

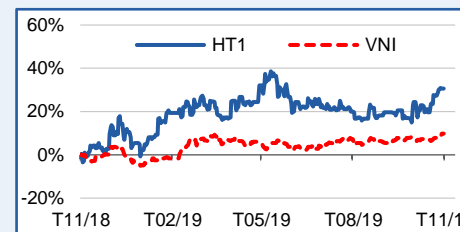
CTCP Xi măng VICEM Hà Tiên (HT1) [MUA +21,0%]

Cập nhật

Ngành:	Xi măng		2018A	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo:	05/11/2019	Tăng trưởng DT	2,0%	3,3%	1,4%	1,4%
Giá hiện tại:	16.500VND	Tăng trưởng EPS*	31,5%	9,1%	7,3%	2,8%
Giá mục tiêu:	18.900VND	Biên LN gộp	16,8%	17,0%	16,8%	16,6%
Giá mục tiêu trước đây:	17.400VND	Biên LN ròng*	7,7%	8,1%	8,6%	8,7%
TL tăng:	+14,5%	EV/EBITDA	5,1x	5,0x	5,0x	5,0x
Lợi suất cổ tức:	6,1%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	3,4x	5,6x	5,1x	5,4x
Tổng mức sinh lời:	+21,0%	P/E	9,8x	9,0x	8,4x	8,1x

GT vốn hóa:	273,7tr USD		HT1	Peers*	VNI
Room KN:	117,2tr USD	EV/EBITDA	4,7x	6,1x	N/A
GTGD/ngày (30n):	122.000USD	P/B (hiện tại)	1,1x	1,0x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	79,7%	Nợ ròng/CSH	45,5%	16,6%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	381,5 tr	ROE	13,6%	13,1%	14,7%
Pha loãng:	381,5 tr	ROA	7,0%	6,5%	2,5%

* CT cùng ngành NN



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 10% 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

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

KQKD 2019 tích cực; chi phí lãi vay giảm hỗ trợ KQKD 2020

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA dành cho CTCP Xi măng VICEM Hà Tiên trong khi chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 9% lên 18.900 đồng/CP qua việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá chiết khấu dòng tiền giai đoạn 2020-2024 cũng như giả định cho cổ tức tiền mặt 1.000 đồng/CP (so với cổ tức tiền mặt 1.200 đồng/CP với ngày giao dịch không hưởng quyền 11/11/2019). Giá cổ phiếu của HT1 đã tăng 9% trong 3 tháng qua.
- Chúng tôi nâng dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS dự phóng 2019 thêm 6% lên 700 tỷ đồng (+9% YoY) trong khi giữ dự báo doanh thu không đổi là 8,7 nghìn tỷ đồng (+3% YoY) khi chúng tôi có quan điểm tích cực hơn về giả định biên LN gộp 2019.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS 2020 sẽ tăng 7% YoY khi chúng tôi kỳ vọng cạnh tranh trong nước do tình trạng thừa cung sẽ tiếp tục tạo ra áp lực nhất định lên tăng trưởng doanh số và biên LN dù chi phí lãi vay giảm.
- Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng chi phí lãi vay giảm sẽ là yếu tố dẫn dắt chính cho tăng trưởng lợi nhuận từ năm 2020 trở đi khi HT1 thanh toán hết nợ bằng ngoại tệ trong năm 2020. Diễn biến này không chỉ giúp hỗ trợ cho lợi nhuận và dòng tiền, mà còn giúp bình ổn khả năng sinh lời của HT1.
- Yếu tố hỗ trợ: sản lượng bán cao hơn dự kiến và tối ưu hóa chi phí sản xuất.
- Rủi ro cho quan điểm của chúng tôi: chi phí đầu vào cao hơn dự kiến (ví dụ như giá than và điện).

Chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng bán ra của HT1 đi ngang trong bối cảnh dư cung trong ngành tiếp diễn. Sản lượng xi măng bán ra trong 9 tháng 2019 của HT1 ghi nhận tăng trưởng mạnh 10% YoY đạt 5,4 triệu tấn từ mức cơ sở thấp trong 9 tháng 2018. Vì sản lượng xi măng bán ra trong 9 tháng 2019 phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi, chúng tôi duy trì dự báo sản lượng bán ra đạt 7,0 triệu tấn (+3,0% YoY) cho cả năm 2019F và 7,1 triệu tấn (+1,5%) cho năm 2020F. Chúng tôi vẫn cho rằng ngành xi măng Việt Nam sẽ duy trì tình trạng dư cung trong tương lai gần, với bối cảnh tiếp tục có các lượng công suất mới dự kiến được đưa vào hoạt động trong giai đoạn 2019-2021.

Áp lực cạnh tranh hạn chế mở rộng biên lợi nhuận gộp bất chấp các yếu tố ngắn hạn thuận lợi. Theo trao đổi cùng ban lãnh đạo của HT1, giá than đầu vào của công ty giảm nhẹ trong quý 3/2019 so với quý 2/2019. Giá than đầu vào giảm cùng với giá bán tiếp tục tăng của HT1 tại các khu vực có nhu cầu xi măng cao đã đóng góp cho mức mở rộng lớn của biên lợi nhuận gộp trong quý 3/2019, đạt 19,5% so với mức 18,2% trong quý 2/2019 và 14,8% trong quý 3/2018. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng giả định biên lợi nhuận gộp năm 2019F lên 17,0% so với mức 16,8% trước đây. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực cạnh tranh do tình trạng dư cung trong ngành sẽ tiếp tục tạo ra một số sức ép nhất định lên biên lợi nhuận gộp dài hạn. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của HT1 trong năm 2020F đạt 16,8% so với mức 17,0% trong năm 2019F.

Chi phí lãi vay giảm tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận. Chúng tôi kỳ vọng HT1 sẽ trả dần các khoản nợ dài hạn của công ty (chủ yếu là nợ vay bằng Euro) trong năm 2019F và 2020F, điều này sẽ giúp HT1 giảm chi phí lãi vay trong năm 2019F và 2020F lần lượt là 26% và 16%. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS trong năm 2019F/2020F đạt 9%/7%, vượt tốc độ tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD dự báo trong năm 2019F/2020F là 4%/-1%.

Báo cáo tài chính

P&L (VND bn)	2018A	2019F	2020F	2021F	B/S (VND bn)	2018A	2019F	2020F	2021F
Revenue	8,376	8,653	8,775	8,899	Cash & equivalents	776	427	455	468
COGS	-6,973	-7,180	-7,303	-7,421	ST investment	10	13	13	13
Gross Profit	1,403	1,473	1,472	1,479	Accounts receivables	453	356	433	512
Sales & Marketing exp	-135	-147	-151	-155	Inventories	654	907	930	1,022
General & Admin exp	-188	-203	-211	-218	Other current assets	29	29	29	29
Operating Profit	1,080	1,122	1,111	1,106	Total Current assets	1,923	1,731	1,860	2,045
Financial income	32	0	0	0	Fix assets, gross	14,655	14,828	15,004	15,271
Financial expenses	-314	-205	-171	-140	- Depreciation	-6,187	-6,933	-7,696	-8,446
- o/w interest expense	-276	-205	-171	-140	Fix assets, net	8,468	7,896	7,308	6,824
Associates	0	0	0	0	LT investment	27	27	27	27
Net other income/(loss)	8	-42	0	0	LT assets other	213	213	213	213
Profit before Tax	806	875	939	966	Total LT assets	8,708	8,135	7,547	7,064
Income Tax	-164	-175	-188	-193	Total Assets	10,631	9,866	9,407	9,109
NPAT before MI	641	700	751	773	Accounts payable	1,108	1,023	960	895
Minority Interest	0	0	0	0	Short-term debt	2,120	1,931	1,802	1,558
NPAT less MI, reported	641	700	751	773	Other ST liabilities	499	516	523	530
NPAT less MI, adjusted⁽¹⁾	640	734	751	773	Total current liabilities	3,727	3,469	3,285	2,983
EBITDA	1,808	1,868	1,874	1,856	Long term debt	1,719	1,075	543	272
EPS reported, VND	1,681	1,834	1,969	2,025	Other LT liabilities	8	8	8	8
EPS adjusted ⁽¹⁾ , VND	1,426	1,649	1,674	1,721	Total Liabilities	5,454	4,552	3,836	3,262
EPS fully diluted, VND	1,426	1,649	1,674	1,721	Preferred Equity	0	0	0	0
DPS, VND	1,500	1,200	1,000	1,000	Paid in capital	3,816	3,816	3,816	3,816
DPS/EPS (%)	89%	65%	51%	49%	Share premium	71	71	71	71
⁽¹⁾ excluding FX and non-operating gain/loss					Retained earnings	763	874	1,104	1,351
RATIOS	2018A	2019F	2020F	2021F	Other equity	519	545	572	601
Growth					Minority interest	8	8	8	8
Revenue growth	2.0%	3.3%	1.4%	1.4%	Total equity	5,177	5,314	5,571	5,846
Op profit (EBIT) growth	5.1%	3.9%	-1.1%	-0.4%	Liabilities & equity	10,631	9,866	9,407	9,109
PBT growth	34.2%	8.6%	7.3%	2.8%	Y/E shares out, mn	382	382	382	382
EPS growth, adjusted	7.4%	15.7%	1.5%	2.8%					
Profitability					CASH FLOW (VND bn)	2018A	2019F	2020F	2021F
Gross Profit Margin	16.8%	17.0%	16.8%	16.6%	Beginning Cash Balance	347	776	427	455
Op Profit, (EBIT) Margin	12.9%	13.0%	12.7%	12.4%	Net Income	641	700	751	773
EBITDA Margin	21.6%	21.6%	21.4%	20.9%	Dep, & amortization	728	746	764	750
NPAT-MI Margin, adj,	7.6%	8.5%	8.6%	8.7%	Chge in Working Cap	582	-224	-156	-230
ROE	12.4%	13.3%	13.8%	13.5%	Other adjustments	-443	-107	-113	-116
ROA	5.9%	6.8%	7.8%	8.3%	Cash from Operations	1,856	1,115	1,247	1,177
Efficiency					Capital Expenditures, net	-91	-173	-176	-267
Days Inventory On Hand	38.9	39.7	45.9	48.0	Investments, net	5	0	0	0
Days Accts, Receivable	21.3	17.1	16.4	19.4	Cash from Investments	-75	-173	-176	-267
Days Accts, Payable	49.5	54.2	49.6	45.6	Dividends Paid	-571	-458	-382	-382
Cash Conversion Days	10.7	2.6	12.7	21.8	Δ in Share Capital	0	0	0	0
Liquidity					Δ in ST debt	136	-189	-129	-243
Current Ratio x	0.5	0.5	0.6	0.7	Δ in LT debt	-916	-644	-532	-272
Quick Ratio x	0.3	0.2	0.3	0.3	Other financing C/F	-12	0	0	0
Cash Ratio x	0.2	0.1	0.1	0.2	Cash from Financing	-1,351	-1,291	-1,043	-896
Debt / Assets	36.1%	30.5%	24.9%	20.1%	Net Change in Cash	429	-350	28	13
Debt / Capital	42.6%	36.1%	29.6%	23.8%	Ending Cash Balance	776	427	455	468
Net Debt / Equity	59.2%	48.5%	33.9%	23.3%					
Interest Coverage x	3.9	5.3	6.5	7.9					

Nguồn: BCTC của công ty, dự báo của VCSC.

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
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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

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

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

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

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 Đắc 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

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.