

Báo cáo ngành

21/04/2022

NGÀNH XI MĂNG

Định giá không hấp dẫn dù lợi nhuận 2022 lấy lại đà tăng trưởng

- Lợi nhuận (LN) ròng 2022 các doanh nghiệp (DN) trong ngành sẽ tăng trưởng dương nhờ mức nền thấp của năm 2021 và sản lượng tiêu thụ phục hồi.
- Chúng tôi cho rằng định giá của nhóm cổ phiếu ngành xi măng hiện không còn hấp dẫn và đã phản ánh triển vọng LN ròng tăng trưởng trong năm 2022.

Xi măng Việt Nam vẫn trong tình trạng dư cung lớn và phụ thuộc xuất khẩu

Sản lượng xi măng & clinker xuất khẩu ngày càng chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tiêu thụ toàn ngành với 42% trong năm 2021, tăng mạnh so với mức 21% của năm 2016. Tuy nhiên sản lượng xuất khẩu tăng cao chủ yếu đến từ việc xuất khẩu clinker sang thị trường Trung Quốc. Việc tập trung bán bán thành phẩm, chi phí vận chuyển tăng cao và phụ thuộc lớn vào một thị trường khiến hiệu quả của hoạt động xuất khẩu là không cao trong thời gian qua. Trong năm 2022, công suất toàn ngành dự kiến sẽ tiếp tục tăng 8% svck và ngành bất động sản tại Trung Quốc chậm lại sẽ khiến cạnh tranh trong ngành tiếp tục duy trì ở mức cao.

LN ròng của các DN trong ngành sẽ quay lại đà tăng trưởng

Mức nền thấp của kết quả kinh doanh năm 2021 giúp tạo dư địa tăng trưởng cho các DN xi măng trong năm 2022. Nhiều DN niêm yết đã công bố kế hoạch LN trước thuế tham vọng trong năm nay với các mức tăng trưởng lớn như HOM (15 tỷ đồng, +455,7% svck); BTS (83 tỷ đồng, +48,6% svck); BCC (200 tỷ đồng, +42,7% svck). Chúng tôi cho rằng dù khó có khả năng tăng giá bán nhưng các DN xi măng niêm yết hoàn toàn có thể cải thiện kết quả kinh doanh trong năm 2022 từ sản lượng tiêu thụ tăng nhờ nhu cầu xi măng tại thị trường nội địa hồi phục (có biên LN gộp tốt) giúp giảm bớt việc xuất khẩu bán thành phẩm – clinker.

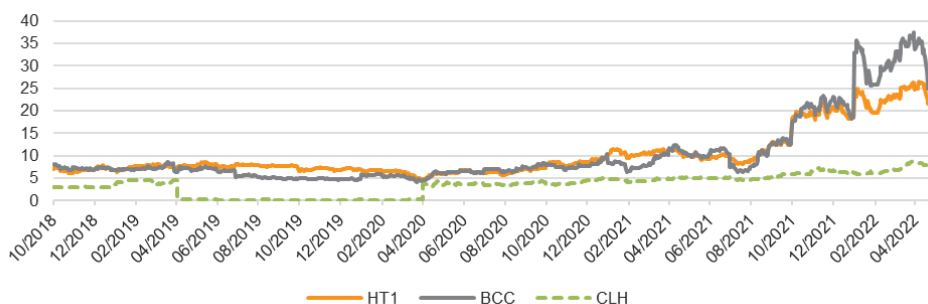
Định giá hiện tại đã phản ánh triển vọng tăng trưởng LN ròng trong năm 2022

Các DN xi măng (bao gồm HT1, BCC) hiện đang được giao dịch ở mức P/E dao động trong khoảng 22-25x, cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành 3 năm là 7x-10x. Mặc dù kỳ vọng LN ròng sẽ được cải thiện trong năm 2022 nhưng mức P/E forward (dựa vào kế hoạch năm 2022) của ngành vẫn ở mức khá cao – khoảng 17-20x. Do đó, chúng tôi cho rằng triển vọng tăng trưởng LN ròng của các DN xi măng đã được phản ánh vào thị giá cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng HT1 và BCC là hai cổ phiếu đáng theo dõi nhờ vị thế hàng đầu trong ngành và sẽ được hưởng lợi chính từ nhu cầu xi măng nội địa tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2022.

Rủi ro của ngành xi măng trong năm 2022

Giá bán thép xây dựng và xi măng hiện đã ghi nhận mức tăng lần lượt 15% và 7% so với đầu năm. Với việc thường chiếm tới 15-20% chi phí xây dựng, chúng tôi cho rằng tiến độ tại các dự án xây dựng sẽ bị ảnh hưởng đáng kể, từ đó nhu cầu xi măng thực tế có thể thấp hơn dự kiến. Trong khi đó, giá than nhiệt tiếp tục duy trì ở mức cao do cuộc xung đột giữa Nga-Ukraine kéo dài hơn dự kiến sẽ khiến biên LN gộp của các DN trong ngành suy giảm mạnh trong năm 2022.

Hình 1: Định giá P/E cổ phiếu xi măng đang ở mức cao hơn đáng kể so với mức trung bình 3 năm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

ĐỊNH GIÁ KHÔNG HẤP DẪN DÙ LỢI NHUẬN 2022 LẤY LẠI ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

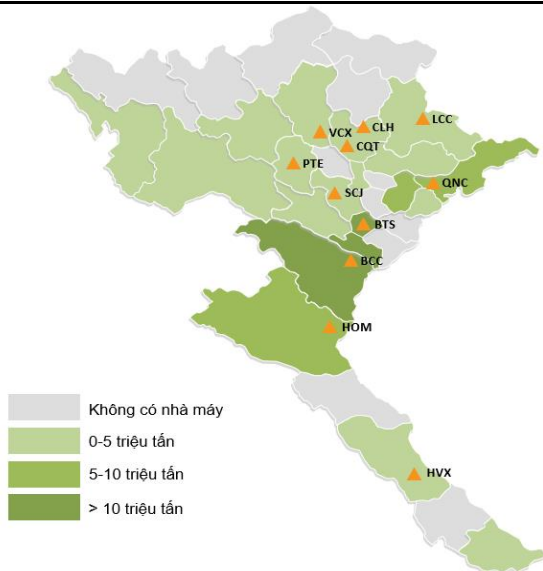
Giai đoạn 2022-23: Tái cấu trúc ngành xi măng Việt Nam – lấy thị trường nội địa làm động lực tăng trưởng, tăng tính hiệu quả kinh tế theo quy mô

Tình trạng dư cung và cạnh tranh gay gắt trong ngành vẫn sẽ tiếp diễn trong giai đoạn 2022-23

Ngành xi măng Việt Nam đang ở trong tình trạng “vừa thừa, vừa thiếu”: (1) dư thừa nguồn cung xi măng khi công suất sản xuất vượt quá nhu cầu thị trường nội địa và (2) thiếu các nhà máy xi măng quy mô lớn.

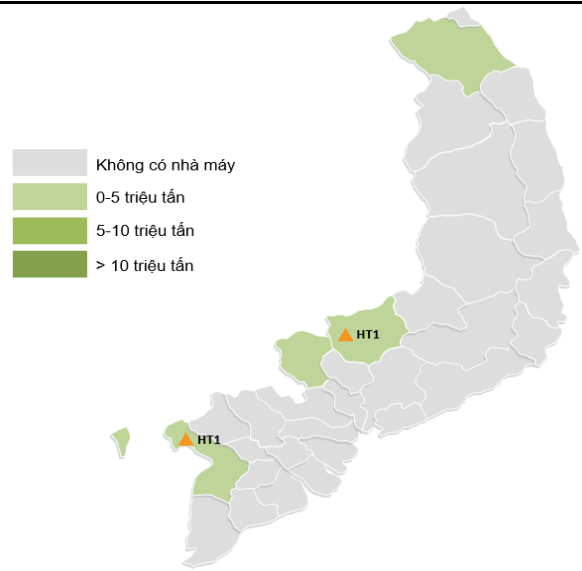
Trong khi nhu cầu xi măng nội địa hiện nay chỉ đạt dưới 65 triệu tấn thì quy mô công suất toàn ngành đã lên tới gần 107 triệu tấn (thực tế có thể sản xuất khoảng 120-130 triệu tấn thành phẩm nếu điều chỉnh tỷ lệ trộn phụ gia). Điều này dẫn đến tình trạng dư cung trầm trọng (đặc biệt tại khu vực miền Bắc) và ngày càng phụ thuộc vào xuất khẩu của xi măng Việt Nam.

Hình 2: Dư thừa công suất sản xuất xi măng tại khu vực miền Bắc – Bắc Trung Bộ



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

Hình 3: Công suất sản xuất xi măng không đáng kể tại khu vực miền Nam – Nam Trung Bộ - Tây Nguyên



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

Mặc dù vậy, có tới 41/87 dây chuyền sản xuất tại Việt Nam có công suất dưới 1 triệu tấn/năm, chiếm 21% tổng sản lượng toàn ngành. Theo ước tính của chúng tôi, quy mô tối thiểu để một nhà máy xi măng đạt được hiệu quả kinh tế là 2 triệu tấn/năm và mỗi doanh nghiệp phải có công suất tối thiểu 5-10 triệu tấn/năm để đảm bảo hiệu quả trong dài hạn thông qua việc tiết kiệm chi phí. Việc thiếu hiệu quả sản xuất theo quy mô và tình trạng dư cung kéo dài là những lý do chính hạn chế khả năng sinh lời của các doanh nghiệp trong ngành, theo quan điểm của chúng tôi.

Nhận thức được vấn đề này, Chính phủ Việt Nam gần đây đã tích cực nâng các rào cản gia nhập ngành xi măng, đặc biệt chỉ cấp phép cho những dự án lớn (trên 2 triệu tấn/năm) nhằm giảm bớt tình trạng phân mảnh của thị trường. Tuy nhiên trong ngắn hạn việc cấp phép xây dựng nhà máy mới sẽ khiến tình trạng dư cung thêm nghiêm trọng.

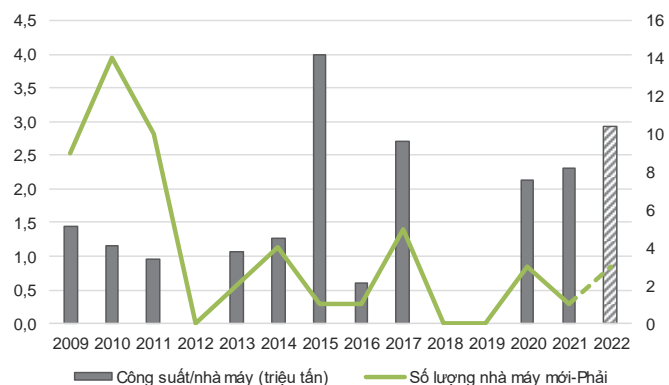
Dự kiến trong năm 2022 sẽ có thêm 3 dây chuyền xi măng (tổng công suất 8,8 triệu tấn/năm) đi vào hoạt động, bao gồm Xuân Thành 3, Long Thành và Đại Dương 1. Tổng công suất toàn ngành năm 2022 sẽ tăng lên 115,4 triệu tấn/năm, tăng 8% so với cuối năm 2021. Đáng chú ý, 3 dây chuyền mới được đặt tại Hà Nam và Thanh Hóa – hai tỉnh có công suất thiết kế lớn nhất Việt Nam, qua đó càng làm tăng cạnh tranh tại khu vực miền Bắc.

Hình 4: Các dây chuyền sản xuất xi măng tại Việt Nam chủ yếu có công suất nhỏ

Công suất dây chuyền (triệu tấn/năm)	Số dây chuyền
< 1 triệu tấn	41
1-2 triệu tấn	30
2-3 triệu tấn	14
3-5 triệu tấn	2
Tổng	87

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

Hình 5: Các dây chuyền sản xuất xi măng mới có quy mô lớn hơn 2 triệu tấn/năm



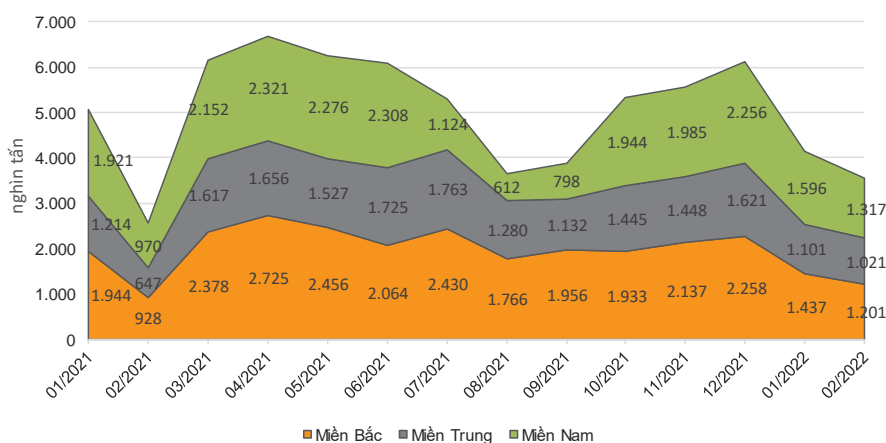
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa tăng trưởng 6%/5% svck trong giai đoạn 2022-23

- **Nhu cầu xi măng nội địa năm 2021 chưa thể hồi phục lại mức trước dịch bệnh**

Kể từ khi dịch bệnh Covid-19 bùng phát tại Việt Nam trong năm 2020, các đợt giãn cách xã hội lớn đã làm ảnh hưởng đáng kể đến tiến độ của các công trình xây dựng, kéo theo nhu cầu xi măng nội địa suy giảm. Theo số liệu của Hiệp hội Xi măng Việt Nam (VNCA), sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa năm 2020 đạt 62,1 triệu tấn (-4,3% svck) và là lần đầu tiên ghi nhận mức giảm so với cùng kỳ kể từ năm 2013. Tương tự trong năm 2021, khi dịch bệnh Covid-19 bùng phát mạnh trong tháng 4-11 đã khiến sản lượng tiêu thụ xi măng cả năm chỉ đạt 62,7 triệu tấn, tăng nhẹ 1% svck. Đáng chú ý, khi chính phủ ban hành Chỉ thị giãn cách xã hội trong tháng 7/2021 đã khiến sản lượng tiêu thụ xi măng tại khu vực miền Nam giai đoạn tháng 7-9/2021 chỉ đạt 2,5 triệu tấn (-53% svck).

Hình 6: Sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa quý 3/2021 giảm mạnh 23,7% svck do ảnh hưởng của các lệnh giãn cách xã hội, đặc biệt tại khu vực miền Nam



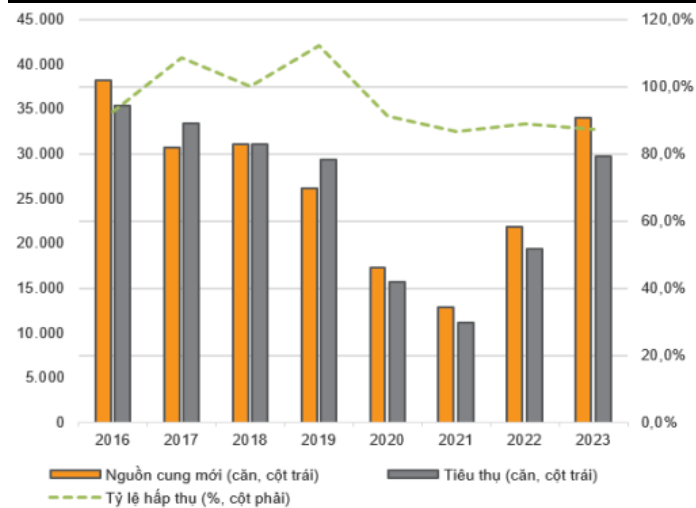
Lưu ý: sản lượng tiêu thụ xi măng thấp trong tháng 2/2021 do trùng đợt nghỉ Tết nguyên đán kéo dài

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

- **Phát triển cơ sở hạ tầng và thị trường BĐS sôi động là động lực tăng trưởng chính cho nhu cầu xi măng nội địa giai đoạn 2022-23**

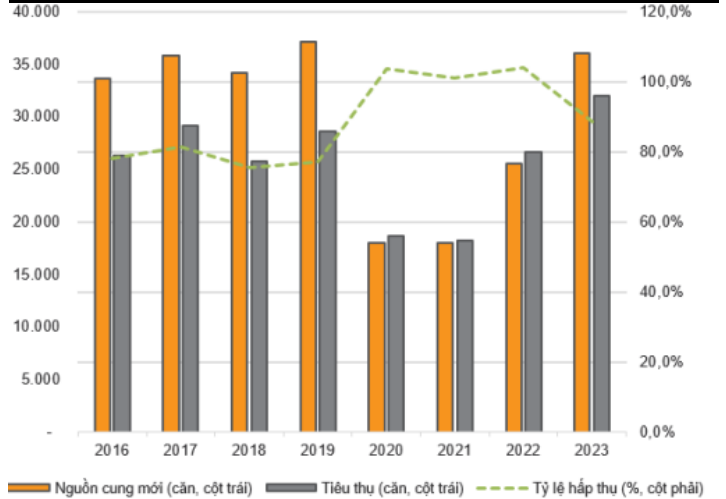
Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại cả Hà Nội & TP.Hồ Chí Minh đều đã chạm đáy vào năm 2021 và sẽ hồi phục mạnh mẽ lần lượt 40-60% svck trong năm 2022 nhờ (1) các nút thắt pháp lý trong cấp phép đầu tư dự án mới được nới lỏng và (2) dịch bệnh được kiểm soát tốt giúp hoạt động xây dựng không bị gián đoạn. Bên cạnh đó, loại hình bất động sản nghỉ dưỡng cũng sẽ hồi phục nhanh chóng trong thời gian tới nhờ sự hồi phục của thị trường du lịch Việt Nam.

Hình 7: Nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM được kỳ vọng sẽ phục hồi từ 2022 nhờ nới lỏng pháp lý



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 8: Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội phục hồi trong 2022 nhờ đóng góp ổn định từ các đại dự án của Vinhomes



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Chúng tôi tin rằng giải ngân vốn đầu tư công năm 2022 sẽ tăng 20-30% so với giải ngân thực tế năm 2021 nhờ: (1) nguồn vốn bổ sung phát triển kết cấu hạ tầng từ gói kích thích kinh tế mới được thông qua; (2) nút thắt thiếu đá xây dựng và đất đắp đã được giải quyết khi Chính phủ cấp phép khai thác cho các mỏ mới; (3) giá vật liệu xây dựng như sắt thép, xi măng, đá xây dựng được dự báo sẽ giảm trong năm tới; (4) thực tế giải ngân vốn đầu tư công năm 2021 ở mức thấp, chỉ đạt 85% kế hoạch cả năm; và (5) nhiều dự án hạ tầng giao thông trọng điểm đã hoàn thành công tác chuẩn bị, giải phóng mặt bằng và sẽ bắt đầu thi công các hạng mục chính vào năm sau (hình 10). Chính phủ cũng cho biết sẽ tập trung đẩy nhanh tiến độ các dự án hạ tầng lớn trong năm 2022 như Sân bay Long Thành, cao tốc Bắc-Nam,...

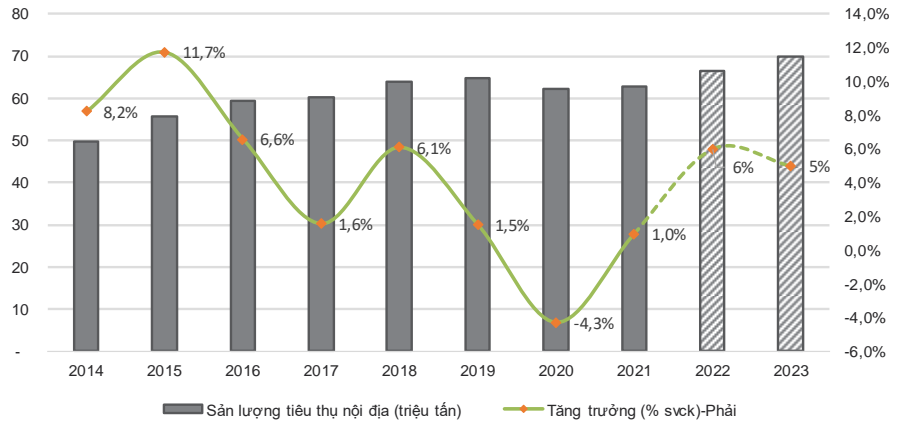
Hình 9: Tiến độ các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm giai đoạn 2021 - 2026

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ thi công dự kiến								
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Cam Lộ - La Sơn	7.700									
Cao Bồ - Mai Sơn	1.600									
Cầu Mỹ Thuận 2	5.000									
Mai Sơn - Quốc lộ 45	12.920									
Vĩnh Hảo - Phan Thiết	10.853									
Phan Thiết - Dầu Giây	14.360									
Nghi Sơn - Diễn Châu	8.380									
Quốc lộ 45 - Nghi Sơn	6.330									
Diễn Châu - Bãi Vọt	13.340									
Nha Trang - Cam Lâm	7.615									
Cam Lâm - Vĩnh Hảo	13.690									
12 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 1)	146.990									
Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)	109.112									
Tổng	357.890									

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GIAO THÔNG VẬN TẢI

Do đó chúng tôi kỳ vọng nhu cầu xi măng nội địa năm 2022-23 sẽ phục hồi mạnh mẽ và sản lượng tiêu thụ cao hơn mức trước dịch, đạt lần lượt 66,5-69,8 triệu tấn (tăng 6%-5% svck).

Hình 10: Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu xi măng nội địa sẽ tăng trưởng lần lượt 6%-5% svck trong năm 2022-23



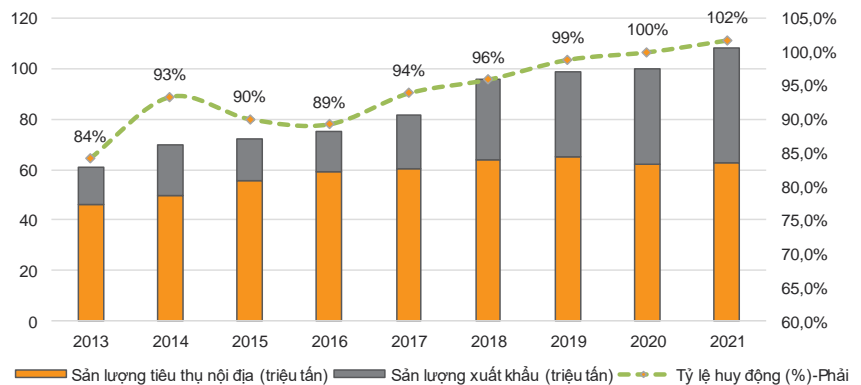
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

Sản lượng xuất khẩu xi măng & clinker của Việt Nam sẽ chứng lại trong giai đoạn 2022-23, theo quan điểm của chúng tôi

- **Thị trường xuất khẩu là “phao cứu sinh” – giải quyết tình trạng dư cung trầm trọng ngành xi măng Việt Nam giai đoạn 2017-21**

Nhằm giảm thiểu tình trạng ô nhiễm môi trường và thiếu điện sản xuất, chính phủ Trung Quốc đã buộc nhiều nhà máy xi măng phải dừng sản xuất từ năm 2017. Kết quả là Trung Quốc từ nước xuất khẩu clinker số 1 thế giới trong năm 2016 thì cuối năm 2017 lại trở thành nước nhập khẩu. Hưởng lợi từ xu hướng trên, xuất khẩu xi măng của Việt Nam đã liên tục tăng trưởng mạnh mẽ và đạt 45,7 triệu tấn trong năm 2021, tăng 20,2% svck và gấp 3 lần so với năm 2016.

Hình 11: Thị trường xuất khẩu là động lực chính giúp tỷ lệ huy động (tổng sản lượng tiêu thụ xi măng & clinker/công suất thiết kế sản xuất xi măng) toàn ngành xi măng đạt 102% trong năm 2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

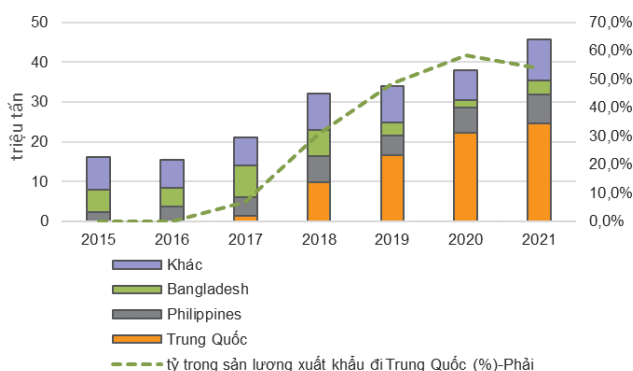
Trung Quốc cũng là thị trường xuất khẩu lớn nhất của xi măng Việt Nam ở cả sản lượng (24,6 triệu tấn, chiếm 54% tổng sản lượng xuất khẩu) và giá trị (918 triệu USD, tương đương 52%) trong năm 2021. Chúng tôi cho rằng việc đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng nhằm kích thích nền kinh tế sau dịch bệnh đã giúp nhu cầu xi măng & clinker tại quốc gia tỷ dân tăng cao trong năm vừa qua.

Với thị trường xuất khẩu là động lực tăng trưởng chính, tổng sản lượng tiêu thụ xi măng & clinker của Việt Nam trong năm 2021 ghi nhận mức cao kỷ lục là 108,4 triệu tấn (+8,3% svck), giúp tỷ lệ huy động toàn ngành tăng 2 điểm % svck lên mức 102%.

Mặc dù sản lượng tăng trưởng mạnh mẽ nhưng hiệu quả trong hoạt động xuất khẩu lại không cao khi tỷ trọng sản phẩm bán thành phẩm – clinker thường xuyên ở mức cao, chiếm 63% tổng sản lượng xuất khẩu năm 2021. Theo VNCA, xuất khẩu clinker sẽ làm giảm ít nhất 30-35% giá trị sản phẩm và các doanh nghiệp Việt Nam sẽ không được hưởng lợi từ phần giá trị gia tăng của xi măng thành phẩm.

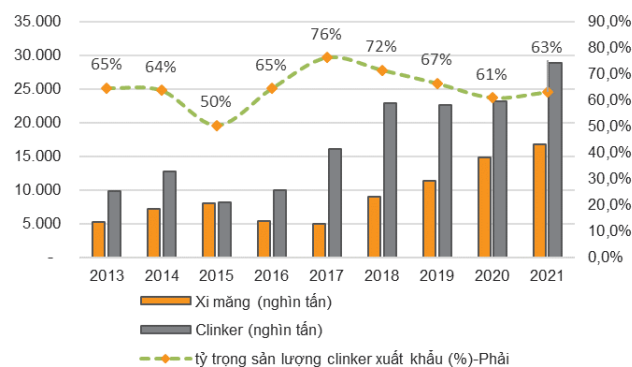
Trước áp lực dư cung lớn, xuất khẩu là kênh tiêu thụ quan trọng giúp ngành xi măng Việt Nam giảm áp lực hàng tồn kho và cạnh tranh trong thị trường nội địa. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng việc chi phí vận chuyển tăng cao và rủi ro bị ép giá (do phụ thuộc lớn vào một thị trường – Trung Quốc) sẽ không giúp các doanh nghiệp xi măng Việt cải thiện lợi nhuận từ việc sản lượng xuất khẩu tăng thêm trong ngắn hạn.

Hình 12: Xi măng Việt Nam xuất khẩu ngày càng phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

Hình 13: Xuất khẩu clinker cao hơn đáng kể so với xi măng thành phẩm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

• **Thị trường bất động sản dân cư Trung Quốc chậm lại gây áp lực cho xuất khẩu xi măng & clinker của Việt Nam trong năm 2022-23**

Rủi ro chính đối với nhu cầu xi măng Trung Quốc trong năm 2022 là sự suy yếu của lĩnh vực bất động sản dân dụng, vốn chiếm 30-35% tổng tiêu thụ xi măng quốc gia này. Ngành bất động sản Trung Quốc vẫn đang gặp áp lực về thanh khoản với việc một loạt nhà phát triển lớn đối mặt với việc vỡ nợ. Điều này dẫn đến việc khởi công mới tại các dự án bất động sản giảm đáng kể trong nửa cuối năm 2021 (hình 16) và tổng doanh số bán căn hộ của 100 nhà phát triển hàng đầu Trung Quốc đã giảm 40% svck trong tháng 1/2022. Tâm lý tiêu cực trong giao dịch căn hộ cũng lan ra phân khúc đất nền khi doanh số mở bán tại 50 thành phố lớn nhất Trung Quốc đã giảm 80% svck trong tháng đầu năm 2022. Xu hướng này sẽ gián tiếp ảnh hưởng đến chi tiêu của chính phủ trong thời gian gần do việc bán đất nền thường chiếm tỷ trọng đáng kể trong nguồn thu của chính quyền địa phương.

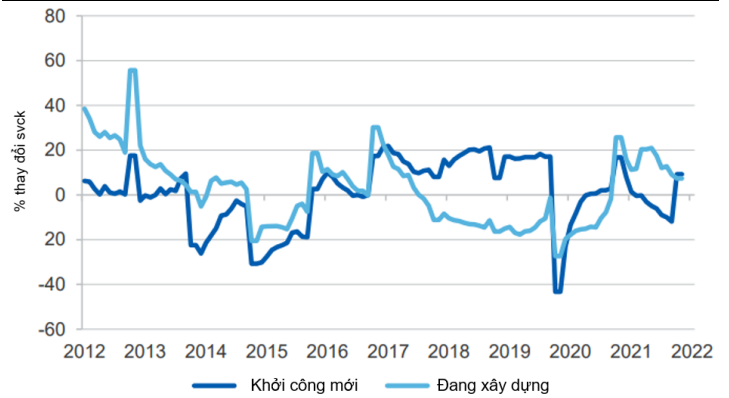
Trong khi đó, sau khi giảm bớt các biện pháp kích thích kinh tế trong nửa cuối năm 2021, chính phủ Trung Quốc lại đang cho thấy khả năng sẽ quay lại chính sách mở rộng trong thời gian tới với trọng tâm là tăng đầu tư cơ sở hạ tầng mới, đây sẽ là động lực thúc đẩy nhu cầu xi măng tại quốc gia này. Trung Quốc dự kiến sẽ công bố tổng ngân sách 230 tỷ USD (cao hơn 7,1% svck) giành cho 102 dự án cơ sở hạ tầng lớn (bao gồm cả đường bộ, đường sắt, điện, khu công nghiệp,...) trong quý 2/2022 và dòng vốn này dự kiến sẽ tạo ra khối lượng công việc lớn cho hoạt động xây dựng từ nửa cuối năm 2022.

Hình 14: Chỉ số tăng trưởng tổng mức đầu tư cho cơ sở hạ tầng tại Trung Quốc (% svck)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

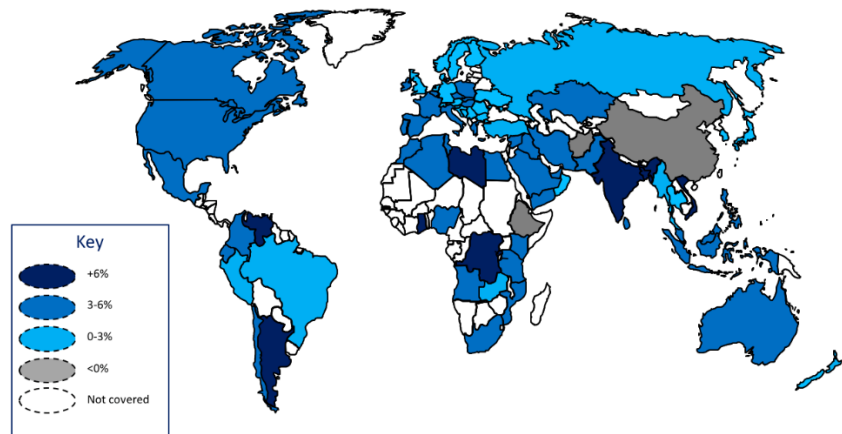
Hình 15: Ngành bất động sản dân cư tại Trung Quốc



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DISR

Mặc dù vậy, theo đơn vị tư vấn xi măng toàn cầu – IA Cement dự báo nhu cầu tiêu thụ xi măng tại Trung Quốc vẫn sẽ giảm svck trong năm 2022 do tác động tiêu cực của ngành bất động sản là lớn hơn.

Hình 16: Nhu cầu xi măng tại Trung Quốc được dự báo sẽ giảm trong năm 2022

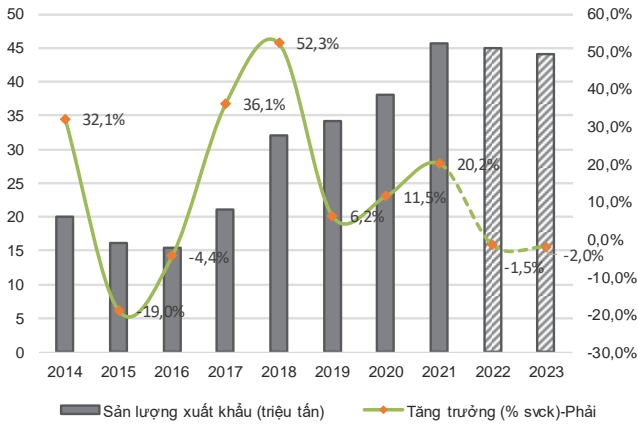


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IA CEMENT

Bên cạnh đó, nghị định 101/2021/NĐ-CP cho biết thuế xuất khẩu clinker dự kiến sẽ tăng từ 5% lên 10% từ ngày 1/1/2023 nhằm hạn chế xuất khẩu khoáng sản. Xuất khẩu clinker giảm sẽ làm tăng áp lực cạnh tranh lên thị trường trong nước. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc tăng 5% thuế xuất khẩu sẽ không gây ảnh hưởng quá lớn đến sản lượng xuất khẩu của Việt Nam khi tình trạng dư cung tại thị trường nội địa vẫn rất lớn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu xi măng & clinker của Việt Nam sẽ giảm lần lượt 1,5%-2,0% svck trong năm 2022-23 xuống mức 45 triệu tấn.

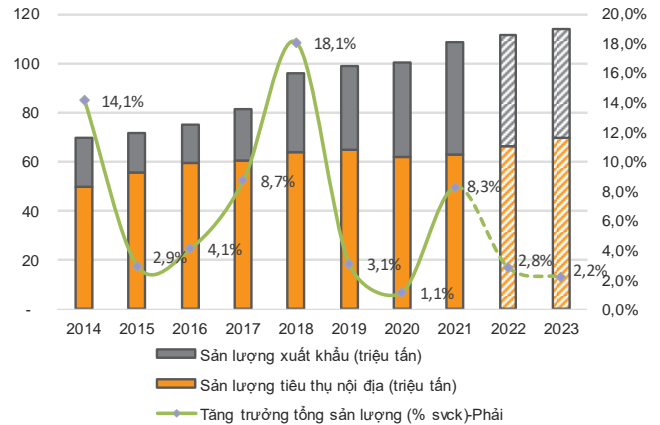
Như vậy, tổng tiêu thụ xi măng & clinker ngành xi măng Việt Nam sẽ đạt lần lượt 111,5-113,9 triệu tấn (tăng 2,8%-2,2% svck) trong năm 2022-23, theo dự phóng của chúng tôi.

Hình 17: Sản lượng xuất khẩu xi măng sẽ chứng lại trong năm 2022-23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

Hình 18: Thị trường nội địa sẽ là động lực tăng trưởng chính cho xi măng Việt Nam trong năm 2022-23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

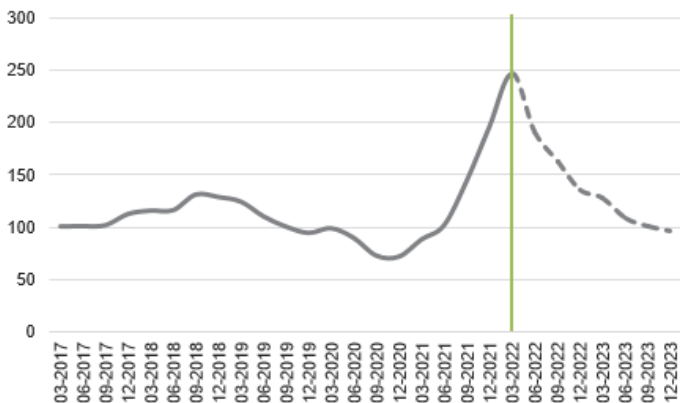
Nguyên liệu than đầu vào đứng trước nguy cơ thiếu hụt nguồn cung và giá bán tăng

Theo VNCA, than là nguyên liệu đầu vào quan trọng nhất, thường chiếm khoảng 35-40% giá thành sản xuất xi măng. Trong đó, 66% lượng than phải nhập khẩu, do đó giá thành sản xuất xi măng tại Việt Nam phụ thuộc lớn vào giá than trên thị trường quốc tế.

Thời tiết mưa ẩm tại vùng Đông Bắc Australia, nhu cầu sử dụng nhiên liệu tăng cao sau đại dịch và cuộc xung đột Nga-Ukraine là các nguyên nhân chính khiến giá than nhiệt toàn cầu tăng mạnh kể từ quý 3/2021. Theo Bộ Công nghiệp, Khoa học, Năng lượng và Tài nguyên Australia (DISR), trung bình giá than nhiệt quý 1/2022 tại Newcastle đạt 247 USD/tấn, tăng 180% svck và 26% sv quý trước đó.

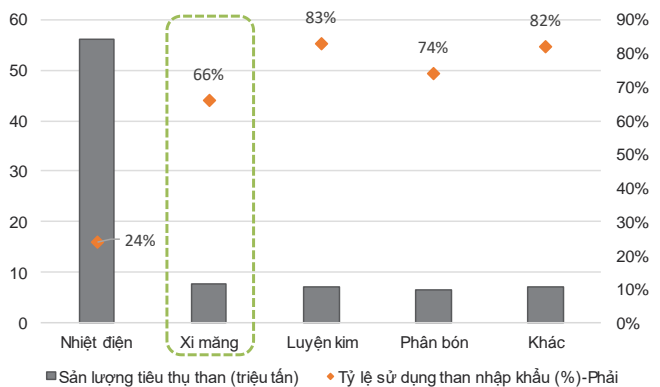
Bên cạnh đó, Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) mới đây cũng đã thông báo nhiều nhà máy nhiệt điện đã phải dừng hoặc giảm phát vì thiếu than (thiếu 1,4 triệu tấn so với hợp đồng đã ký trong quý 1/2022), gây ra rủi ro thiếu điện trong quý 2/2022. Chúng tôi tin rằng nhiệt điện sẽ được ưu tiên hàng đầu trong việc huy động than, do đó các nhà máy xi măng tại Việt Nam có thể sẽ gặp tình trạng thiếu than sản xuất trong thời gian tới.

Hình 19: Giá than nhiệt 6000kcl/kg tại Newcastle (Australia) trong quý 1/2022 đã tăng 180% svck và 26% sv quý trước đó



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DISR

Hình 20: Tiêu thụ than của các ngành công nghiệp Việt Nam năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TKV, HIỆP HỘI NĂNG LƯỢNG VN

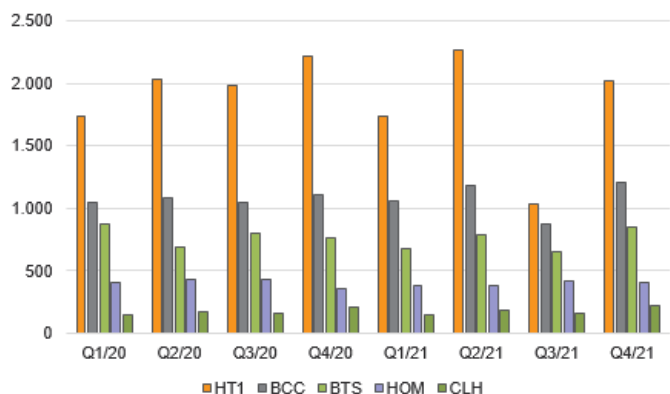
Xi măng cũng là ngành sản xuất thâm dụng điện năng, chi phí điện chiếm tới 15-20% giá thành thành phẩm. Mặc dù EVN đã cam kết không tăng giá điện trong năm 2022, chúng tôi cho rằng chi phí sản xuất điện của các doanh nghiệp xi măng vẫn sẽ tăng trong năm nay khi các gói hỗ trợ giảm giá điện của chính phủ trong năm 2021 kết thúc.

Trước áp lực chi phí sản xuất tăng cao, các doanh nghiệp xi măng cũng đã đồng loạt tăng giá bán từ 100.000-150.000 đồng/tấn (tăng 7-10% so với đầu năm) trong cuối tháng 3/2022.

KQKD năm 2022 của các doanh nghiệp trong ngành được kỳ vọng sẽ hồi phục từ mức thấp của năm 2021

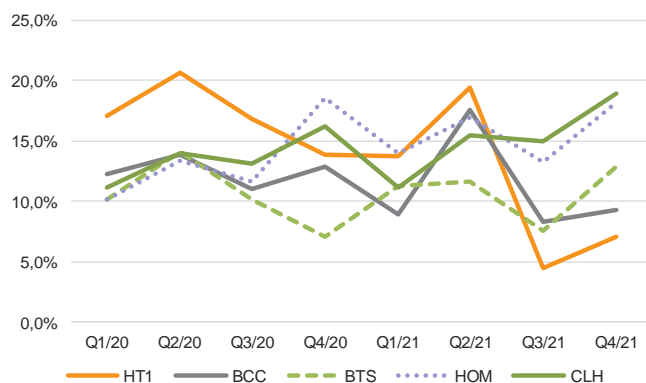
Hầu hết các doanh nghiệp xi măng đều ghi nhận kết quả kinh doanh kém khả quan trong nửa cuối năm 2021 do sản lượng tiêu thụ giảm và chi phí than đầu vào tăng cao. Đáng chú ý, doanh nghiệp xi măng đầu ngành – HT1 đã ghi nhận biên lợi nhuận gộp quý 3/2021 chỉ 4,4%, giảm 12,4 điểm % svck và là mức thấp nhất kể từ khi niêm yết. Chỉ duy nhất CLH là doanh nghiệp có thể duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức cao trong nửa cuối năm 2021 nhờ được hưởng lợi từ giá bán xi măng tăng trong khi giá than đầu vào được ký hợp đồng trước đó với công ty mẹ là Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng sản Việt Nam (TKV).

Hình 21: Doanh thu của các doanh nghiệp xi măng niêm yết (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 22: Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp xi măng niêm yết



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mức nền thấp của kết quả kinh doanh 2021 giúp tạo dư địa tăng trưởng cho các công ty xi măng trong năm 2022. Nhiều doanh nghiệp niêm yết đã công bố kế hoạch lợi nhuận trước thuế (LNTT) tham vọng trong năm nay với các mức tăng trưởng lớn như HOM (15 tỷ đồng, +455,7% svck); BTS (83 tỷ đồng, +48,6% svck); BCC (200 tỷ đồng, +42,7% svck). Bất chấp khả năng chuyển đổi rủi ro tăng giá nguyên vật liệu đầu vào sang người mua hạn chế (tăng giá bán đầu ra thấp hơn), chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp xi măng niêm yết hoàn toàn có thể cải thiện kết quả kinh doanh trong năm 2022 nhờ nhu cầu xi măng tại thị trường nội địa hồi phục (có biên lợi nhuận tốt) giúp giảm bớt việc xuất khẩu bán thành phẩm – clinker.

Hình 23: Hầu hết các doanh nghiệp xi măng niêm yết đều đạt kết quả kinh doanh năm 2022 tăng trưởng dương

Công ty	Thực hiện 2021				Kế hoạch 2022				% svck			
	Sản lượng (nghìn tấn)		Doanh thu (tỷ đồng)	LNTT (tỷ đồng)	Sản lượng (nghìn tấn)		Doanh thu (tỷ đồng)	LNTT (tỷ đồng)	Sản lượng (nghìn tấn)		Doanh thu (tỷ đồng)	LNTT (tỷ đồng)
	Xi măng	Clinker			Xi măng	Clinker			Xi măng	Clinker		
HT1	5.995	502	7.089	462	6.412	570	7.857	502	7,0%	13,5%	10,8%	8,7%
BCC	4.030	1.093	4.330	140	4.355	950	4.719	200	8,1%	-13,1%	9,0%	42,7%
BTS	3.229	638	3.001	62	3.400	600	3.272	93	5,3%	-6,0%	9,0%	48,6%
HOM	1.576	501	1.839	3	1.730	230	1.811	15	9,8%	-54,1%	-1,5%	455,7%
CLH	726	80	734	68	690	50	680	56	-5,0%	-37,3%	-7,4%	-17,6%

Lưu ý: dữ liệu của BCC là của công ty mẹ

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng kết quả kinh doanh hồi phục trong năm 2022 đã được phản ánh đáng kể vào giá cổ phiếu

Các doanh nghiệp xi măng (bao gồm HT1, BCC) hiện đang được giao dịch ở mức rất cao, giao động trong khoảng 22-25x, cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành 3 năm là 7x-10x. Mặc dù triển vọng tăng trưởng lợi nhuận ròng trong năm 2022 là khả quan nhưng chúng tôi cho rằng mức P/E forward (dựa trên kế hoạch năm 2022) của ngành vẫn ở mức khá cao – khoảng 17-20x. Do đó, chúng tôi cho rằng triển của các doanh nghiệp xi măng đã được phản ánh hết vào thị giá cổ phiếu.

Hình 24: Định giá P/E của các doanh nghiệp xi măng niêm yết



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 25: So sánh các công ty xi măng Việt Nam (dữ liệu ngày 20/04/2022)

Công ty	MCK	Giá hiện tại đồng	Vốn hóa triệu USD	Tỷ suất cổ tức %	Kế hoạch tăng trưởng năm 2022 (%)		P/E (x)		EPS 3 năm CAGR (%)	P/BV (x) hiện tại	EV / EBITDA (x)	ROE (%)
					Doanh thu	LNTT	TTM	KH 2022				
CTCP Xi măng Hà Tiên 1	HT1 VN	20.900	347,1	5,7%	10,8%	8,7%	21,6	19,9	(7,4)	1,5	8,0	7,0
CTCP Xi măng Bim Sơn	BCC VN	17.100	91,7	1,8%	9,0%	42,7%	25,0	16,5	(1,4)	1,0	5,2	3,9
CTCP Xi măng Vicem Bút Sơn	BTS VN	11.700	62,9	0,0%	9,0%	48,6%	28,9	19,4	139,6	1,0	7,0	3,5
CTCP Xi măng Vicem Hoàng Mai	HOM VN	8.600	26,9	0,0%	-1,5%	455,7%	309,7	51,6	(6,0)	0,7	4,4	(0,1)
CTCP Xi măng La Hiên VVMI	CLH VN	36.300	19,0	6,9%	-7,4%	-17,6%	8,0	9,7	21,1	2,1	2,8	27,8

Trung bình

109,5 2,9% 4,0% 107,6% 78,6 23,4 29,2 1,3 5,5 8,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

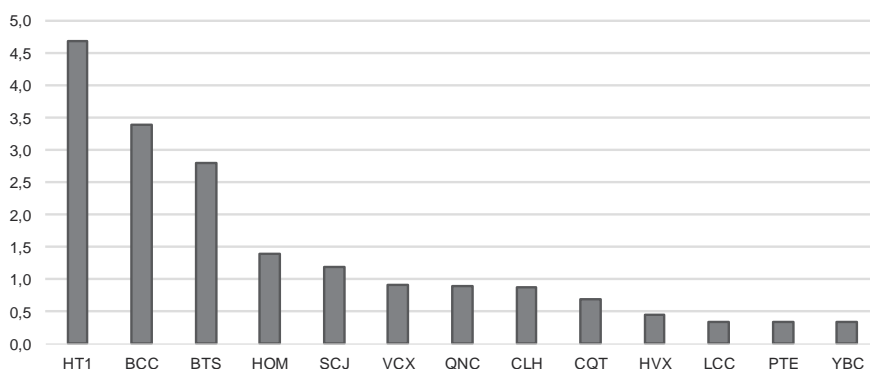
Nhờ sở hữu vị thế hàng đầu tại mỗi khu vực kinh doanh, chúng tôi tin rằng HT1 (miền Nam) và BCC (Bắc Trung Bộ) sẽ được hưởng lợi chính từ nhu cầu xi măng tăng trong bối cảnh đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng và các hoạt động xây dựng dân cư hồi phục khi sự gián đoạn của Covid-19 giảm dần. Dưới đây là thông tin của các doanh nghiệp đáng chú ý:

Hình 26: Các doanh nghiệp xi măng niêm yết đáng chú ý (dữ liệu ngày 20/04/2022)

Doanh nghiệp	Giá trị giao dịch trung bình 30 phiên (tỷ đồng)	Điểm nổi bật trong hoạt động kinh doanh
HT1	79	HT1 là nhà sản xuất xi măng lớn nhất miền Nam với 29% thị phần năm 2021. Nhờ sở hữu thương hiệu mạnh và hệ thống phân phối rộng khắp khu vực (76 nhà phân phối và khoảng 10.000 cửa hàng), chúng tôi tin rằng HT1 sẽ là ưu tiên hàng đầu cho việc huy động nguyên vật liệu cho các dự án hạ tầng giao thông tại miền Nam Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của HT1 năm 2022 sẽ đạt 6,7 triệu tấn, tăng 12% so với mức thấp của năm 2021, tuy nhiên vẫn thấp hơn mức 7,3 triệu tấn của năm 2019. Với sản lượng tiêu thụ lớn hơn sẽ giúp công ty cải thiện chi phí sản xuất/đơn vị sản phẩm, hỗ trợ lợi nhuận ròng năm 2022 tăng trưởng svck năm trước.
BCC	35	BCC đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế công ty mẹ năm 2022 là 200 tỷ đồng (+42,7% svck) nhờ: - Nhu cầu xi măng nội địa hồi phục giúp sản lượng tiêu thụ xi măng của công ty tăng 8% svck và giảm bớt việc tiêu thụ clinker (biên lợi nhuận gộp thấp hơn) trong năm 2022 - BCC đã tiến hành trích lập dự phòng giảm giá nguyên vật liệu trong quý 4/2021 (30 tỷ đồng), qua đó hỗ trợ biên lợi nhuận gộp năm 2022.
HOM	7	HOM đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế năm 2022 là 15 tỷ đồng, tăng mạnh từ mức chỉ 1,5-2,7 tỷ đồng của giai đoạn 2020-21 nhờ: - Khấu hao máy móc & thiết bị dự kiến sẽ được hạch toán hết trong nửa đầu năm 2022. - Trong tháng 3/2022, công ty đã thực hiện việc cải tạo lò nung (tổng chi phí 70 tỷ đồng). HOM kỳ vọng sẽ giảm thiểu được tiêu hao than và điện trong quá trình sản xuất qua đó tiết giảm chi phí và cải thiện biên lợi nhuận gộp.
CLH	1	Trong năm 2021, CLH được hưởng lợi từ giá bán xi măng tăng trong khi giá xi măng đầu vào đã được ký kết tại mức giá tốt với công ty mẹ là Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam (TKV), nhờ vậy lợi nhuận trước thuế của công ty đạt 68 tỷ đồng, cao nhất từ khi niêm yết. CLH là một trong số ít doanh nghiệp xi măng niêm yết đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế năm 2022 tăng trưởng âm với 56 tỷ đồng (-17,6% svck) khi giá than cao sẽ bắt đầu phản ánh vào biên lợi nhuận gộp doanh nghiệp. Tuy nhiên, rủi ro thiếu than cho sản xuất của CLH là thấp khi được sẽ công ty mẹ (TKV) ưu tiên. CLH cũng thường xuyên trả cổ tức tiền mặt ở mức cao với tỷ lệ 15%-25% liên tục trong giai đoạn 2017-21, tương ứng tỷ suất cổ tức 6,7% trong năm 2021.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Công suất thiết kế của các doanh nghiệp xi măng niêm yết (triệu tấn/năm)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

Rủi ro đầu tư

- Kể từ đầu năm 2022, trong khi xi măng chỉ có 1 lần tăng giá lớn vào cuối tháng 3 (tăng 5-8% so với đầu năm) thì thép xây dựng đã liên tục điều chỉnh tăng giá 6 lần (tăng 15-18% so với đầu năm). Theo như các chuyên gia trong ngành ước tính thép và xi măng thường chiếm tới 15-20% tổng chi phí xây dựng. Do đó chúng tôi cho rằng tiến độ tại các dự án xây dựng (ở cả 3 phân khúc xây dựng dân dụng, nghỉ dưỡng và hạ tầng) sẽ bị ảnh hưởng đáng kể, từ đó nhu cầu xi măng thực tế có thể thấp hơn dự kiến.
- Giá than nhiệt tiếp tục duy trì ở mức cao do cuộc xung đột giữa Nga-Ukraine kéo dài hơn dự kiến. Dẫn đến việc biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp trong ngành suy giảm mạnh trong năm 2022.

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Trần Bá Trung – Chuyên viên phân tích

Email: trung.tranba@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>