

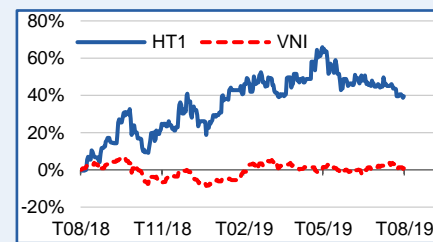
# CTCP Xi Măng Vicem Hà Tiên (HT1) [MUA +23,1%]

Cập nhật

<b>Ngành:</b>	<b>Xi măng</b>		<b>2018A</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
<b>Ngày báo cáo:</b>	<b>16/08/2019</b>	Tăng trưởng DT	2,0%	3,3%	1,9%	1,9%
Giá hiện tại:	15.100VND	Tăng trưởng EPS*	7,4%	4,2%	2,7%	2,8%
Giá mục tiêu:	17.400VND	Biên LN gộp	16,8%	16,0%	15,8%	15,7%
Giá mục tiêu trước đây:	16.900VND	Biên LN ròng*	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%
TL tăng:	+15,2%	EV/EBITDA	4,8x	4,9x	4,9x	4,9x
Lợi suất cổ tức:	7,9%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	3,1x	7,3x	5,0x	5,2x
Tổng mức sinh lời:	+23,1%	P/E*	10,6x	10,2x	9,9x	9,6x

GT vốn hóa:	250,5tr USD		<b>HT1</b>	<b>Peers</b>	<b>VNI</b>
Room KN:	106,8tr USD	EV/EBITDA	4,9x	6,2x	N/A
GTGD/ngày (30n):	67.000USD	P/B (hiện tại)	1,1x	0,5x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	79,7%	Nợ ròng/CSH	55,1%	42,0%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	381,5 tr	ROE	12,1%	11,0%	14,7%
Pha loãng:	381,5 tr	ROA	6,0%	6,5%	2,5%

\* không tính lãi lỗ tỷ giá và ngoài HKKD



## Tổng quan về công ty

HT1 là một trong những doanh nghiệp sản xuất xi măng lớn nhất Việt Nam. Công ty có thị phần lớn nhất tại phía Nam với 30% và thị phần 11% tính trên toàn quốc. Công ty do Tổng Công ty Công Nghiệp Xi măng Việt Nam (VICEM) sở hữu 80%

Nguyễn Thảo Vy  
Chuyên viên Cao cấp

## Hoạt động cốt lõi dẫn dắt tăng trưởng khi ảnh hưởng của tỷ giá giảm dần

Lưu Bích Hồng  
Trưởng phòng Cao cấp

- Chúng tôi nâng khuyến nghị dành cho CTCP Xi Măng Vicem Hà Tiên (HT1) từ PHTT lên MUA đồng thời điều chỉnh tăng giá mục tiêu thêm 3% lên 17.400VND/cổ phiếu. Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng dự báo lợi suất cổ tức lên 7,9% vì HT1 đã thông qua cổ tức cho năm 2018 tại mức 1.200VND/cổ phiếu, trong khi chúng tôi trước đây dự báo công ty sẽ không trả cổ tức bằng tiền mặt. Giá cổ phiếu HT1 trong 3 tháng qua đã giảm 14%.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS 2019 cốt lõi (không tính lãi/lỗ tỷ giá và ngoài HKKD) 1% xuống 666 tỷ đồng (tăng 4% so với năm 2018) dù điều chỉnh tăng dự báo doanh thu thuần thêm 1% lên 8,7 nghìn tỷ đồng (tăng 3% so với năm 2018) vì chúng tôi giả định tăng trưởng sản lượng cho năm 2019 tích cực hơn nhưng bù lại xi măng rời chiếm tỷ trọng cao hơn và dự báo chi phí lãi vay cao hơn.
- Chúng tôi tiếp tục dự báo lãi suất và rủi ro tỷ giá giảm khi HT1 trả dần nợ bằng ngoại tệ. Điều này không chỉ tiếp tục hỗ trợ tạo ra lợi nhuận và dòng tiền mà còn góp phần ổn định khả năng sinh lời của HT1 trong tương lai.
- Tâm lý tiêu cực trong thời gian qua đối với giá cổ phiếu HT1 chủ yếu do LNST sau lợi ích CĐTS quý 2/2019 giảm 14%. Tuy nhiên, LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi quý 2/2019 tăng 3% so với cùng kỳ năm ngoái và đi ngang 6 tháng đầu năm dù chi phí đầu vào cùng kỳ cao hơn.
- Khả năng điều chỉnh tăng: sản lượng bán ra cao hơn so với dự báo và tối ưu hóa chi phí sản xuất.
- Rủi ro: chi phí đầu vào cao hơn so với dự báo (cụ thể là than).

**Chúng tôi kỳ vọng HT1 sẽ duy trì đà tăng trưởng sản lượng trong bối cảnh môi trường cạnh tranh lành mạnh hơn.** Sản lượng xi măng bán trong 6 tháng 2019 của HT1 tiếp tục ghi nhận tăng trưởng mạnh 12% YoY đạt 3,6 triệu tấn từ mức cơ sở thấp của năm 2018, thời điểm cạnh tranh gay gắt từ các nhà sản xuất ở miền Bắc đã tác động đến doanh số bán của HT1 (sản lượng bán trong 6 tháng 2018 chỉ đạt 3,2 triệu tấn, giảm 2% so với 6 tháng 2017). Xi măng rời tiếp tục là yếu tố dẫn dắt chính cho tăng trưởng sản lượng của HT1 trong quý 2/2019, dù ở một mức độ thấp hơn so với trong quý 1/2019. Tỷ trọng xi măng rời trong tổng sản lượng bán là khoảng 32% trong 6 tháng 2019, so với 35% trong quý 1/2019 và 25% năm 2018. Ngoài ra, xuất khẩu của ngành xi măng nói chung vẫn duy trì mạnh mẽ, làm giảm các áp lực cạnh tranh trong nước. Khi sản lượng bán trong 6 tháng 2019 tích cực hơn kỳ vọng của chúng tôi, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng sản lượng 2019 thêm 3,0% YoY (tương ứng với 7 triệu tấn) so với 1,5% YoY (tương ứng với 6,9 triệu tấn) trước đây.

**Đóng góp của tăng trưởng sản lượng bán tích cực trong năm 2019 bị ảnh hưởng bởi tỷ lệ xi măng rời cao và chi phí lãi vay cao hơn.** Do xi măng rời có biên LN thấp hơn so với xi măng bao, tỷ trọng xi măng rời trong tổng sản lượng bán tăng cao khiến chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo biên LN gộp 2019 còn 16,0% từ 16,1% trước đây. Nợ ngắn hạn trong 6 tháng 2019 của HT1 cũng cao hơn so với dự phóng trước đây của chúng tôi nhằm tài trợ cho vốn lưu động trong khi HT1 vẫn có kế hoạch trả cổ tức tiền mặt, khiến chúng tôi nâng dự phóng lãi vay 2019 thêm 7%. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 1% LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi dự phóng 2019 còn 666 tỷ đồng (+4% YoY).

## Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8,376</b>	<b>8,653</b>	<b>8,817</b>	<b>8,984</b>
Giá vốn hàng bán	-6,973	-7,270	-7,421	-7,576
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,403</b>	<b>1,383</b>	<b>1,395</b>	<b>1,407</b>
Chi phí bán hàng	-135	-147	-154	-162
Chi phí QLDN	-188	-194	-202	-210
<b>LN hoạt động (EBIT)</b>	<b>1,080</b>	<b>1,042</b>	<b>1,039</b>	<b>1,035</b>
Doanh thu tài chính	32	0	0	0
Chi phí tài chính	-314	-217	-183	-154
- trong đó, chi phí lãi vay	-276	-210	-183	-154
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	8	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>806</b>	<b>825</b>	<b>857</b>	<b>881</b>
Thuế TNDN	-164	-165	-171	-176
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>641</b>	<b>660</b>	<b>685</b>	<b>705</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
<b>LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>641</b>	<b>660</b>	<b>685</b>	<b>705</b>
	<b>640</b>	<b>666</b>	<b>685</b>	<b>705</b>

EBITDA	1,808	1,788	1,803	1,786
EPS cơ bản (đồng)	1,681	1,730	1,796	1,847
EPS cơ bản điều chỉnh (đồng)	1,426	1,486	1,527	1,570
EPS pha loãng (đồng)	1,426	1,486	1,527	1,570
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	1,500	1,200	1,000	1,000
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	89%	69%	56%	54%

<sup>(1)</sup> loại trừ lãi/lỗ tỷ giá và các khoảng lãi/lỗ không cốt lõi

CHỈ SỐ	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>Tăng trưởng:</b>				
Doanh thu thuần	2.0%	3.3%	1.9%	1.9%
EBIT	5.1%	-3.5%	-0.3%	-0.4%
LN trước thuế	34.2%	2.4%	3.8%	2.8%
EPS cơ bản điều chỉnh	7.4%	4.2%	2.7%	2.8%

<b>Khả năng sinh lời:</b>				
Biên LN gộp	16.8%	16.0%	15.8%	15.7%
Biên EBIT	12.9%	12.0%	11.8%	11.5%
Biên EBITDA	21.6%	20.7%	20.4%	19.9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	7.6%	7.7%	7.8%	7.8%
ROE	12.4%	12.6%	12.7%	12.6%
ROA	5.9%	6.5%	7.1%	7.6%

<b>Chỉ số hiệu quả:</b>				
Số ngày tồn kho	38.9	39.0	45.6	48.5
Số ngày phải thu	21.3	21.1	24.3	27.3
Số ngày phải trả	49.5	50.6	43.1	39.1
Chu kỳ luân chuyển tiền	10.7	9.4	26.8	36.7

<b>Thanh khoản:</b>				
CS thanh toán hiện hành	0.5	0.5	0.6	0.7
CS thanh toán nhanh	0.3	0.2	0.3	0.3
CS thanh toán tiền mặt	0.2	0.1	0.1	0.1
Nợ vay/ Tài sản	36.1%	31.7%	27.1%	22.9%
Nợ vay/ Vốn	42.6%	37.1%	31.7%	26.8%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	59.2%	55.1%	42.2%	32.7%
CS khả năng thanh toán lãi vay	3.9	4.9	5.7	6.7

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VCSC dự báo

CĐKT (tỷ đồng)	2018A	2019F	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	776	206	235	229
Đầu tư TC ngắn hạn	10	13	13	13
Các khoản phải thu	453	545	628	714
Hàng tồn kho	654	898	955	1,060
TS ngắn hạn khác	29	29	29	29
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>1,923</b>	<b>1,692</b>	<b>1,860</b>	<b>2,044</b>
TS cố định (nguyên giá)	14,655	14,828	15,005	15,274
- Khấu hao lũy kế	-6,187	-6,933	-7,696	-8,447
TS cố định (ròng)	8,468	7,896	7,308	6,827
Đầu tư TC dài hạn	27	27	27	27
TS dài hạn khác	213	213	213	213
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>8,708</b>	<b>8,135</b>	<b>7,548</b>	<b>7,067</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>10,631</b>	<b>9,827</b>	<b>9,408</b>	<b>9,111</b>
Phải trả ngắn hạn	1,108	907	845	779
Nợ vay ngắn hạn	2,120	2,047	2,006	1,818
Nợ ngắn hạn khác	499	516	525	535
Tổng nợ ngắn hạn	3,727	3,470	3,376	3,133
Nợ vay dài hạn	1,719	1,069	543	272
Nợ dài hạn khác	8	8	8	8
<b>Tổng nợ</b>	<b>5,454</b>	<b>4,547</b>	<b>3,927</b>	<b>3,412</b>

Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	3,816	3,816	3,816	3,816
Thặng dư vốn cổ phần	71	71	71	71
Lợi nhuận giữ lại	763	841	1,014	1,203
Vốn khác	519	545	572	601
Lợi ích CĐTS	8	8	8	8
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5,177</b>	<b>5,280</b>	<b>5,481</b>	<b>5,699</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>10,631</b>	<b>9,827</b>	<b>9,408</b>	<b>9,111</b>

SL cổ phiếu tại cuối năm (triệu)	382	382	382	382
----------------------------------	-----	-----	-----	-----

LCTT (tỷ đồng)	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>347</b>	<b>776</b>	<b>206</b>	<b>235</b>
LNST sau lợi ích CĐTS	641	660	685	705
Khấu hao	728	746	764	750
Thay đổi vốn lưu động	582	-521	-193	-245
Điều chỉnh khác	-443	-94	-103	-106
<b>LCTT từ HĐ kinh doanh</b>	<b>1,856</b>	<b>791</b>	<b>1,154</b>	<b>1,104</b>

Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-91	-173	-176	-270
Khác	5	0	0	0
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>-75</b>	<b>-173</b>	<b>-176</b>	<b>-270</b>

Cổ tức đã trả	-571	-458	-382	-382
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	136	-73	-41	-188
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	-916	-650	-526	-272
Khác	-12	0	0	0
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>-1,351</b>	<b>-1,188</b>	<b>-949</b>	<b>-841</b>

<b>Lưu chuyển tiền thuần</b>	<b>429</b>	<b>-570</b>	<b>29</b>	<b>-6</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>776</b>	<b>206</b>	<b>235</b>	<b>229</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP, HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng và Chứng khoán

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

[alastair.macdonald@vcsc.com.vn](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

#### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đức Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.