

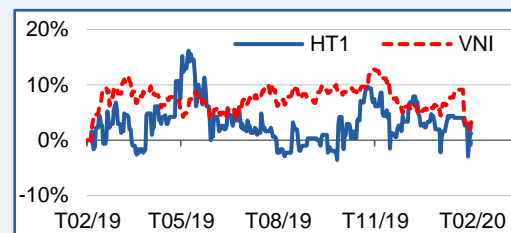
# CTCP Xi măng VICEM Hà Tiên 1 (HT1) [MUA +37,7%]

Báo cáo cập nhật

<b>Ngành:</b>	<b>Xi măng</b>		<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
<b>Ngày báo cáo:</b>	<b>07/02/2020</b>	Tăng trưởng DT	5,5%	1,4%	1,4%	1,4%
Giá hiện tại:	14.450VND	Tăng trưởng EPS	17,5%	0,7%	3,5%	3,9%
Giá mục tiêu:	18.900VND	Biên LN gộp	17,7%	16,8%	16,7%	16,5%
Giá mục tiêu trước đây:	18.900VND	Biên LN ròng	8,4%	8,4%	8,5%	8,7%
TL tăng:	+30,8%	EV/EBITDA	4,1x	4,2x	4,3x	4,2x
Lợi suất cổ tức:	6,9%	P/B	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x
Tổng mức sinh lời:	+37,7%	P/E	8,7x	8,6x	8,4x	8,0x

GT vốn hóa:	239,7tr USD		<b>HT1</b>	<b>Peers*</b>	<b>VNI</b>
Room KN:	101,9tr USD	EV/EBITDA	4,1x	5,8x	N/A
GTGD/ngày (30n):	56.900USD	P/B (hiện tại)	1,0x	1,1x	2,2x
Cổ phần Nhà nước:	79,7%	Nợ ròng/CSH	44,1%	16,6%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	381,5 tr	ROE	14,1%	11,2%	13,5%
Pha loãng:	381,5 t	ROA	7,1%	6,5%	2,2%

\* 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

## Sản lượng bán ổn định, chi phí lãi vay tiếp tục giảm

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho CTCP Xi măng VICEM Hà Tiên 1 (HT1) và duy trì giá mục tiêu 18.900 đồng/CP. Chúng tôi nhìn chung không thay đổi dự báo lợi nhuận dù KQKD quý 4/2019 tích cực hơn dự kiến vì chúng tôi thận trọng trước bối cảnh hoạt động xây dựng trong nước diễn biến chậm trong quý 1/2020 do dịch virus corona bùng phát.
- Chúng tôi duy trì dự báo sản lượng xi măng bán trong năm 2020 tăng 1,5% YoY và giả định biên lợi nhuận gộp năm 2020 không thay đổi, dù HT1 đang áp dụng chiến lược điều chỉnh giá bán chủ động nhằm gia tăng biên lợi nhuận tại một số khu vực khá thành công. Điều này là do chúng tôi nhận thấy tình trạng dư cung trong ngành và dịch virus corona bùng phát có khả năng ảnh hưởng đến việc gia tăng biên lợi nhuận. Do đó, chúng tôi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2020 đạt 750 tỷ đồng (+1% YoY).
- Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng chi phí lãi vay giảm sẽ là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng chính trong năm 2020 dù dự báo lợi nhuận từ HĐKD giảm 5% khi HT1 thanh toán hết các khoản nợ ngoại tệ trong năm 2020.
- Yếu tố hỗ trợ: sản lượng bán cao hơn dự kiến và tối ưu hóa chi phí sản xuất
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: chi phí nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến (cụ thể, than và điện).

**Chúng tôi duy trì dự báo sản lượng bán tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2020 trong bối cảnh dư cung trong ngành.** HT1 ghi nhận sản lượng xi măng bán trong năm 2019 tăng trưởng ổn định 7% YoY (tương ứng 7,3 triệu tấn), cao hơn 4% so với kỳ vọng của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì dự báo sản lượng xi măng bán tăng 1,5% YoY (tương ứng 7,4 triệu tấn) trong năm 2020. Sản lượng bán tăng chậm hơn trong năm 2020 so với mức tăng trong năm 2019 phản ánh sự thận trọng của chúng tôi đối với tiến độ bán hàng của HT1 khi 1) ngành xi măng Việt Nam sẽ tiếp tục tình trạng dư cung trong tương lai gần do lượng công suất mới được dự kiến đi vào hoạt động trong giai đoạn 2019-2021, và 2) dịch virus corona bùng phát có khả năng khiến hoạt động xây dựng trong nước tiến triển chậm trong quý 1/2020.

**Chúng tôi kỳ vọng chiến lược điều chỉnh giá bán chủ động của HT1 sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận.** Theo trao đổi của chúng tôi với ban lãnh đạo của HT1, công ty đã chủ động tăng giá bán tại các vùng mà công ty nhận thấy có nhu cầu cao nhằm ghi nhận tỷ lệ sinh lời cao hơn. Chiến lược này giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp trong quý 3/2019 (19,5% so với 14,8% trong quý 3/2018) và trong quý 4/2019 (19,3% so với 17,8% trong quý 4/2018). Chúng tôi nhận thấy chiến lược bán hàng này là hợp lý khi HT1 đã đảm bảo tăng trưởng sản lượng bán mạnh cho phép công ty cân bằng giữa tăng trưởng sản lượng và khả năng sinh lời. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cạnh tranh tiếp diễn do tình trạng dư cung trong ngành, cùng với khả năng gián đoạn hoạt động xuất khẩu xi măng từ Việt Nam sang Trung Quốc do dịch virus corona gần đây, có thể tạo ra một số áp lực cho việc gia tăng biên lợi nhuận gộp. Do đó, chúng tôi duy trì giả định biên lợi nhuận gộp năm 2020 của HT1 đạt 16,8%.

**Chi phí lãi vay giảm tiếp tục hỗ trợ lợi nhuận.** Nợ bằng ngoại tệ dài hạn của HT1 giảm còn 9,2 triệu Euro và 0,9 triệu USD tính đến cuối năm 2019 so với mức 23 triệu Euro và 6 triệu USD tại thời điểm cuối năm 2018. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng HT1 sẽ trả hết những khoản nợ dài hạn này trong năm 2020, giúp chi phí lãi vay của công ty giảm 21% YoY trong năm 2020. Do đó, chúng tôi dự báo trong năm 2020, tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS dự phóng đạt 1% YoY sẽ vượt tốc độ tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD dự phóng đạt -5% YoY.

## Báo cáo tài chính

P&L (VND bn)	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>Revenue</b>	<b>8,839</b>	<b>8,963</b>	<b>9,090</b>	<b>9,219</b>
COGS	-7,275	-7,457	-7,577	-7,698
<b>Gross Profit</b>	<b>1,564</b>	<b>1,507</b>	<b>1,514</b>	<b>1,521</b>
Sales & Marketing exp	-160	-164	-168	-172
General & Admin exp	-215	-218	-226	-233
<b>Operating Profit</b>	<b>1,189</b>	<b>1,125</b>	<b>1,120</b>	<b>1,115</b>
Financial income	27	0	0	0
Financial expenses	-272	-188	-150	-108
- o/w interest expense	-238	-188	-150	-108
Associates	0	0	0	0
Net other income/(loss)	-13	0	0	0
<b>Profit before Tax</b>	<b>931</b>	<b>937</b>	<b>970</b>	<b>1,007</b>
Income Tax	-186	-187	-194	-201
<b>NPAT before MI</b>	<b>745</b>	<b>750</b>	<b>776</b>	<b>806</b>
Minority Interest	0	0	0	0
<b>NPAT less MI, reported</b>	<b>745</b>	<b>750</b>	<b>776</b>	<b>806</b>
<b>NPAT less MI, adjusted</b>	<b>745</b>	<b>750</b>	<b>776</b>	<b>806</b>

EBITDA	1,897	1,876	1,836	1,858
EPS reported, VND	1,659	1,671	1,730	1,796
EPS adjusted, VND	1,659	1,671	1,730	1,796
EPS fully diluted, VND	1,659	1,671	1,730	1,796
DPS, VND	1,200	1,000	1,000	1,000
DPS/EPS (%)	72%	60%	58%	56%

RATIOS	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>Growth</b>				
Revenue growth	5.5%	1.4%	1.4%	1.4%
Op profit (EBIT) growth	10.6%	-5.4%	-0.4%	-0.5%
PBT growth	14.6%	0.7%	3.5%	3.9%
EPS growth, adjusted	17.5%	0.7%	3.5%	3.9%

<b>Profitability</b>				
Gross Profit Margin	17.7%	16.8%	16.7%	16.5%
Op Profit, (EBIT) Margin	13.5%	12.5%	12.3%	12.1%
EBITDA Margin	21.5%	20.9%	20.2%	20.2%
NPAT-MI Margin, adj,	8.4%	8.4%	8.5%	8.7%
ROE	14.1%	13.7%	13.5%	13.3%
ROA	7.1%	7.5%	8.1%	8.8%

<b>Efficiency</b>				
Days Inventory On Hand	34.4	37.0	39.4	41.9
Days Accts, Receivable	19.5	20.5	22.2	25.2
Days Accts, Payable	59.3	56.3	48.6	44.6
Cash Conversion Days	-5.4	1.2	13.1	22.5

<b>Liquidity</b>				
Current Ratio x	0.5	0.6	0.7	0.8
Quick Ratio x	0.3	0.4	0.4	0.5
Cash Ratio x	0.2	0.2	0.2	0.2
Debt / Assets	31.0%	27.1%	21.5%	16.2%
Debt / Capital	37.2%	32.0%	25.5%	19.1%
Net Debt / Equity	44.1%	32.8%	22.3%	12.4%
Interest Coverage x	4.9	6.0	7.5	10.4

Nguồn: BCTC của công ty, VCSC dự báo.

B/S (VND bn)	2019A	2020F	2021F	2022F
Cash & equivalents	818	802	700	694
ST investment	13	13	13	13
Accounts receivables	492	513	595	679
Inventories	717	794	843	923
Other current assets	14	14	14	14
<b>Total Current assets</b>	<b>2,053</b>	<b>2,136</b>	<b>2,165</b>	<b>2,322</b>
Fix assets, gross	14,641	14,820	15,093	15,370
- Depreciation	-6,808	-7,559	-8,275	-9,018
Fix assets, net	7,833	7,262	6,819	6,352
LT investment	26	26	26	26
LT assets other	353	353	353	353
<b>Total LT assets</b>	<b>8,212</b>	<b>7,640</b>	<b>7,197</b>	<b>6,730</b>
<b>Total Assets</b>	<b>10,265</b>	<b>9,776</b>	<b>9,363</b>	<b>9,053</b>

Accounts payable	1,257	1,042	975	907
Short-term debt	2,375	2,103	1,743	1,463
Other ST liabilities	450	456	462	469
Total current liabilities	4,081	3,600	3,180	2,838
Long term debt	808	543	272	0
Other LT liabilities	15	15	15	15
<b>Total Liabilities</b>	<b>4,904</b>	<b>4,158</b>	<b>3,467</b>	<b>2,853</b>

Preferred Equity	0	0	0	0
Paid in capital	3,816	3,816	3,816	3,816
Share premium	71	71	71	71
Retained earnings	851	1,077	1,323	1,592
Other equity	615	646	678	712
Minority interest	9	9	9	9
<b>Total equity</b>	<b>5,361</b>	<b>5,618</b>	<b>5,896</b>	<b>6,200</b>
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>10,265</b>	<b>9,776</b>	<b>9,363</b>	<b>9,053</b>
Y/E shares out, mn	382	382	382	382

CASH FLOW (VND bn)	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>Beginning Cash Balance</b>	<b>776</b>	<b>818</b>	<b>802</b>	<b>700</b>
Net Income	745	750	776	806
Dep, & amortization	708	751	716	743
Chge in Working Cap	13	-307	-191	-226
Other adjustments	-1,033	-113	-116	-121
<b>Cash from Operations</b>	<b>1,210</b>	<b>1,081</b>	<b>1,184</b>	<b>1,203</b>

Capital Expenditures, net	-76	-179	-273	-277
Investments, net	13	0	0	0
<b>Cash from Investments</b>	<b>-66</b>	<b>-179</b>	<b>-273</b>	<b>-277</b>
Dividends Paid	-457	-382	-382	-382
Δ in Share Capital	0	0	0	0
Δ in ST debt	255	-272	-360	-280
Δ in LT debt	-911	-264	-272	-272
Other financing C/F	12	0	0	0
<b>Cash from Financing</b>	<b>-1,102</b>	<b>-918</b>	<b>-1,013</b>	<b>-933</b>

<b>Net Change in Cash</b>	<b>41</b>	<b>-16</b>	<b>-102</b>	<b>-7</b>
<b>Ending Cash Balance</b>	<b>818</b>	<b>802</b>	<b>700</b>	<b>694</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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>			Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 đồng (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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>			Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 HOẢN</b>	<b>NGHỊ</b>	<b>TẠM</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 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, Chứng khoán và Bảo hiểm

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

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, 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
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

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

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

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

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- 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

- 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 cao cấp, 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.