

Xi Măng

Thời cơ tốt vẫn chưa đến

Công suất dư thừa kéo dài

Hiện nay sản lượng xi măng của Việt Nam đạt khoảng 111 triệu tấn/năm, gần gấp đôi so với mức độ tiêu thụ trong nước. Tuy nhiên, các dây chuyền sản xuất xi măng mới sẽ được đưa vào hoạt động trong những năm tới. Bên cạnh đó, quy định mới đây về tỉ lệ phối trộn chất phụ gia có thể đẩy ngành này lún sâu hơn nữa vào tình trạng dư thừa công suất. Ngoài ra, việc mất cân đối trong phân bổ nhà máy, phụ thuộc vào phân bổ nguồn tài nguyên, đã tạo ra sự mất cân bằng cung và cầu giữa các vùng. Điều này sẽ làm suy yếu năng lực định giá và ổn định tỉ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp trong nước.

Xuất khẩu - giải pháp duy nhất cho tình trạng dư thừa công suất

Kể từ năm 2017, các nhà sản xuất xi măng và clinker trong nước vẫn luôn đẩy mạnh các kênh xuất khẩu. Trung Quốc và Philippines là 2 thị trường xuất khẩu lớn nhất đối với các nhà sản xuất trong nước, đặc biệt là các nhà sản xuất ở khu vực phía Bắc. Bên cạnh những đối tác xuất khẩu truyền thống thì các doanh nghiệp sản xuất xi măng Việt Nam cũng đang tích cực tìm kiếm và mở rộng sang các thị trường mới. Hiện nay, việc lệ thuộc nặng nề vào thị trường Trung Quốc đã bộc lộ những tác động tiêu cực đến ngành xi măng, khi sản lượng xuất khẩu năm 2022 giảm trầm trọng do chính sách Zero-COVID. Mặt khác, việc nới lỏng chính sách Zero-COVID gần đây cũng sẽ là điều kiện tốt để các nhà sản xuất phía Bắc phục hồi xuất khẩu.

Triển vọng cải thiện nhưng nhu cầu vẫn thấp

Năm 2022, trước áp lực cung vượt cầu và giá đầu vào cao (than nhiệt điện), các nhà sản xuất trong nước bị giảm biên lợi nhuận và sụt giảm sản lượng tiêu thụ. Trong năm 2023F, mặc dù các yếu tố tiêu cực đã đảo ngược so với năm 2022, chúng tôi vẫn nhận thấy một số thách thức đối với ngành trong bối cảnh môi trường lãi suất vay cao và các vấn đề liên quan đến các doanh nghiệp phát triển bất động sản và thị trường trái phiếu. Bên cạnh đó, nhu cầu của các thị trường xuất khẩu chính và thế giới được dự báo sẽ không thay đổi trong năm 2023F. Cùng với đó, mức thuế mới áp lên ngành xuất khẩu clinker cũng sẽ cản trở sự phục hồi của kênh xuất khẩu.

Báo cáo lần đầu: xếp hạng Trung lập về ngành Xi Măng

Trong báo cáo lần đầu, chúng tôi xếp hạng Trung lập đối với ngành Xi măng bởi nhận thấy một số thách thức về nhu cầu từ thị trường trong nước cũng như xuất khẩu trong bối cảnh dư thừa công suất. Việc Trung Quốc mở cửa trở lại được cho là tín hiệu tốt cho các nhà sản xuất xi măng Việt Nam, tuy nhiên, chúng tôi vẫn khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với HT1 và BCC vì chúng tôi thấy giá thị trường phản ánh đầy đủ triển vọng phục hồi của các công ty này.

Trung Lập

Công ty	Đánh giá	MT (đồng)
Xi măng Vicem Hà Tiên	Nắm giữ	13,500
Xi măng Bim Sơn	Nắm giữ	11,160

Phòng Phân Tích

researchdept@kisvn.vn

Nội dung

I. Tóm tắt	3
<hr/>	
II. Tổng quan ngành: chênh lệch cung – cầu	6
<hr/>	
1. Các doanh nghiệp xoay sở để bán sản lượng dư thừa	
2. Kênh xuất khẩu: trợ thủ đắc lực cho ngành	
III. Triển vọng: Thời cơ tốt vẫn chưa đến	9
<hr/>	
1. Khủng hoảng tạm thời lấy đi cơ hội cải thiện	
2. Thời cơ tốt vẫn chưa đến	
3. Cân nhắc những rủi ro	
V. Kết luận và xếp hạng	15
<hr/>	
Phân tích công ty	17
<hr/>	
Xi măng Vicem Hà Tiên (HT1)	
Xi măng Bim Sơn (BCC)	

Báo cáo có gì?

- Động lực tăng trưởng dài hạn cho thị trường nội địa và xuất khẩu
- Trung Lập trước những khó khăn ngắn hạn
- 2 cổ phiếu ưa thích: Xi măng Vicem Hà Tiên, Xi măng Bim Sơn

I. Tóm tắt

Dư thừa sản lượng xi măng

Hiện tại, ngành Xi Măng của Việt Nam đang gặp phải tình trạng dư thừa công suất khi mà nguồn cung gần gấp đôi nhu cầu trong nước. Mặc dù vậy, các dây chuyền sản xuất mới được đưa vào hoạt động trong những năm tới, sẽ tạo ra sự cạnh tranh khốc liệt giữa các nhà sản xuất trong nước. Ngoài ra, sự thay đổi trong quy định về tỷ lệ phối trộn và tăng mức thuế đối với xuất khẩu clinker sẽ làm sụt giảm quyền định giá của các nhà sản xuất trong nước.

Xuất khẩu là giải pháp chính cho vấn đề cung vượt cầu

Xuất khẩu xi măng và clinker là trụ đỡ đặc lực cho ngành xi măng Việt Nam. Trung Quốc và Philippines lần lượt là hai thị trường xuất khẩu clinker và xi măng chính. Thị trường Trung Quốc rất tiềm năng vì sản lượng ở nước này bị cắt giảm do các quy định môi trường khắt khe hơn, tuy nhiên, việc phụ thuộc quá nhiều vào thị trường Trung Quốc cũng ảnh hưởng tiêu cực không ít đến các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam, đặc biệt là trong năm 2022 do chính sách Zero-COVID. Bên cạnh các đối tác xuất khẩu truyền thống, các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam cũng đang tìm kiếm và mở rộng sang các thị trường mới như Nam Phi, Úc, v.v.

Triển vọng còn mờ mịt

Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng sẽ chứng kiến sự phục hồi về sản lượng xuất khẩu, đặc biệt là tại thị trường Trung Quốc nhờ chính sách nới lỏng COVID. Đây sẽ là chất xúc tác tốt cho các nhà sản xuất từ phía Bắc Việt Nam. Tuy nhiên, nhu cầu xi măng toàn cầu và Trung Quốc được dự báo sẽ không thay đổi nhiều trong bối cảnh lãi suất vay cao và vấn đề thị trường bất động sản, do đó, nhu cầu nhập khẩu toàn cầu có thể không cải thiện đáng kể. Trong khi đó, thị trường trong nước đang gặp phải tình trạng tương tự với lãi suất vay cao và các vấn đề liên quan đến thị trường trái phiếu và các doanh nghiệp phát triển dự án khu dân cư sẽ làm trì hoãn các hoạt động xây dựng và nhu cầu xi măng giảm bất chấp các dự án cơ sở hạ tầng.

Xu hướng không thuận lợi Xếp hạng Trung lập

Chúng tôi nhắc lại đánh giá Trung lập đối với ngành Xi măng vì chúng tôi nhận thấy một số thách thức đối với ngành trong ngắn hạn và trung hạn: (1) các vấn đề trong nước trong bối cảnh kinh tế suy thoái, (2) khả năng cạnh tranh cao hơn và nhu cầu phục hồi chậm hơn dự kiến tại các thị trường xuất khẩu, (3) khả năng dư thừa nguồn cung trong nước do công suất sản xuất ngày càng tăng và tỷ lệ xuất khẩu clinker cao hơn theo các quy định mới.

HT1 và BCC là các cổ phiếu ưa thích

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ và TP là 13.500 đồng cho cổ phiếu HT1, BCC với khuyến nghị NĂM GIỮ và TP là 11.160 đồng. HT1 và BCC là 2 công ty lần lượt chiếm thị phần lớn tại miền Nam và miền Trung. Việc Trung Quốc mở cửa trở lại đang mang lại lợi ích trực tiếp và gián tiếp cho BCC và HT1, tuy nhiên, chúng tôi thấy giá thị trường phản ánh đầy đủ triển vọng phục hồi xuất khẩu.

Bảng 1. Định giá công ty trong khu vực

	Giá mục tiêu (Địa phương)	Tăng	Tăng trưởng EPS 3 năm	PE (x)			EV/EBITDA (x)			PB (x)			Cổ tức (%)		ROE (%)		Tỷ lệ đòn bẩy
				FY22A	FY23F	FY24F	FY22A	FY23F	FY24F	FY22A	FY23F	FY24F	FY23F	FY24F	FY23F	FY24F	
Malayan Cement B	3	23%	15.7%	42.6	44.6	29.3	11.8	16.3	14.9	0.5	0.5	0.5	0.2	0.4	1.2	1.6	56.3
Siam City Cement	160	14%	30.8%	22.5	11.6	10.3	10.7	7.8	6.5	1.3	1.1	1.1	6.4	6.7	9.9	10.5	56.4
Pioneer Cement	78	159%	31.1%	14.0	7.2	7.2	4.3	6.1	6.5	0.5	0.5	0.5	NA	4.2	3.1	2.5	71.4
Maple Leaf Cemen	35	51%	10.7%	5.3	4.2	3.9	3.7	3.8	3.9	NA	0.6	0.5	0.6	5.9	14.7	13.3	51.8
Trung bình				18.2	9.4	8.8	7.5	7.0	6.5	0.5	0.5	0.5					
Trung vị				21.1	16.9	12.7	7.6	8.5	8.0	0.8	0.7	0.6					
Xi măng Vicem Hà Tiên	13,500	(4.7%)	49.1%	41.5	20.2	15.0	6.3	5.7	4.8	1.1	1.0	1.1	4.2	8.5	5.3	7.2	22.6
Xi Măng Bim Sơn	11,160	(2.1%)	29.2%	27.5	27.9	17.8	4.5	4.0	3.0	0.7	0.7	0.7	4.4	4.4	2.9	4.6	22.5

Nguồn: Bloomberg, KIS, Note: Giá được lấy ngày 21/3/2023

Bảng 2. Định giá công ty nội địa

	Giá mục tiêu (Địa phương)	Tăng	Tăng trưởng EPS 3 năm	PE(x)			EV/EBITDA(x)			PB (x)			Cổ tức (%)		ROE		Tỷ lệ đòn bẩy
				FY22A	FY23F	FY24F	FY22A	FY23F	FY24F	FY22A	FY23F	FY24F	FY23F	FY24F	FY23F	FY24F	
Xi măng VICEM Bút Sơn	NA	NA	NA	13.1	NA	NA	5.5	NA	NA	0.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	57.0
Xi măng VICEM Hoàng Mai	NA	NA	NA	20.0	NA	NA	2.8	NA	NA	0.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	(0.0)
Xi Măng và XD Quảng Ninh	NA	NA	NA	3.0	NA	NA	4.6	NA	NA	0.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA	123.3
Xi măng Vicem Hải Vân	NA	NA	NA	61.7	NA	NA	3.6	NA	NA	0.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	22.4
Cement Trading	NA	NA	NA	11.0	NA	NA	NA	NA	NA	0.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA	(127.1)
Xi măng La Hiên VVMI	NA	NA	NA	6.1	NA	NA	1.8	NA	NA	1.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA	(66.3)
Xi măng Sài Sơn	NA	NA	NA	29.9	NA	NA	9.2	NA	NA	0.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	47.5
Trung bình Trong nước				20.7	NA	NA	4.4	NA	NA	0.6	NA	NA					
Trung vị Trong nước				13.1	NA	NA	4.6	NA	NA	0.4	NA	NA					
Xi măng Vicem Hà Tiên	13,500	(4.7%)	49.1%	41.5	20.2	15.0	6.3	5.7	4.8	1.1	1.0	1.1	4.2	8.5	5.3	7.2	22.6
Xi Măng Bim Sơn	11,160	(2.1%)	29.2%	27.5	27.9	17.8	4.5	4.0	3.0	0.7	0.7	0.7	4.4	4.4	2.9	4.6	22.5

Nguồn: Bloomberg, KIS, Note: Giá được lấy ngày 21/3/2023

Bảng 3. Định giá

Khuyến nghị & Giá mục tiêu			Lợi nhuận & Định giá										
Company				Doanh thu (tỷ Đồng)	Lợi nhuận HĐ (tỷ Đồng)	LỢi nhuận ròng (tỷ Đồng)	EPS (tỷ Đồng)	BPS (VND)	PE (x)	PB (x)	ROE (%)	EV/EBITDA (x)	DY (%)
Xi Măng Vicem Hà Tiên (HT1)	Khiến Nghị	Năm Giữ	2021A	7,064	571	369	820	13,560	17.3	1.0	7.0	5.8	12.1
	Giá mục tiêu (VND)	-	2022A	8,918	471	261	341	13,408	41.5	1.1	5.1	6.3	5.0
	Giá (04/05, VND)	14,150	2023F	8,214	466	273	700	13,511	20.2	1.0	5.3	5.7	4.2
	Vốn hóa. (VND bn)	5,399	2024F	7,730	577	368	943	13,258	15.0	1.1	7.2	4.8	8.5
				2025F	7,962	652	425	1,090	13,153	13.0	1.1	8.5	4.2
Xi Măng Bim Sơn (BCC)	Recommendation	Năm Giữ	2021A	4,330	184	84	488	17,197	23.4	0.7	3.7	3.8	3.8
	Giá mục tiêu (VND)	-	2022A	4,218	120	69	415	17,228	27.5	0.7	3.0	4.5	5.5
	Giá (04/05, VND)	11,400	2023F	3,995	120	67	409	17,205	27.9	0.7	2.9	4.0	4.4
	Vốn hóa. (VND bn)	1,405	2024F	4,455	169	105	640	17,451	17.8	0.7	4.6	3.0	4.4
				2025F	4,644	210	139	847	17,942	13.5	0.6	5.9	2.3

Nguồn: BCTC công ty, KIS, Bloomberg

II. Tổng quan ngành: chênh lệch cung – cầu

1. Các doanh nghiệp xoay sở để bán sản lượng dư thừa

Công suất xi măng và clinker dư thừa 76%

Dựa theo số liệu chúng tôi thu thập được và Hiệp hội Xi măng Việt Nam (VNCA), ngành xi măng hiện đang xảy ra tình trạng dư thừa công suất. Từ năm 2010, thị trường trong nước bắt đầu rơi vào tình trạng cung vượt cầu ngày càng tăng do Quyết định số 108/2005/QĐ-TTG khuyến khích thành lập mới các nhà máy sản xuất xi măng. Sản lượng tiêu thụ trong nước chỉ chiếm khoảng 70% và thấp hơn tổng công suất thiết kế trong hơn 10 năm qua. Theo VNCA, năm 2022, công suất thiết kế xi măng toàn ngành khoảng 111.4 triệu tấn/năm, trong khi sản lượng tiêu thụ nội địa năm 2022 chỉ khoảng 62.7 triệu tấn. Ngoài ra, 2 dây chuyền mới có thể đi vào hoạt động năm 2023 gồm: Xi măng Xuân Thành 3 (4.5 triệu tấn/năm), Xi măng Long Thành (2.3 triệu tấn/năm). Tổng công suất mới của toàn ngành có thể lên tới 118 triệu tấn/năm, gần gấp đôi so với mức tiêu thụ nội địa dự báo năm 2023 của VNCA là 63-65,5 triệu tấn. Tuy nhiên, công suất đặt ra cho clinker và xi măng tại Việt Nam được dự báo sẽ tăng mạnh trong 3 năm tới với các cơ sở mới của các nhà sản xuất xi măng tư nhân. Theo ước tính của chúng tôi, tổng công suất sản xuất xi măng sẽ tăng 16.7% lên 130 triệu tấn. Bên cạnh đó, việc cải tiến công nghệ và quy định mới về tỷ lệ phối trộn phụ gia có thể làm tăng sản lượng sản xuất hơn so với công suất đặt ra hiện tại, khiến tình trạng dư thừa càng trầm trọng hơn. Với công suất hiện tại, quy định về tỷ lệ pha trộn mới có thể nâng công suất sản xuất lên 120-133 triệu tấn/năm, tương đương mức tăng 15-20% công suất.

Bảng 1. Những nhà máy dự kiến đi vào hoạt động trong 3 năm tới

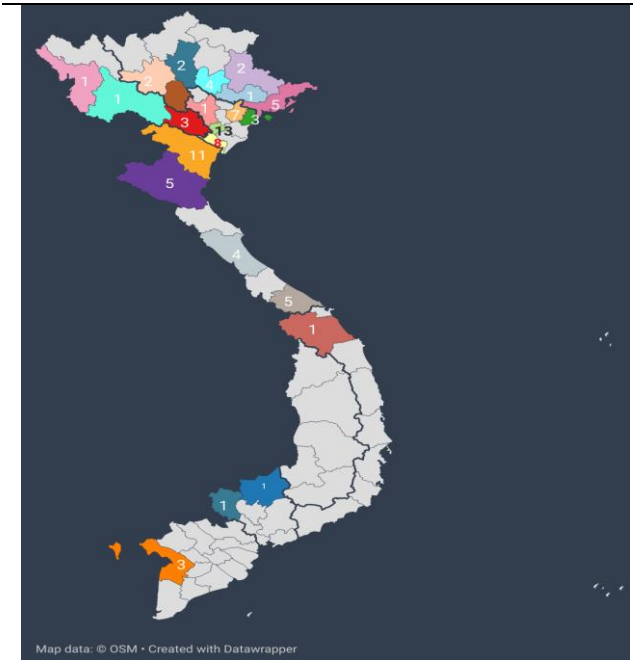
Chủ sở hữu	Dây chuyền sản xuất	Địa điểm
ThaiGroup	Xuân Thành 3	Hà Nam
SCC-VN	Insee2 – Giai đoạn 1	Kiên Giang
Long Thành	Long Thành	Hà Nam
Fico-YTL	Fico Tây Ninh – Dây chuyền 2	Tây Ninh
Cần Thơ	Cần Thơ – Hậu Giang – Dây chuyền 4	Hậu Giang
Vissai	Đô Lương – Giai đoạn 2	Nghệ An
Xuân Khiêm	Xuân Sơn – Dây chuyền 1	Hòa Bình
Đại Dương	Đại Dương 2	Thanh Hóa
VICEM Hoàng Mai	VICEM Hoàng Mai 2	Nghệ An
Thành Thắng	Thanh Liên- Dây chuyền 5	Hà Nam
SCC-VN	Insee 2- Giai đoạn 2	Kiên Giang

Nguồn: KIS, VNCA, Finnpro

Phân bổ dây chuyền sản xuất bị thiếu cân đối giữa các vùng do sự phân bổ nguồn tài nguyên

Bên cạnh đó, việc phân bổ dây chuyền sản xuất mất cân đối giữa các vùng do vị trí mỏ đá vôi. Hầu hết các dây chuyền sản xuất phân bổ ở miền Trung và miền Bắc Việt Nam. Điều này tạo ra tình trạng dư thừa nguồn cung ở khu vực miền Bắc và dư thừa ở khu vực miền Nam Việt Nam. Rõ ràng, tiêu thụ ở miền Bắc chiếm khoảng 40% tổng lượng tiêu thụ trong khi các dây chuyền sản xuất tại đây chiếm 58% tổng công suất xi măng. Điều này có thể tạo ra lợi thế cạnh tranh về hậu cần/chi phí cho các công ty ở miền Nam Việt Nam.

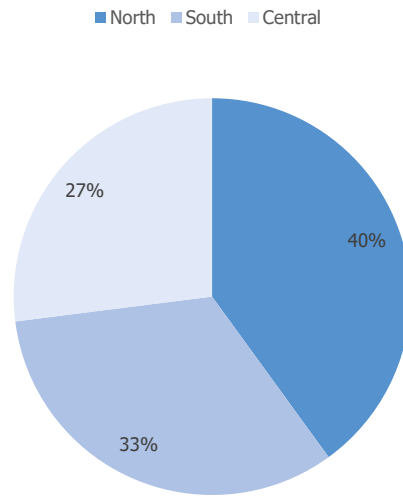
Hình 1. Phân bố nhà máy xi măng không đồng đều



Nguồn: KIS, VNCA

Chú thích: bản đồ thể hiện số lượng dây chuyền sản xuất của từng tỉnh

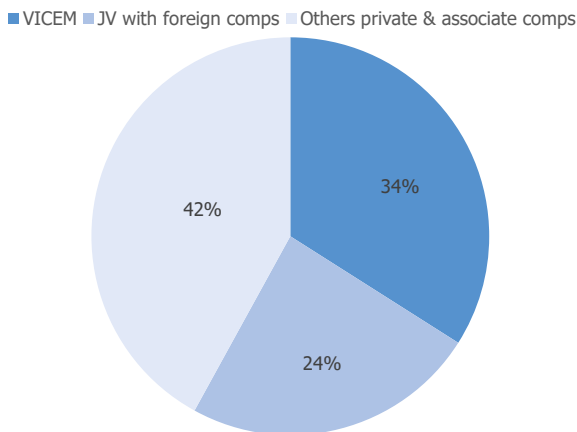
Hình 2. Tỷ trọng tiêu thụ xi măng trong khu vực (2021)



Nguồn: VNCA, KIS

Thị trường hiện tại vẫn còn phân tán với 49 nhà sản xuất, được phân thành 3 nhóm chính. VICEM là nhà sản xuất xi măng lớn nhất Việt Nam, chiếm 34% thị phần (VNCA 2022). VICEM cũng là đơn vị duy nhất có nhà máy sản xuất xi măng và clinker trên toàn quốc nên VICEM phần nào giành được quyền định giá giữa các nhà sản xuất. Ngoài ra, khoảng 41 trong số 87 dây chuyền sản xuất có công suất clinker thấp hơn 2.500 tấn/ngày, được cho là không hiệu quả về tiêu thụ năng lượng và kinh tế. Do đó, chính phủ yêu cầu đầu tư mới với công suất tối thiểu 5.000 tấn/ngày theo Quyết định số 1266/QĐ-TTg: Chiến lược phát triển VLXD giai đoạn 2021-2030. Trong đó, đến năm 2025, các dây chuyền công suất dưới 2.500 tấn clinker/ngày phải được nâng cấp công nghệ để nâng cao năng suất, chất lượng sản phẩm, tiết kiệm năng lượng và bảo vệ môi trường.

Hình 3. Các nhà sản xuất Việt Nam được chia thành 3 nhóm chính với thị phần 2022 tương ứng



Nguồn: KIS, VNCA

Bảng 2. Công suất và phân bố của các dây chuyền sản xuất

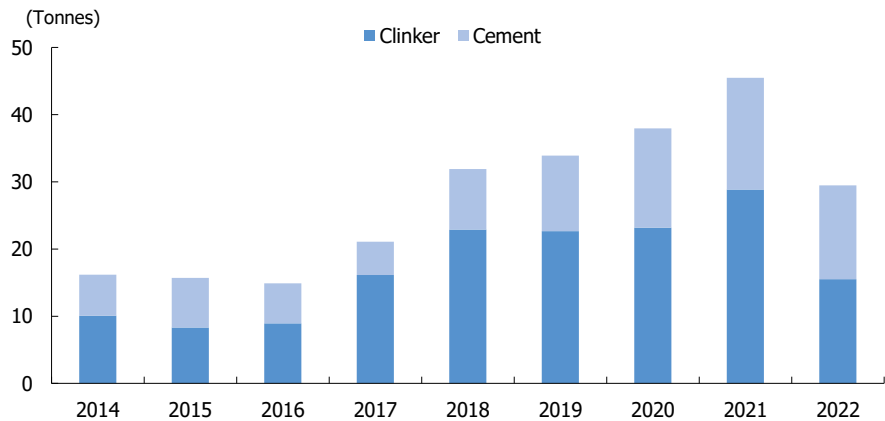
Khu vực	Số lò quay	Công suất(tấn clinker/ngày)		
		>=4,000	2,500-4,000	<=2,500
Miền Bắc	60	15	8	35
Miền Trung	24	13	3	6
Miền Nam	05	3	2	0
Tổng	89	29	13	41

Nguồn: VNCA, KIS

2. Kênh xuất khẩu: Trợ thủ đắc lực cho ngành

Tình trạng cung vượt cầu kéo dài gây áp lực buộc các doanh nghiệp sản xuất xi măng trong nước phải tăng cường xuất khẩu. Trong vài năm qua, lượng xi măng và clinker xuất khẩu tăng nhanh đã giải tỏa khó khăn cho ngành. Tuy nhiên, tăng trưởng sản lượng xuất khẩu đã tạm dừng vào năm 2022 sau khi đạt tốc độ CAGR 2016-2021 là 24,9%. Trong đó, tăng trưởng xuất khẩu clinker là 26,3%, cao hơn so với xi măng là 22,8%.

Hình 4. Sản lượng xuất khẩu xi măng và clinkers của Việt Nam qua các năm

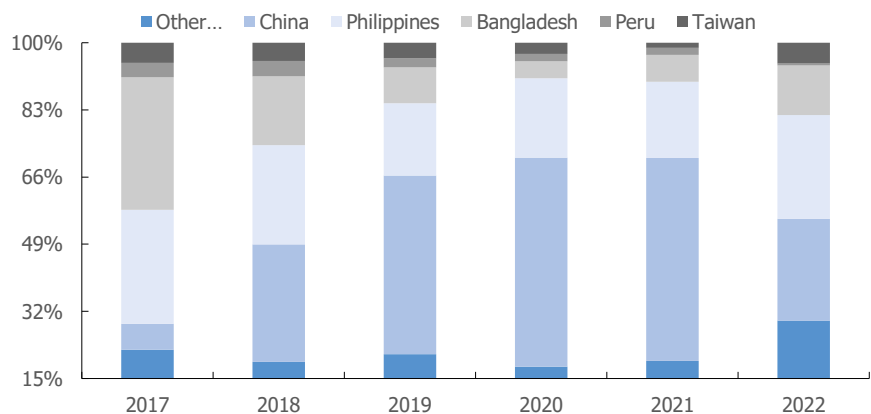


Nguồn: KIS, VNCA

Trung Quốc và Philipines là hai thị trường xuất khẩu chính

Trung Quốc và Philipines là hai nhà nhập khẩu clinker và xi măng lớn nhất. Trung Quốc vẫn là thị trường xuất khẩu clinker chính của Việt Nam bất chấp sự sụt giảm đáng kể trong năm 2022 với khoảng 212 triệu USD (-73% n/n) và là nhà nhập khẩu xi măng lớn thứ 2 với khoảng 144,2 triệu USD (+29% n/n). Philipines là nước nhập khẩu xi măng lớn nhất với khoảng 362 triệu USD (+6,8% n/n) vào năm 2022. Theo số liệu chúng tôi thu thập được, các nhà sản xuất xi măng từ miền Bắc và miền Trung chủ yếu xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc và Philipines trong khi Campuchia là thị trường xuất khẩu chính cho các doanh nghiệp sản xuất xi măng ở phía Nam. Bên cạnh các “thị trường truyền thống” như Philipines, Trung Quốc, Campuchia, các nhà sản xuất xi măng Việt Nam cũng đã và đang mở rộng sang các thị trường xuất khẩu khác như Mỹ, Nam Phi, Úc...v.v.

Hình 5. Top 5 quốc gia nhập khẩu xi măng & clinker (giá trị thị phần)



Nguồn: KIS, VNCA

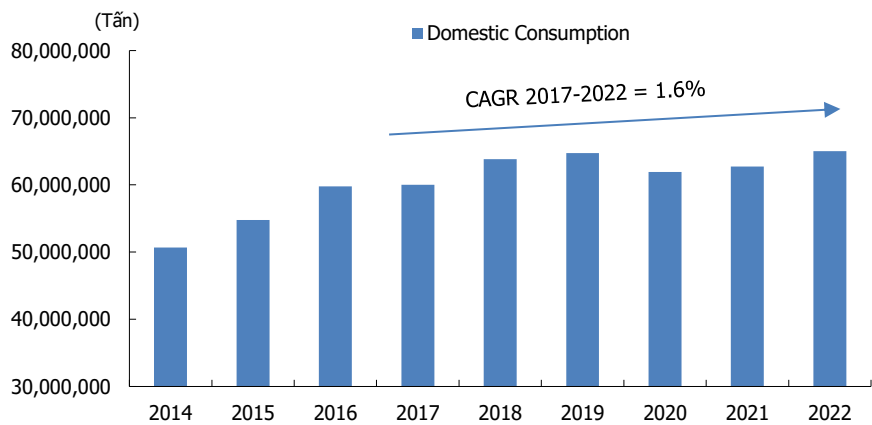
III. Triển vọng: Thời cơ tốt vẫn chưa đến

Khủng hoảng ảnh hưởng nghiêm trọng đến tổng sản lượng xuất khẩu của ngành và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp

1. Những khủng hoảng tạm thời lấy đi cơ hội cải thiện ngành

Như đã đề cập ở trên, vấn đề dài hạn của ngành là dư thừa công suất trong khi nhu cầu nội địa gần như không tăng trong vài năm qua. Động lực chính cho tăng trưởng của ngành có thể là hoạt động xuất khẩu, cũng là giải pháp chính cho tình hình ngành hiện nay. Tuy nhiên, năm 2022 đã chỉ ra những bất cập của giải pháp chính này khi các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam rất mong manh do chỉ lệ thuộc vào một vài thị trường xuất khẩu chính (Trung Quốc, Philippines, v.v.)

Hình 6. Nhu cầu trong nước không có nhiều thay đổi trong nhiều năm qua

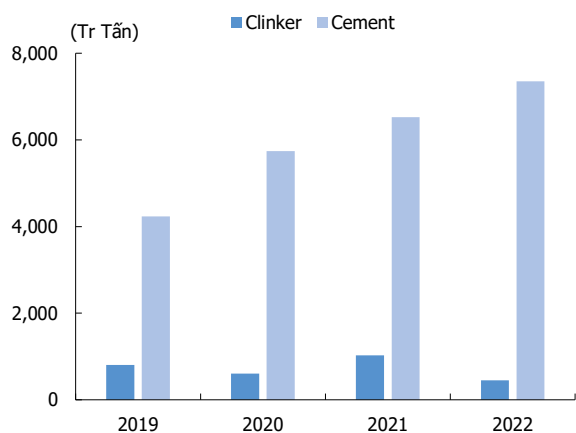


Nguồn: KIS, VNCA

Năm 2022, tổng sản lượng xuất khẩu giảm đáng kể, nguyên nhân chủ yếu là do Trung Quốc giảm nhập khẩu. Trước tác động của công tác phòng chống dịch, thị trường bất động sản tiếp tục tạo đáy, nhu cầu xi măng sụt giảm nhanh, kéo theo đó là nhập khẩu từ Việt Nam. Theo số liệu của Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc, năm 2022, tổng sản lượng xi măng nước này đạt 2.120 triệu tấn, giảm 10,8% so với năm trước. Sản lượng xi măng đạt mức thấp nhất kể từ năm 2012 và lần đầu tiên mức giảm hàng năm đạt mức hai con số.

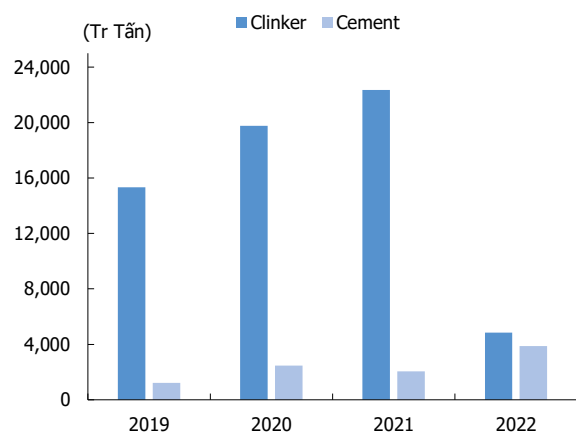
Về phía Philippines, mặc dù các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam cũng bị ảnh hưởng bởi giá cước vận tải cao, vấn đề vận chuyển và thuế tự vệ đối với sản phẩm xi măng nhưng tổng sản lượng xuất khẩu sang Philippines trong năm 2022 vẫn tiếp tục tăng nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ chương trình phát triển cơ sở hạ tầng đầy tham vọng dưới thời chính quyền của Tổng thống Duterte. Ngày 5/10/2022, Ủy ban Thuế quan Philippines đã ban hành kết luận cuối cùng không gia hạn biện pháp tự vệ đối với xi măng nhập khẩu từ Việt Nam cùng một số nước khác.

Hình 7. Tình hình nhập khẩu của Philippines từ Việt Nam trong những năm qua



Nguồn: KIS, Hải Quan Việt Nam, Trademap.org

Hình 8. Nhập khẩu của Trung Quốc giảm mạnh trong 2022

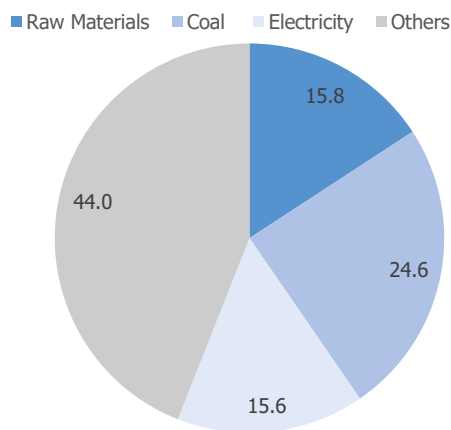


Nguồn: KIS, Hải Quan Việt Nam, Trademap.org

Notice: Dữ liệu được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau, vui lòng sử dụng dữ liệu cho mục đích tham khảo.

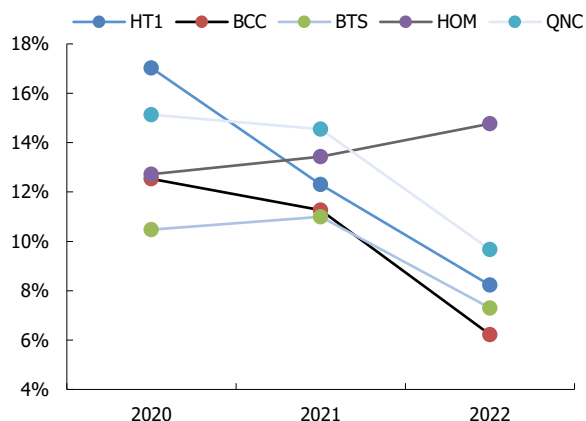
Năm 2022, các công ty trong ngành tiếp tục gặp phải tình trạng biên lợi nhuận bị siết chặt khi giá than vẫn ở mức cao. Là nguyên liệu đầu vào, giá than tăng cao đã siết chặt biên lợi nhuận của các công ty kể từ năm 2021, trong khi họ không thể chuyển toàn bộ chi phí sản xuất ngày càng tăng sang người tiêu dùng cuối cùng do thị trường bị phân mảnh và tình trạng cung vượt cầu. Giá bán hầu như không thay đổi qua các năm ở cả giá nội địa và xuất khẩu do dư thừa công suất trên toàn cầu.

Hình 9. Chi phí sản xuất xi măng (2021)



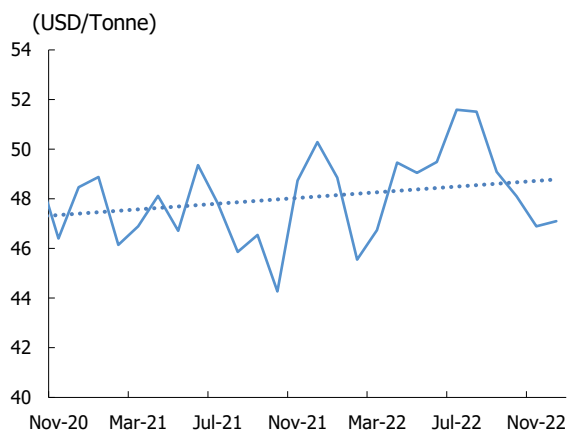
Nguồn: KIS, Finnpro

Hình 10. Biên lợi nhuận gộp của các nhà sản xuất xi măng chịu áp lực do giá đầu vào tăng



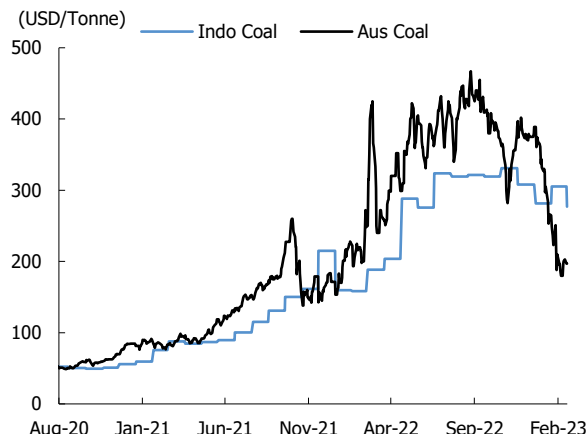
Nguồn: KIS, FinnPro

Hình 12. ASP xuất khẩu của Philippines (Portland Loại 1)



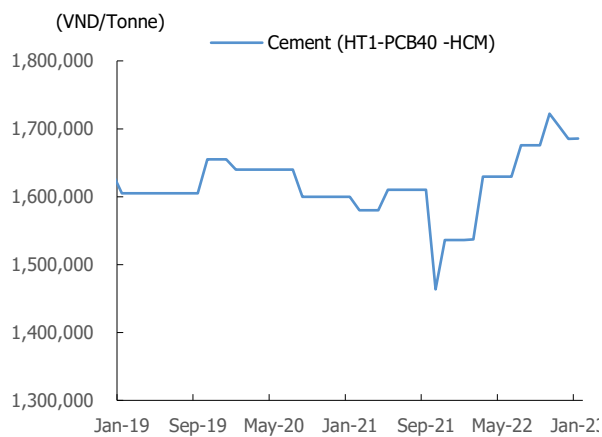
Nguồn: KIS, Vietnam Customs

Hình 11. Giá than tăng và duy trì ở mức cao giai đoạn 2021-2022



Nguồn: KIS, Bloomberg

Hình 13. Giá trong nước gần như không giao động qua các năm



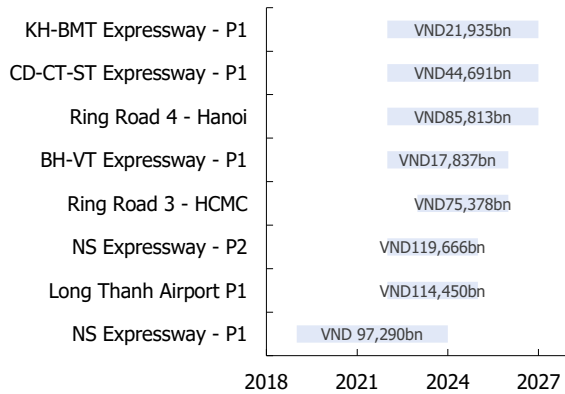
Nguồn: KIS, Bộ Xây dựng

2. Thời cơ tốt vẫn chưa đến

Các vấn đề trong nước có thể cản trở sự tăng trưởng của thị trường nội địa bất chấp các dự án công

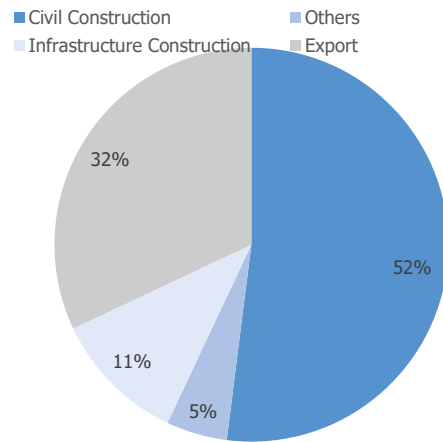
Đối với thị trường trong nước, các vấn đề hiện tại liên quan đến các nhà phát triển bất động sản nhà ở và thị trường vốn được cho là sẽ làm chậm lại hoạt động xây dựng, từ đó tác động đến nhu cầu xi măng. Bên cạnh đó, môi trường lãi suất cao cùng với triển vọng tăng trưởng kinh tế chậm lại sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý người dân và làm chậm trễ các kế hoạch xây dựng cũng như hoạt động mua bán BĐS. Điều này có thể tốn một khoảng thời gian để cải thiện tâm lý thị trường, nơi người mua sẽ ở chế độ “chờ và xem”. Với quan điểm không mấy khả quan về thị trường bất động sản, chúng tôi cho rằng nhu cầu về xi măng sẽ bị ảnh hưởng từ năm 2023 trở đi. Gần đây, việc giải ngân chi tiêu công cho các dự án cơ sở hạ tầng lớn được kỳ vọng sẽ làm tăng nhu cầu sử dụng xi măng. Tuy nhiên, theo chúng tôi, hầu hết các dự án cơ sở hạ tầng, cụ thể là đường cao tốc, sẽ không cần nhiều xi măng như kỳ vọng ban đầu của thị trường và chỉ cần thiết trong giai đoạn xây dựng cuối cùng. Bên cạnh đó, tiến độ của các dự án này còn phụ thuộc vào tốc độ giải ngân ngân sách công vốn chậm trễ trong những tháng đầu năm 2023. Do đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu trong nước sẽ không thay đổi ít nhất là trong 2 năm tới.

Hình 14. Các dự án đầu tư công trọng điểm



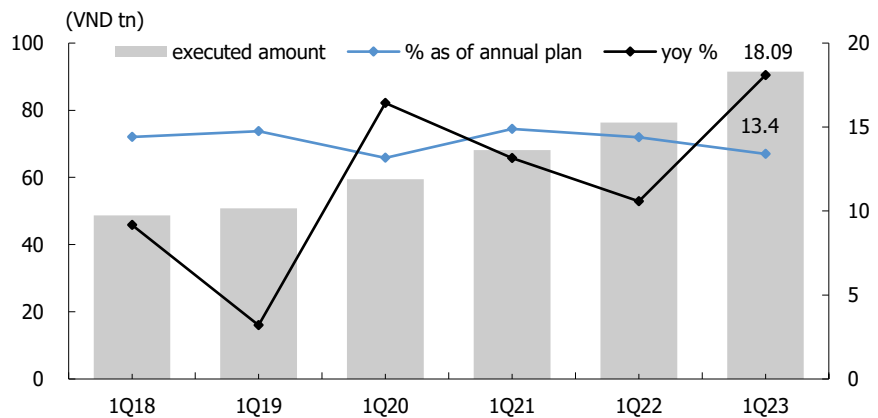
Nguồn: KIS, Bộ Xây dựng

Hình 15. Cơ cấu tiêu thụ xi măng



Nguồn: KIS

Hình 16. Chi tiêu công cho cơ sở hạ tầng công của Việt Nam qua các năm

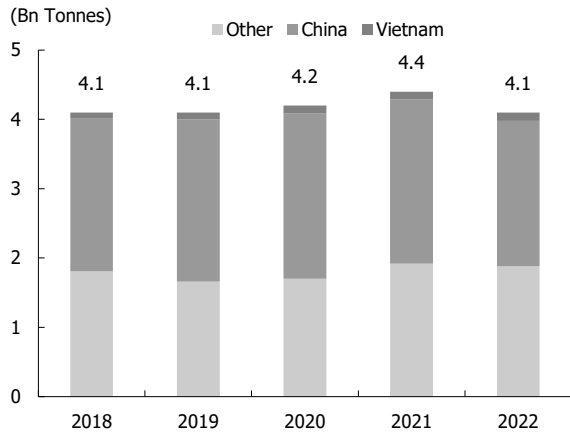


Nguồn: KIS

Sự gia tăng cạnh tranh trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu được dự báo sẽ không thay đổi

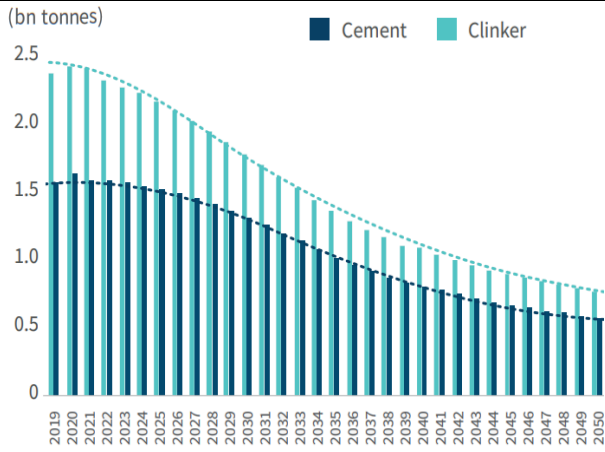
Đối với thị trường xuất khẩu, sự tăng trưởng so với những năm trước chủ yếu nhờ các quy định chặt chẽ hơn về môi trường và việc loại bỏ dần các nhà sản xuất quy mô nhỏ kém hiệu quả ở Trung Quốc và chương trình phát triển cơ sở hạ tầng đầy tham vọng của chính phủ Philippines. Triển vọng ngắn hạn ở Trung Quốc hiện đang bắt đầu cải thiện sau khi nới lỏng chính sách Zero-COVID, tuy nhiên, suy thoái bất động sản vẫn được dự báo sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu xi măng trong năm 2023 mặc cho các tín hiệu tích cực gần đây. Tăng trưởng nhu cầu đối với xi măng tại Trung Quốc được dự báo sẽ không đổi, vào khoảng 0-3% n/n trong khi xuất khẩu sang Trung Quốc dự kiến sẽ giảm theo lời của IA Cement. Mặc dù xuất khẩu sang Trung Quốc trong năm 2023 có thể được cải thiện so với năm 2022, nhưng các nhà xuất khẩu xi măng và clinker của Việt Nam có thể phải cạnh tranh gay gắt hơn để giành được hợp đồng với Trung Quốc. Về trung hạn, các nhà xuất khẩu Việt Nam có thể hưởng lợi từ việc loại bỏ dần công suất sản xuất kém chất lượng do các quy định về môi trường (dự kiến cắt giảm 400 triệu tấn). Theo CCA&RMI, nhu cầu xi măng tại Trung Quốc trong dài hạn có thể sẽ giảm do quá trình đô thị hóa chậm lại và hoạt động xây dựng yếu đi. Do đó, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam sẽ phải đối mặt với sự sụt giảm tăng trưởng tổng sản lượng xuất khẩu trong dài hạn.

Hình 17. Sản xuất của Trung Quốc chiếm hơn 50% tổng sản lượng xi măng toàn cầu



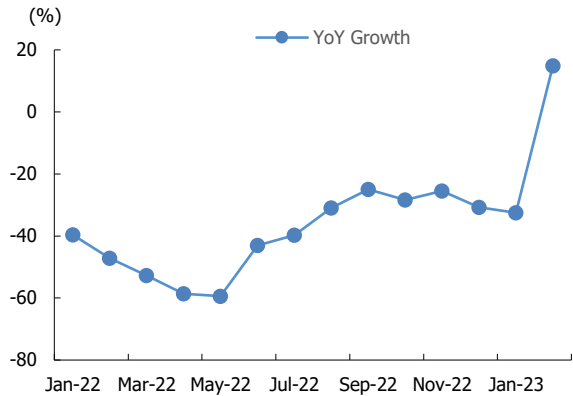
Nguồn: KIS, Statista

Hình 19. Tiêu thụ xi măng và clinker của Trung Quốc dự kiến sẽ giảm trong các năm



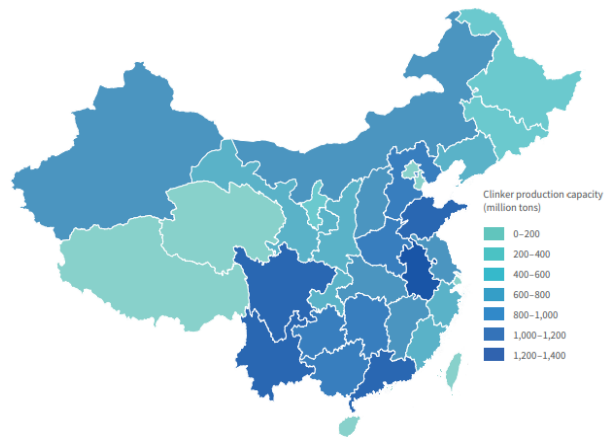
Nguồn: KIS, CCA&RMI

Hình 18. Doanh số bán nhà ở Trung Quốc có sự cải thiện nhưng còn quá sớm để nói đã bắt đầu phục hồi



Nguồn: KIS, Tập đoàn thông tin bất động sản Trung Quốc

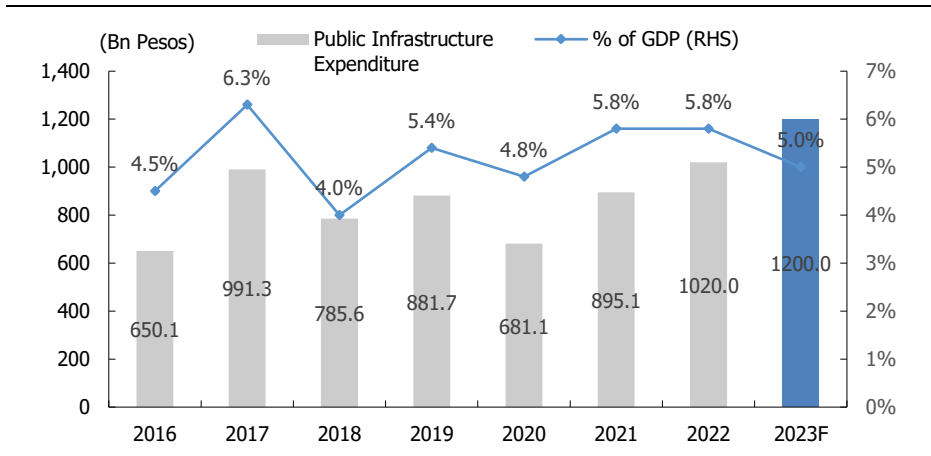
Hình 20. Phân bố năng lực sản xuất clinker tại các tỉnh của Trung Quốc (2021)



Nguồn: KIS, CCA&RMI

Đối với thị trường Philippine, dưới sự điều hành của ông Macros Jr, chính phủ cam kết duy trì mức đầu tư cao cho cơ sở hạ tầng ở mức khoảng 5-6% GDP hàng năm. Mục tiêu chi tiêu cho cơ sở hạ tầng sẽ đạt được thông qua việc triển khai Chương trình Xây dựng, Tốt hơn, Nhiều hơn. Chương trình này sẽ nhận được tổng cộng 1.2 nghìn tỷ P (5.0% GDP) trong ngân sách đề xuất cho năm tài chính 2023. Theo Giám đốc Ngân sách, chính phủ sẽ tăng dần chi tiêu cho cơ sở hạ tầng lên 6.2% vào năm 2028. Bên cạnh đó, mới đây, Bộ Công Thương đã quyết định không gia hạn biện pháp tự vệ đối với xi măng nhập khẩu từ Việt Nam và một số nước khác. Theo chúng tôi, đây được cho là một sự hỗ trợ tốt cho các doanh nghiệp xuất khẩu xi măng Việt Nam. Tuy nhiên, các nhà xuất khẩu khác trong khu vực (như Thái Lan, Indonesia, v.v.) cũng đang để mắt đến thị trường Philippines trong bối cảnh nhu cầu lớn. Ngoài ra, chính phủ Philippines cũng chào đón các nhà máy xi măng mới nhằm tăng năng lực sản xuất trong nước để đáp ứng nhu cầu trong nước. Do đó, chúng tôi cho rằng các nhà xuất khẩu Việt Nam sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt hơn tại thị trường này trong trung và dài hạn

Hình 21. Chi tiêu cơ sở hạ tầng công của Philippines qua các năm



Nguồn: KIS, Chính phủ Philippines

Như đã đề cập ở trên, các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam đang mở rộng đối tác thương mại ở nước ngoài bên cạnh các đối tác thương mại truyền thống. Bất chấp những nỗ lực đó, chúng tôi nhận thấy thị trường xuất khẩu sẽ trầm lắng hơn trong 2 năm tới trong bối cảnh môi trường lãi suất vay cao trên toàn cầu và tình trạng suy thoái của nền kinh tế thế giới, dự kiến sẽ làm chậm hoặc trì hoãn các hoạt động ngành xây dựng trên toàn cầu. Ngoài ra, ngành xi măng toàn cầu cũng đang dư thừa công suất nên bất kỳ sự suy giảm trong nhu cầu toàn cầu nào cũng sẽ khiến các nhà xuất khẩu phải cạnh tranh gay gắt hơn để giành được các hợp đồng ở nước ngoài. Trong ngắn hạn và trung hạn, chính sách loại bỏ dư thừa công suất và các quy định ngày càng khắt khe về bảo vệ môi trường của Trung Quốc sẽ tiếp tục tạo cơ hội xuất khẩu cho các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam.

2. Cân nhắc các rủi ro

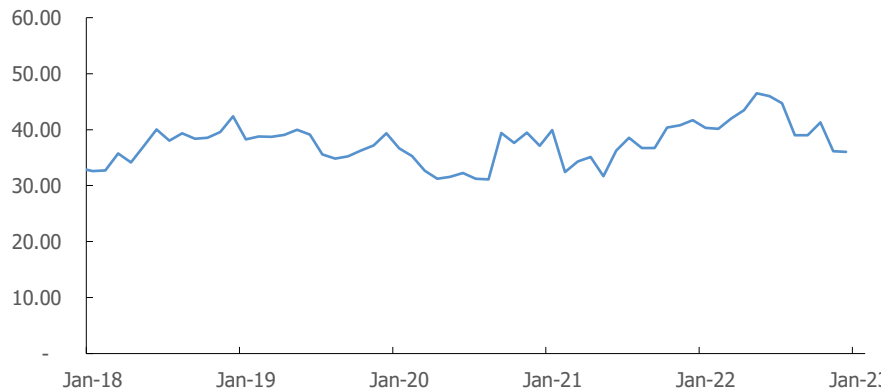
Rủi ro tiêu cực là lạm phát kéo dài và suy thoái kinh tế toàn cầu sẽ làm giảm nhu cầu xi măng và clinker cho ngành trong bối cảnh dư thừa công suất. Hiện nay, quy định mới của Việt Nam về tỷ lệ phối trộn phụ gia có khả năng khiến ngành thêm dư thừa công suất. Trong khi đó, sự suy giảm nhu cầu của thị trường toàn cầu nói chung và thị trường xuất khẩu hiện tại sẽ khiến các doanh nghiệp trong nước gặp khó khăn trong tình cảnh cạnh tranh khốc liệt hơn khi các công ty sẽ quay về cạnh tranh thị phần trong nước. Bên cạnh đó, nếu những vấn đề hiện tại liên quan đến thị trường trái phiếu và doanh nghiệp đầu tư phát triển nhà ở không sớm được giải quyết, triển vọng về nhu cầu trong nước sẽ mờ mịt hơn.

Theo Nghị định số 101/2021/NĐ-CP, thuế xuất khẩu clinker sẽ tăng từ 5% lên 10% kể từ ngày 01/01/2023. Bộ Tài chính cho rằng việc tăng xuất khẩu clinker sẽ làm cạn kiệt nguồn tài nguyên trong nước và gây ra nhiều tác động xấu đến môi trường. Mặc dù VNCA mới đây đã gửi văn bản đề nghị lùi thời hạn tăng thuế xuất khẩu clinker, nhưng mức thuế mới vẫn tiềm ẩn nguy cơ sụt giảm sản lượng clinker xuất khẩu (Trung Quốc là nước nhập khẩu clinker chính) và dư cung xi măng tại thị trường trong nước. Chúng tôi nhận thấy động thái này sẽ làm giảm giá xi măng trong nước bằng cách tăng nguồn cung tại thị trường nội địa. Bên cạnh đó, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của clinker vào khoảng 3-5%, việc tăng thuế có thể siết tỷ suất lợi nhuận hoặc giảm sản lượng xuất khẩu. Điều này có thể làm giảm tốc độ tăng trưởng của các công ty trong ngành trong trung và dài hạn.

Tăng trưởng kinh tế chậm có thể làm giảm sức tiêu thụ

Chế độ thuế mới có thể tạo ra áp lực giảm doanh thu của các công ty, đặc biệt là các công ty phía Bắc

Figure 22. Giá Clinker xuất khẩu khá ổn định qua các năm



Nguồn: KIS

V. Kết luận và xếp hạng

Xếp hạng Trung Lập

1) Các vấn đề trong nước làm cản trở nhu cầu ngành

2) Thị trường xuất khẩu tiềm năng cạnh tranh hơn trong bối cảnh nhu cầu không thay đổi

3) Công suất dư thừa

Chúng tôi đánh giá Trung lập đối với ngành Xi măng vì chúng tôi nhận thấy một số thách thức đối với ngành xi măng Việt Nam trong ngắn hạn và trung hạn: (1) các vấn đề trong nước trong bối cảnh kinh tế suy thoái, (2) khả năng cạnh tranh cao hơn trên thị trường xuất khẩu, (3) khả năng dư thừa nguồn cung trong nước khi năng lực sản xuất ngày càng tăng và thuế suất xuất khẩu clinker cao hơn theo các quy định mới

Đầu tiên, các vấn đề trong nước liên quan đến các nhà phát triển nhà ở và thị trường vốn trong bối cảnh kinh tế suy thoái sẽ cản trở hoạt động xây dựng và người tiêu dùng cuối cùng có thể áp dụng cách tiếp cận “chờ và xem” khi mà thị trường vẫn còn nhiều bất ổn.

Thứ hai, chúng tôi nhận thấy sự cạnh tranh đang nóng lên ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu. Các nhà xuất khẩu Việt Nam sẽ cạnh tranh với các đối thủ khác trong khu vực trên thị trường xuất khẩu truyền thống cũng như các thị trường mới khác trong khi các hoạt động xây dựng dự kiến sẽ bị đình trệ và nhu cầu tiêu thụ dự đoán sẽ thấp hơn trong bối cảnh chi phí vay cao kéo dài.

Thứ ba, sự cải tiến về công nghệ và sự thay đổi trong quy định về tỷ lệ phối trộn phụ gia sẽ đẩy ngành đi sâu vào dư thừa công suất bên cạnh mức thuế xuất khẩu clinker mới. Ngoài ra, sự sụt giảm nhu cầu trên toàn cầu trong bối cảnh dư thừa công suất toàn cầu cũng tạo ra thời gian khó khăn hơn cho ngành.

Bảng 3. Phân tích SWOT ngành

<p><u>Điểm mạnh:</u></p> <ul style="list-style-type: none">- Chi phí đầu vào thấp (nhân công, điện...)- Nguyên liệu sản xuất xi măng dồi dào, chất lượng cao	<p><u>Cơ hội:</u></p> <ul style="list-style-type: none">- Thị trường xây dựng được kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhờ vào thị trường bất động sản và quá trình công nghiệp hóa- Sự ổn định chính trị và xã hội thu hút đầu tư nước ngoài giữa bối cảnh đa dạng hóa các trung tâm sản xuất sau COVID-19
SWOT	
<p><u>Điểm yếu:</u></p> <ul style="list-style-type: none">- Các doanh nghiệp sản xuất xi măng Việt Nam còn đơn lẻ, quy mô nhỏ và tập trung- Nhu cầu nội địa thấp hơn nhiều so với công suất thiết kế ngành- Các nhà sản xuất không có quyền định giá do thị trường phân chia đơn lẻ	<p><u>Thách thức:</u></p> <ul style="list-style-type: none">- Yêu cầu bảo vệ môi trường ngày càng khắt khe, các doanh nghiệp trong ngành sản xuất xi măng đang tăng cường phát triển, đổi mới công nghệ để giảm thiểu tác hại trong quá trình hoạt động của mình

Phân tích cổ phiếu - chúng tôi xếp hạng NĂM GIỮ với HT1 và BCC.

Xi măng Vicem Hà Tiên (HT1, NĂM GIỮ, 13,500 đồng): Công ty chủ yếu hoạt động ở miền Nam Việt Nam, nơi mà HT1 có quyền định giá tốt nhất trong số các nhà sản xuất do khu vực có lượng cầu vượt quá cung. Ngoài ra, công ty còn tìm kiếm các thị trường xuất khẩu mới bên cạnh thị trường truyền thống là Campuchia.

Xi măng Bim Sơn (BCC, NĂM GIỮ, 11,160 đồng): Thị trường chính của công ty là tỉnh Thanh Hóa và các tỉnh miền Trung. BCC chỉ tập trung vào phân khúc nhà ở và phi nhà ở. Trung Quốc là thị trường xuất khẩu chính của BCC với khoảng 30% sản lượng tiêu thụ.

Doanh Nghiệp

Xi măng Vicem Hà Tiên (HT1)

Xi măng Bim Sơn (BCC)

Xi măng Vicem Hà Tiên (HT1)

NĂM GIỮ (Lần đầu), TP 13,500 Đồng

Giá cp (04/05, đồng)	14,150
Vốn hóa (tỷ đồng)	230
SLCP lưu hành (triệu)	382
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	19,135/7,470
GTGDĐT 6T (tỷ đồng)	0.54
Tỷ lệ cp tự do (%)	17.5
Sở hữu NN (%)	3.4
Cổ đông lớn (%)	
Vietnam National Cement Corp	79.7

	DT	LNHĐ	LNR	EPS	% tăng	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE	Cổ tức
	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2021A	7,064	571	369	820	(23.4)	1,154	16.5	5.6	1.0	7.0	12.7
2022A	8,918	471	261	341	(58.4)	1,043	39.7	6.0	1.0	5.1	5.2
2023F	8,214	466	273	700	105.3	1,039	19.4	5.5	1.0	5.3	4.4
2024F	7,730	577	368	943	34.7	1,153	14.4	4.7	1.0	7.2	8.9
2025F	7,962	652	425	1,090	15.6	1,232	12.4	3.9	1.0	8.5	8.9

Giá thị trường phản ánh đầy đủ kỳ vọng

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(9.3)	45.3	(26.8)
Tương đối với VNI (%p)	(5.8)	40.2	(5.2)

Xu hướng giá



NĂM GIỮ và TP 13,500 Đồng: Chúng tôi đánh giá **NĂM GIỮ** đối với Xi măng Vicem Hà Tiên (HT1) dựa trên triển vọng trong năm 2022F-25F. Chúng tôi dự báo EPS sẽ đạt tốc độ CAGR trong ba năm là +47.3% trong khi tốc độ CAGR 2023-25F là 24.8%. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng EPS sẽ phục hồi trở lại vào năm 2023 nhờ giá đầu vào (than đá) ổn định trước khi giảm do triển vọng ngành không mấy sáng sủa. Giá mục tiêu của chúng tôi là 13,500 đồng dựa trên sự kết hợp giữa PE dự phóng là 12.0x (cao hơn mức trung bình 5 năm) trên EPS bình quân giai đoạn 2023F-24F (70% tỷ trọng) và định giá DCF trong giai đoạn dự báo 5 năm (30 % tỷ trọng). Chúng tôi sử dụng WACC ở mức 14.1% với giả định: 1) lãi suất phi rủi ro là 5.5%, 2) hệ số beta là 1.38 và 3) phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 8.0% và tốc độ tăng trưởng cuối kỳ là 2%.

Triển vọng toàn cầu không mấy sáng sủa mặc dù Trung Quốc mở cửa trở lại. Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ là chất xúc tác tích cực cho xuất khẩu clinker của Việt Nam từ mức cơ sở thấp. HT1 là người hưởng lợi gián tiếp trong trường hợp này khi thị trường xuất khẩu chính của HT1 là Campuchia. Giá trong nước sẽ phần nào giảm bớt áp lực cung vượt cầu khi các nhà sản xuất phía Bắc có thể vực dậy và đẩy mạnh sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc - thị trường xuất khẩu chính của họ. Tuy nhiên, triển vọng nhu cầu thế giới nói chung và Trung Quốc nói riêng được dự báo sẽ suy giảm trong bối cảnh lãi suất vay nợ cao sẽ cản trở sự tăng trưởng của nhu cầu toàn cầu cũng như nhu cầu của các thị trường xuất khẩu của Việt Nam.

Thị trường nội địa cần có thêm thời gian. Bất chấp các dự án cơ sở hạ tầng công cộng, các vấn đề liên quan đến thị trường trái phiếu và phát triển khu dân cư có thể làm chậm nhu cầu xi măng cùng với môi trường lãi suất vay cao và giá vật liệu xây dựng cao khác có thể làm trì hoãn hoạt động xây dựng từ người tiêu dùng cuối cùng. Bên cạnh đó, việc gia tăng số lượng dây chuyền sản xuất mới, thay đổi tỷ lệ phối trộn phụ gia và tăng thuế xuất khẩu clinker sẽ tạo thêm áp lực cung vượt cầu đối với các nhà sản xuất trong nước trong bối cảnh nhu cầu suy giảm.

Tổng quan về công ty

Xi măng Vicem Hà Tiên (HT1) là một trong những doanh nghiệp xi măng nội địa lớn nhất Việt Nam. Công ty dẫn đầu tại miền Nam với khoảng 30% thị phần và 10% thị phần toàn Việt Nam. Nó được sở hữu 80% bởi Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam (VICEM) thuộc sở hữu nhà nước.

Bảng 2. Phương pháp DCF

Chi phí VCSH	Lưu ý	DCF	Giá trị	Lưu ý
Beta (x)	1.38	Giá trị hiện tại của Giá trị cuối cùng (PV of Terminal Value)	4,974	Mức tăng trưởng dài hạn 2%
Lãi suất phi rủi ro (%)	5.5	Tổng giá trị hiện tại từ hđkd (Total PV of Operations)	8,937	
Phần bù rủi ro VCSH (%)	8.0	Cộng: Tiền	1,090	
Chi phí VCSH (%)	16.5	Trừ: Nợ vay	(1,645)	
WACC		Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	(10)	
Chi phí sử dụng vốn vay (%)	8.0	Giá trị VCSH	8,372	
Hệ số nợ trên vốn vay (%)	24.2	SL cổ phiếu lưu hành, Triệu	382	
Thuế (%)	20.0			
WACC (%)	14.1	DCF Giá mục tiêu cuối 2023	21,920	

Bảng 3. Phương pháp PE

Khoản	2023F	2024F	Avg.2023-24F
Core EPS (VND)	700	943	822
Trung vị ngành khu vực (x)	9.4	NA	9.4
Phần bù (%)	27.6	NA	27.6
Mục tiêu (x)	12.0	NA	12.0
Giá mục tiêu theo PE (VND)			9,870

Bảng 4. Tóm tắt dòng tiền

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
EBIT	466	577	652	658	718
trừ: thuế	(68)	(92)	(107)	(107)	(118)
cộng: khấu hao	574	576	580	584	588
trừ: capex	(50)	(50)	(100)	(100)	(100)
(tăng) / giảm vốn lưu động ròng (NWC)	90	(32)	(5)	(51)	(104)
UFCF	1,039	991	1,038	990	1,000
Giá trị hiện tại của Dòng tiền tự do (PV of FCF)	1,039	872	799	663	590

Bảng 5. Định giá

Khoản	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá trị
Price/EPS, 1-yr forward at 12.0x	9,870	70%	6,910
DCF	21,920	30%	6,580
Giá mục tiêu HT1 (làm tròn)			13,500

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Năm tài chính kết thúc T12	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	1,524	2,373	2,510	2,636	3,103
Tiền và tương đương tiền	311	691	1,090	1,340	1,835
Phải thu	527	498	446	426	439
Hàng tồn kho	664	1,044	908	800	741
Tài sản dài hạn	7,285	7,012	6,589	6,169	5,751
Tài sản cố định	5,859	5,439	4,915	4,389	3,909
Đầu tư tài chính	995	1,058	1,108	1,158	1,158
Khác	435	636	612	670	748
Tổng tài sản	8,809	9,385	9,099	8,805	8,854
Người mua trả trước	74	92	82	77	80
Doanh thu chưa thực hiện	136	130	130	130	130
Phải trả người bán	1,208	1,434	1,311	1,209	1,235
Khác	606	768	775	785	795
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	1,611	1,845	1,645	1,545	1,595
Nợ và TP dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng nợ và phải trả	3,635	4,269	3,943	3,746	3,835
VCSH	5,165	5,107	5,146	5,048	5,006
Vốn điều lệ	3,816	3,816	3,816	3,816	3,816
Thặng dư	71	71	71	71	71
Quý khác	793	903	904	904	904
LN giữ lại	487	317	355	257	215
Lợi ích cổ đông thiểu số	9	9	10	11	13
Tổng VCSH	5,174	5,116	5,156	5,059	5,019

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền hoạt động	735	587	928	907	1,002
LN ròng	369	262	274	369	426
Khấu hao và khấu trừ	584	572	574	576	580
Tăng vốn lưu động ròng	(218)	(247)	80	(38)	(4)
Dòng tiền đầu tư	(114)	(187)	(100)	(100)	(100)
Tài sản cố định	(125)	(194)	(100)	(100)	(100)
Tăng đầu tư tài chính	11	7	0	0	0
Dòng tiền tài chính	(1,403.5)	(19.1)	(428.9)	(557.8)	(407.8)
Tăng vốn chủ	0	1	0	0	0
Tăng nợ	(766)	234	(200)	(100)	50
Chi trả cổ tức	(637)	(254)	(229)	(458)	(458)
Dòng tiền khác	0	(1)	0	0	0
Tăng tiền mặt	(782)	380	399	249	494

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	7,064	8,918	8,214	7,730	7,962
Giá vốn hàng bán	6,195	8,026	7,362	6,790	6,936
Lợi nhuận gộp	869	892	852	940	1,027
Chi phí bán hàng & QLDN	299	421	386	363	374
LN hoạt động	571	471	466	577	652
Doanh thu tài chính	18	6	16	16	16
Thu nhập lãi	6	18	1	1	1
Chi phí tài chính	125	143	131	124	127
Chi phí lãi vay	100	76	115	108	80
LN khác	(2)	(10)	(8)	(8)	(8)
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	0	0	0	0
LN trước thuế	462	324	342	461	533
Thuế TNDN	93	63	69	92	107
LN sau thuế	369	262	274	369	426
LN ròng cho công ty mẹ	369	261	273	368	425
EBITDA	1,154	1,043	1,039	1,153	1,232

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	820	341	700	943	1,090
BPS	13,560	13,408	13,511	13,258	13,153
DPS	1,714	710	600	1,200	1,200
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	(11.3)	26.2	(7.9)	(5.9)	3.0
LN hoạt động	(43.2)	(17.4)	(1.2)	23.9	13.1
LN ròng	(23.4)	(58.4)	105.2	34.6	15.7
EPS	(23.4)	(58.4)	105.3	34.7	15.6
EBITDA	(30.5)	(9.5)	(0.5)	11.0	6.9
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	8.1	5.3	5.7	7.5	8.2
Biên LN ròng	4.4	1.5	3.3	4.7	5.2
Biên EBITDA	16.3	11.7	12.6	14.9	15.5
ROA	3.9	2.9	3.0	4.1	4.8
ROE	7.0	5.1	5.3	7.2	8.5
Suất sinh lợi cổ tức	12.1	5.0	4.2	8.5	8.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức	209.0	208.1	85.7	127.3	110.1
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	1,300	1,154	555	205	(240)
Nợ ròng/VCSH (%)	30.0	20.0	10.0	0.0	0.0
Định giá (x)					
PE	17.3	41.5	20.2	15.0	13.0
PB	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.8	6.3	5.7	4.8	4.2

Xi măng Bim Sơn (BCC)

NĂM GIỮ (Lần đầu), TP 11,160 Đồng

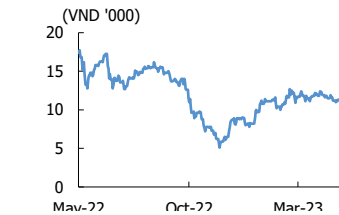
Giá cp (04/05, đồng)	11,400
Vốn hóa (tỷ đồng)	60
SLCP lưu hành (triệu)	123
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	17,725/5,100
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	0.36
Tỷ lệ cp tự do (%)	26.8
Sở hữu NN (%)	1.2
Cổ đông lớn (%)	
Vietnam National Cement Corp	73.1

	DT	LNHĐ	LNR	EPS	% tăng	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE	Cổ tức
	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2021A	4,330	184	84	488	(50.3)	489	23.4	3.8	0.7	3.7	3.8
2022A	4,218	120	69	415	(15.0)	424	27.5	4.5	0.7	3.0	5.5
2023F	3,995	120	67	409	(1.4)	428	27.9	4.0	0.7	2.9	4.4
2024F	4,455	169	105	640	56.5	481	17.8	3.0	0.7	4.6	4.4
2025F	4,644	210	139	847	32.4	526	13.5	2.3	0.6	5.9	4.4

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(7.3)	56.2	(34.6)
Tương đối với VNI (%p)	(3.8)	51.1	(13.1)

Xu hướng giá



Việc Trung Quốc mở cửa trở lại là tín hiệu cho sự phục hồi

NĂM GIỮ và TP là 11,160 đồng: Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với Xi măng Bim Sơn (BCC) dựa trên triển vọng trong FY23F-25F. Chúng tôi dự báo EPS sẽ đạt tốc độ CAGR trong ba năm là 26,8% nhờ mức nền thấp trong năm 2022F. Mức nền thấp được đóng góp chủ yếu bởi sự sụt giảm đáng kể trong nhập khẩu của Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng EPS sẽ phục hồi trở lại vào năm 2023 nhờ giá đầu vào (than đá) ổn định trước khi giảm do triển vọng ngành không mấy sáng sủa. Giá mục tiêu của chúng tôi là 11.160 đồng dựa trên sự kết hợp giữa PE dự phóng là 11,0x (cao hơn mức trung bình 5 năm) trên EPS bình quân giai đoạn 2023F-24F (tỷ trọng 70%) và định giá DCF trong giai đoạn dự báo 5 năm (30 % tỷ trọng). Chúng tôi sử dụng WACC ở mức 15,7% với giả định: 1) lãi suất phi rủi ro là 5,5%, 2) hệ số beta là 1,6 và 3) phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 8,0% và tốc độ tăng trưởng cuối kỳ là 2%.

Triển vọng toàn cầu không mấy sáng sủa mặc dù Trung Quốc mở cửa trở lại. Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ là chất xúc tác tích cực cho xuất khẩu clinker của Việt Nam từ mức nền thấp. BCC là người hưởng lợi trực tiếp trong trường hợp này khi thị trường xuất khẩu chính của BCC là Trung Quốc với khoảng 30% sản lượng. Nhờ đó, công ty sẽ được hưởng lợi từ việc cải thiện giá trong nước và tăng sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc. Tuy nhiên, triển vọng nhu cầu toàn cầu nói chung và tại Trung Quốc nói riêng được dự báo sẽ suy giảm trong bối cảnh lãi suất vay nợ cao sẽ cản trở đà tăng trưởng của nhu cầu thế giới cũng như nhu cầu của thị trường xuất khẩu Việt Nam đối với các sản phẩm xi măng và clinker.

Thị trường nội địa cần có thêm thời gian. Bất chấp các dự án cơ sở hạ tầng công cộng, các vấn đề liên quan đến thị trường trái phiếu và phát triển khu dân cư có thể làm chậm nhu cầu xi măng bên cạnh môi trường lãi suất vay cao và giá vật liệu xây dựng cao khác có thể làm trì hoãn hoạt động xây dựng từ người tiêu dùng cuối cùng. Bên cạnh đó, việc gia tăng số lượng dây chuyền sản xuất mới, thay đổi tỷ lệ phối trộn phụ gia và tăng thuế xuất khẩu clinker sẽ tạo thêm áp lực cung vượt cầu đối với các nhà sản xuất trong nước trong bối cảnh nhu cầu suy giảm.

Tổng quan về công ty

Công ty Cổ phần Xi măng Bim Sơn (BCC) được thành lập năm 1980 với lĩnh vực kinh doanh chính là sản xuất, kinh doanh, xuất nhập khẩu xi măng, clinker và các loại vật liệu xây dựng khác. Công ty có tổng công suất sản xuất clinker là 3,4 triệu tấn và công suất xi măng là 5 triệu tấn mỗi năm.

Bảng 2. Phương pháp DCF

Chi phí VCSH	Lưu ý	DCF	Giá trị	Lưu ý
Beta (x)	1.6	Giá trị hiện tại của Giá trị cuối cùng (PV of Terminal Value)	1,860	Mức tăng trưởng dài hạn 2%
Lãi suất phi rủi ro (%)	5.5	Tổng giá trị hiện tại từ hđkd (Total PV of Operations)	3,214	
Phần bù rủi ro VCSH (%)	8.0	Cộng: Tiền	183	
Chi phí VCSH (%)	18.3	Trừ: Nợ vay	(512)	
WACC		Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	34	
Chi phí sử dụng vốn vay (%)	8.0	Giá trị VCSH	2,919	
Hệ số nợ trên vốn vay (%)	21.5	SL cổ phiếu lưu hành, Triệu	123	
Thuế (%)	20.0			
WACC (%)	15.7	DCF Giá mục tiêu cuối 2023	23,730	

Bảng 3. Phương pháp PE

Khoản	2023F	2024F	Avg.2023-24F
Core EPS (VND)	409	640	525
Trung vị ngành khu vực (x)	9.4	N.A	9.4
Phần bù (%)	17.0	N.A	17.0
Mục tiêu (x)	11.0	N.A	11.0
Giá mục tiêu theo PE (VND)			5,780

Bảng 4. Tóm tắt dòng tiền

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
EBIT	120	169	210	193	194
trừ: thuế	(16)	(24)	(32)	(29)	(30)
cộng: khấu hao	308	312	316	320	324
trừ: capex	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
(tăng) / giảm vốn lưu động ròng (NWC)	3	10	(65)	(39)	56
UFCF	316	367	330	345	446
Giá trị hiện tại của Dòng tiền tự do (PV of FCF)	316	316	248	224	250

Bảng 5. Định giá

Khoản	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá trị
Price/EPS, 1-yr forward at 11.0x	5,780	70%	4,040
DCF	23,730	30%	7,120
Giá mục tiêu BCC (làm tròn)			11,160

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T9 năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	544	805	823	1,155	1,440
Tiền và tương đương tiền	95	43	183	501	763
Phải thu	88	119	108	121	126
Hàng tồn kho	318	605	491	489	505
Tài sản dài hạn	3,332	3,295	3,115	2,924	2,727
Tài sản cố định	3,165	3,147	2,938	2,726	2,510
Đầu tư tài chính	68	18	18	18	18
Khác	134	160	186	205	223
Tổng tài sản	3,876	4,099	3,938	4,078	4,168
Người mua trả trước	128	81	80	89	93
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0	0
Phải trả người bán	873	1,025	934	978	955
Khác	199	289	292	299	307
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	524	511	461	521	571
Nợ và TP dài hạn	34	71	51	41	31
Tổng nợ và phải trả	1,758	1,977	1,818	1,928	1,957
VCSH	2,142	2,152	2,154	2,192	2,262
Vốn điều lệ	1,232	1,232	1,232	1,232	1,232
Thặng dư	57	57	57	57	57
Quỹ khác	714	728	741	762	790
LN giữ lại	139	134	123	140	183
Lợi ích cổ đông thiểu số	(23)	(29)	(34)	(42)	(52)
Tổng VCSH	2,119	2,123	2,120	2,150	2,210

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T9 năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền hoạt động	423	180	372	428	383
LN ròng	78	63	62	97	129
Khấu hao và khấu trừ	305	304	308	312	316
Tăng vốn lưu động ròng	40	(187)	2	19	(62)
Dòng tiền đầu tư	(90)	(196)	(110)	(104)	(107)
Tài sản cố định	(90)	(198)	(100)	(100)	(100)
Tăng đầu tư tài chính	0	2	(10)	(4)	(7)
Dòng tiền tài chính	(326.3)	(36.3)	(131.6)	(11.6)	(21.6)
Tăng vốn chủ	0	0	0	0	0
Tăng nợ	(289)	25	(70)	50	40
Chi trả cổ tức	(37)	(61)	(62)	(62)	(62)
Dòng tiền khác	0	0	0	0	0
Tăng tiền mặt	7	(52)	131	312	255

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T9 năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	4,330	4,218	3,995	4,455	4,644
Giá vốn hàng bán	3,842	3,782	3,588	3,966	4,100
Lợi nhuận gộp	488	436	407	489	544
Chi phí bán hàng & QLDN	304	316	288	321	334
LN hoạt động	184	120	120	169	210
Doanh thu tài chính	1	0	2	2	2
Thu nhập lãi	0	1	1	1	1
Chi phí tài chính	45	36	40	45	46
Chi phí lãi vay	45	36	33	31	27
LN khác	(29)	3	(4)	(5)	(5)
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	0	0	0	0
LN trước thuế	111	87	78	122	161
Thuế TNDN	33	24	16	24	32
LN sau thuế	78	63	62	97	129
LN ròng cho công ty mẹ	84	69	67	105	139
EBITDA	489	424	428	481	526

Chỉ số tài chính

Cuối T9 năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	488	415	409	640	847
BPS	17,197	17,228	17,205	17,451	17,942
DPS	438	632	500	500	500
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	0.7	(2.6)	(5.3)	11.5	4.2
LN hoạt động	(26.7)	(34.6)	(0.2)	40.7	24.6
LN ròng	(50.3)	(15.0)	(1.4)	56.3	32.5
EPS	(50.3)	(15.0)	(1.4)	56.5	32.4
EBITDA	(12.1)	(13.1)	0.7	12.4	9.4
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	4.2	2.8	3.0	3.8	4.5
Biên LN ròng	1.4	1.2	1.3	1.8	2.2
Biên EBITDA	11.3	10.1	10.7	10.8	11.3
ROA	1.9	1.6	1.5	2.4	3.1
ROE	3.7	3.0	2.9	4.6	5.9
Suất sinh lợi cổ tức	3.8	5.5	4.4	4.4	4.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức	89.7	152.2	122.2	78.2	59.0
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	463	540	329	62	(161)
Nợ ròng/VCSH (%)	20.0	30.0	20.0	0.0	(10.0)
Định giá (x)					
PE	23.4	27.5	27.9	17.8	13.5
PB	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.8	4.5	4.0	3.0	2.3

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 5/04/2023.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 5/04/2023.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Xi Măng và hiện là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Phòng Phân Tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2023 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TDL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Báo cáo này được thực hiện bởi CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đưa ra - một cách ẩn ý hay rõ ràng - bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp, những người sẽ tự đưa ra quyết định đầu tư mà không phụ thuộc quá mức vào báo cáo này và công ty không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hậu quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của báo cáo.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.