđ đầu tư	-7	-41	-63	-63
+ Vay nợ mới	1.196	1.266	1.327	1.273
+ Trả nợ gốc	-1.283	-1.339	-1.311	-1.273
Tiền từ hoạt động TC	-114	-72	16	-1
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-114	-72	16	-1
Tiền cuối năm	55	129	165	243

PHỤ LỤC
I. Giới thiệu về VICEM ([Quay về tổng quan doanh nghiệp](#)) ([Quay về quản lý thị trường](#))


Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam (VICEM), tiền thân là Liên hiệp các Xi măng 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 8 công ty cung ứng nguyên vật liệu cho các thành viên sản xuất.



Bảng XIV: 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, FPTTS tổng hợp

Bảng XV: 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, FPTTS tổng hợp

II. Các sản phẩm xi măng ([Quay về mục sản phẩm](#))

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 – OPC) : Là loại xi măng phổ biến nhất hiện nay, chỉ sử dụng clinker và thạch cao. Thạch cao được sử dụng như một chất phụ gia làm giảm tốc quá trình đóng rắn xi măng giúp xi măng có đủ thời gian để hình thành cấu trúc xây dựng.
- 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.

Ở Việt Nam, người ta xếp theo tiêu chuẩn chịu lực của xi măng, 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 xi măng sẽ bao gồm: Tên viết tắt của loại xi măng: PC (Portland thông thường) hoặc PCB (Portland hỗn hợp) + Tiêu chuẩn mác của xi măng. Ví dụ: PC40, PCB30, PCB40,...

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 tới các công trình).

Bảng XVI: Các ưu nhược điểm của các sản phẩm xi măng

	Ưu điểm	Nhược điểm
Pốc lãng thông thường (PC)	<ul style="list-style-type: none"> Thời gian đông kết nhanh trong khoảng 3 – 10 ngày đầu Độ bền công trình tốt hơn 	<ul style="list-style-type: none"> Giá thành đắt hơn Yêu cầu về bảo quản nghiêm ngặt hơn Không phù hợp cho một số công trình đặc dụng
Pốc lãng hỗn hợp (PCB)	<ul style="list-style-type: none"> Yêu cầu về bảo quản thấp Lợi nhuận cao với nhà sản xuất do pha trộn nhiều phụ gia giá thành rẻ Phù hợp cho các công trình đặc dụng 	<ul style="list-style-type: none"> Thời gian đông kết chậm hơn Độ bền công trình kém hơn do hàm lượng phụ gia cao
Xi măng bao	<ul style="list-style-type: none"> Dễ kiểm soát chất lượng 	<ul style="list-style-type: none"> Giá thành đắt hơn Chi phí vận chuyển cao hơn Yêu cầu bảo quản cao hơn
Xi măng rời	<ul style="list-style-type: none"> Giá thành rẻ Chi phí vận chuyển thấp Yêu cầu bảo quản thấp 	<ul style="list-style-type: none"> Khó kiểm soát chất lượng Lợi nhuận thấp đối với nhà sản xuất

III. Tiêu chuẩn sản xuất xi măng ([Quay lại sản phẩm & thị trường](#))

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 Việt Nam (TCVN) cho sản xuất xi măng gồm 2 loại

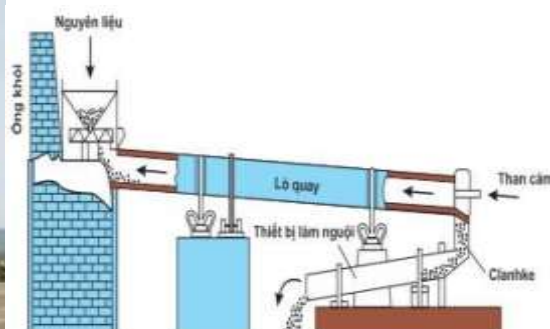
- Tiêu chuẩn xi măng Portland thông thường: TCVN 2682: 2009. Các điểm quan trọng: Không sử dụng phụ gia quá 1% khối lượng sản phẩm. Thời gian bảo quản chất lượng là 60 ngày kể từ ngày sản xuất.
- Tiêu chuẩn xi măng Portland hỗn hợp: TCVN 6260: 2009: Các điểm quan trọng: Không sử dụng phụ gia quá 40% 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 và thời gian bảo quản thấp hơn TCVN.

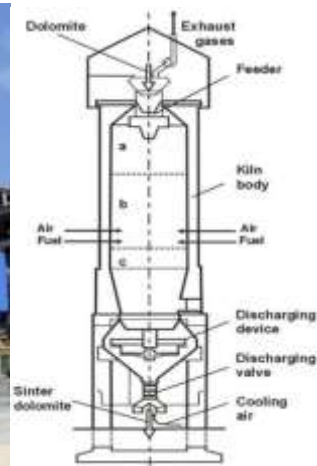
IV. Công nghệ sản xuất xi măng ([Quay lại công nghệ sản xuất](#))

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 XVII: So sánh giữa công nghệ lò đứng và lò quay:

Công nghệ lò đứng	Công nghệ lò quay	
	Lò quay ướt	Lò quay khô
<ul style="list-style-type: none"> • Làm việc gián đoạn do liên tục bị kẹt nguyên liệu • Phối liệu được cấp vào theo từng mẻ, đi từ trên xuống khiến chất lượng nung không đều • Phải trải qua giai đoạn sấy giảm độ ẩm tổn nhiệt trung bình • Lượng khí thải cao nhất 	<ul style="list-style-type: none"> • Làm việc liên tục do nguyên liệu được đảo đều trong quá trình nung • Phối liệu được trộn liên tục nên chất lượng nung đồng đều • Phải trải qua giai đoạn sấy giảm độ ẩm tổn nhiệt lớn • Lượng khí thải trung bình 	<ul style="list-style-type: none"> • Làm việc liên tục do nguyên liệu được đảo đều trong quá trình nung • Phối liệu được trộn liên tục nên chất lượng nung đồng đều • Sử dụng tháp trao đổi nhiệt liên tục sấy trong quá trình sản xuất nên không tốn nhiều nhiệt • Lượng khí thải thấp
Chất lượng sản phẩm không tốt, không ổn định. Hao tổn nhiều năng lượng và hiệu suất thấp	Chất lượng sản phẩm tốt và ổn định. Hao tổn nhiều năng lượng nhất mặc dù hiệu suất cao	Chất lượng sản phẩm tốt và ổn định nhất. Ít hao tổn nhiệt và hiệu suất cao.

Bảng XVIII: 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 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
VICEM Hà Tiên	HT1	TP HCM	Lò quay khô	17 năm	5,5
VICEM Hải Vân	HVX	Đà Nẵng	Lò quay khô	22 năm	0,6
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: FPTIS tổng hợp

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 56 cổ phiếu HOM 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