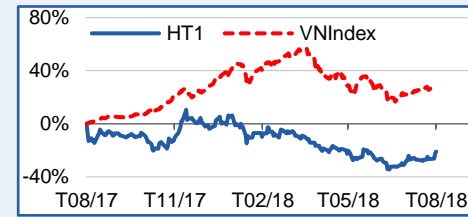




## CTCP Xi Măng Hà Tiên 1 (HT1) [MUA +28,2%]

Cập nhật

Ngành:	Xi măng		2017A	2018F	2019F	2020F
Ngày báo cáo:	28/08/2018	Tăng trưởng DT	-0,3%	-1,4%	0,0%	0,0%
Giá hiện tại:	13.100 VND	Tăng trưởng EPS*	-23,5%	5,9%	-2,4%	-1,5%
Giá mục tiêu:	16.800 VND	Biên LN gộp	16,3%	16,2%	15,6%	15,0%
Giá mục tiêu trước đây:	14.700 VND	Biên LN ròng	6,9%	7,4%	7,2%	7,1%
TL tăng:	+28,2%	EV/EBITDA	5,0x	5,1x	5,2x	5,4x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	5,4x	4,2x	4,5x	4,5x
Tổng mức sinh lời:	+28,2%	P/E	8,9x	8,4x	8,6x	8,7x



GT vốn hóa:	217,3 triệu USD		HT1	Peers**	VNI
Room KN:	94,5 triệu USD	EV/EBITDA	4,9x	6,8x	N/A
GTGD/ngày (30n):	0,1 triệu USD	P/B (hiện tại)	0,9x	1,3x	2,8x
Cổ phần Nhà nước:	79,9%	Nợ ròng/CSH	68,9%	12,6%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	381,5 triệu	ROE	10,9%	13,7%	15,1%
Pha loãng	381,5 triệu	ROA	5,2%	8,0%	2,4%

\* EPS cốt lõi  
\*\* Bao gồm CT cùng ngành nước ngoài với hệ số điều chỉnh

### Tổng quan về công ty

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

Nguyễn Thảo Vy  
Chuyên viên Cao cấp

## Sản lượng bán ra và biên lợi nhuận phục hồi giúp lấy lại đà tăng trưởng

Lưu Bích Hồng  
Trưởng phòng Cao cấp

- Chúng tôi nâng khuyến nghị dành cho CTCP Xi Măng Hà Tiên 1 (HT1) từ KHẢ QUAN lên MUA và điều chỉnh tăng giá mục tiêu 14% lên 16.800VND/cổ phiếu vì công ty đã khôi phục được đà tăng trưởng sản lượng cũng như tăng biên lợi nhuận gộp trong Quý 2.
- Hoạt động xuất khẩu mạnh của ngành xi măng Việt Nam đã góp phần giảm bớt cạnh tranh trong nước và giúp HT1 cải thiện sản lượng bán ra trong Quý 2, củng cố dự báo của chúng tôi với doanh thu năm 2018 sẽ đi ngang tại mức 8.100 tỷ đồng.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST thường xuyên 2018 thêm 27% lên 595 tỷ đồng (tăng 5,9% so với năm 2017) vì chúng tôi điều chỉnh tăng giả định biên lợi nhuận gộp do lượng xi măng gia công giảm, giá bán trung bình tăng nhẹ bù đắp cho việc chi phí đầu vào tăng và tỷ lệ xi măng bao / rời cải thiện. Trong khi đó, đồng EUR trượt giá so với đồng VND sẽ hỗ trợ lợi nhuận 2018 đạt tăng trưởng 25% lên 593 tỷ đồng.
- Tỷ lệ EV/EBITDA 2018 tỏ ra hấp dẫn tại mức 5,1 lần với dòng tiền mạnh vì hoạt động đầu tư XDCB chậm lại và tỷ lệ đòn bẩy giảm.
- Cổ tức bằng tiền mặt lên đến 1.500VND/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 11,4%) dự kiến sẽ được trả trong Quý 3/2018 là yếu tố ngắn hạn hỗ trợ giá cổ phiếu.
- Yếu tố hỗ trợ: Sản lượng bán ra tăng, lãi bất thường từ dự án BĐS Thủ Đức.
- Rủi ro: đồng EUR tăng giá so với đồng VND nhiều hơn so với dự báo.

**Sản lượng bán ra phục hồi nhờ hoạt động xuất khẩu xi măng trong nước tăng mạnh giúp giảm cạnh tranh.** Trong [báo cáo cập nhật Quý 1](#), chúng tôi bày tỏ quan ngại về việc sản lượng xi măng bán ra của HT1 sụt giảm do cạnh tranh gay gắt giữa các nhà sản xuất xi măng trong nước; cũng như nhấn mạnh rằng việc phục hồi sản lượng bán ra trong Quý 2 là yếu tố quan trọng ảnh hưởng tới triển vọng của HT1. Trong Quý 2/2018, HT1 đã khôi phục được mức sản lượng xi măng bán ra ngang với Quý 2/2017 từ mức giảm 5% trong Quý 1/2018 so với Q1 2017. Thành quả này chủ yếu nhờ vào nỗ lực đẩy mạnh bán hàng của HT1 trong bối cảnh ngành xi măng trong nước tăng cường xuất khẩu nên áp lực cạnh tranh trong nước giảm. Sản lượng xi măng bán ra của HT1 trong nửa đầu năm 2018 đạt 3,2 triệu tấn, giảm nhẹ 2% so với cùng kỳ và phù hợp với dự báo trước đó của chúng tôi nên chúng tôi giữ nguyên dự báo mức giảm 2% cho sản lượng xi măng bán ra cho cả năm 2018. Chúng tôi cũng điều chỉnh giả định giá bán trung bình (ASP) từ giảm 1% trước đây lên mức đi ngang so với năm 2017 do giá bán đã tăng nhằm phần ảnh hưởng giá nguyên, nhiên liệu đầu vào tăng từ Quý 1/2018.

**Biên LN cải thiện là yếu tố chính giúp thúc đẩy tăng trưởng LN cốt lõi của năm 2018.** Sau đợt tăng giá nguyên, nhiên liệu trong Quý 1/2018 khiến biên LN gộp giảm mạnh, HT1 đã khôi phục được biên LN về mức cao 19,1% trong Quý 2/2019, chủ yếu nhờ vào: 1) giá bán trung bình tăng để phần

ánh giá đầu vào tăng, 2) tỷ lệ xi măng rời (vốn có biên LN thấp hơn xi măng bao) trong tổng sản lượng bán ra giảm, 3) tỷ lệ sản lượng xi măng mua ngoài từ trạm nghiền Hạ Long giảm. Do đó, chúng tôi nâng dự phóng biên LN gộp cả năm 2018 cho HT1 từ 14.5% lên 16.2%.

**Dòng tiền tiếp tục lành mạnh và nỗ lực trả nợ vay bằng ngoại tệ củng cố tình hình tài chính của HT1.** Trong năm 2018, chúng tôi kỳ vọng HT1 sẽ trả khoảng 579 tỷ đồng nợ vay bằng ngoại tệ (chủ yếu là nợ bằng EUR), tức bằng khoảng 50% dư nợ vay bằng ngoại tệ cuối năm 2017. Phần dư nợ ngoại tệ còn lại sẽ được trả hết vào năm 2020, giúp giảm chi phí lãi vay và loại trừ rủi ro tỷ giá vốn đã ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả LN của HT1 trong các năm trước. Điều này cùng với việc HT1 hiện chưa có kế hoạch XD/CB nào lớn trong tương lai gần, sẽ giúp cải thiện dòng tiền mặt của công ty.

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
<b>Doanh thu</b>	<b>8.209</b>	<b>8.097</b>	<b>8.096</b>
Giá vốn hàng bán	-6.870	-6.783	-6.831
Lợi nhuận gộp	1.339	1.314	1.265
Chi phí bán hàng	-123	-138	-146
Chi phí quản lí DN	-192	-186	-186
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>1.024</b>	<b>990</b>	<b>933</b>
Thu nhập tài chính	-143	-3	-5
Chi phí lãi vay	-312	-246	-207
Lỗ/lãi ngoài HĐKD	27	0	0
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	1
LNTT	596	741	721
Thuế TNDN	-125	-148	-144
LNST trước CĐTS	471	593	577
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	1
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>473</b>	<b>593</b>	<b>577</b>
<b>LNST cốt lõi</b>	<b>562</b>	<b>595</b>	<b>581</b>
EBITDA	1.743	1.716	1.674
EPS cơ bản, báo cáo, VND	1.102	1.383	1.346
EPS pha loãng, VND	1.102	1.383	1.346
EPS cốt lõi, VND	1.312	1.389	1.355

TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	-0,3%	-1,4%	0,0%
Tăng trưởng LN HĐKD	-19,6%	-3,3%	-5,7%
Tăng trưởng LNTT	-41,5%	24,3%	-2,6%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-23,5%	5,9%	-2,4%

Khả năng sinh lời	2017A	2018F	2019F
Biên LN gộp %	16,3%	16,2%	15,6%
Biên LN từ HĐ %	12,5%	12,2%	11,5%
Biên EBITDA	21,2%	21,2%	20,7%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	6,9%	7,4%	7,2%
ROE %	9,1%	11,5%	10,7%
ROA %	4,1%	5,6%	5,7%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017A	2018F	2019F
Số ngày tồn kho	43,1	46,3	50,5
Số ngày phải thu	21,5	23,8	26,0
Số ngày phải trả	44,0	43,0	43,8
TG luân chuyển tiền	20,7	27,1	32,6

Thanh khoản	2017A	2018F	2019F
CS thanh toán hiện hành	0,5	0,5	0,6
CS thanh toán nhanh	0,3	0,2	0,3
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,0	0,1
Nợ/Tài sản	41,7%	37,3%	30,4%
Nợ/Vốn sử dụng	47,2%	42,8%	35,0%
Nợ/Vốn CSH	82,6%	73,6%	50,1%
Khả năng thanh toán lãi vay	2,9	4,0	4,5

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền và tương đương	347	59	216
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu	511	543	610
Hàng tồn kho	827	895	995
TS ngắn hạn khác	18	18	18
Tổng TS ngắn hạn	1.704	1.516	1.838
TS dài hạn (gộp)	14.564	14.685	14.831
- Khấu hao lũy kế	-5.459	-6.185	-6.925
TS dài hạn (ròng)	9.105	8.501	7.906
Đầu tư TC dài hạn	40	30	30
TS dài hạn khác	228	228	228
Tổng TS dài hạn	9.373	8.758	8.163
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>11.076</b>	<b>10.273</b>	<b>10.001</b>

Phải trả ngắn hạn	782	817	823
Nợ ngắn hạn	1.984	2.038	1.975
Nợ ngắn hạn khác	494	487	487
Tổng nợ ngắn hạn	3.260	3.342	3.286
Nợ dài hạn	2.635	1.795	1.066
Nợ dài hạn khác	7	7	7
<b>Tổng nợ</b>	<b>5.902</b>	<b>5.144</b>	<b>4.358</b>

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	3.816	3.816	3.816
Thặng dư vốn CP	71	71	71
Lợi nhuận giữ lại	908	845	1.339
Vốn khác	371	390	409
Lợi ích CĐTS	8	8	8
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.174</b>	<b>5.129</b>	<b>5.643</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>11.076</b>	<b>10.273</b>	<b>10.001</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>486</b>	<b>347</b>	<b>59</b>
Lợi nhuận sau thuế	473	593	577
Khấu hao	719	726	741
Thay đổi vốn lưu động	-245	-71	-161
Điều chỉnh khác	-507	-62	-59
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>926</b>	<b>1.185</b>	<b>1.099</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-89	-121	-146
Đầu tư	15	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-37</b>	<b>-121</b>	<b>-146</b>
Cổ tức đã trả	-381	-572	0
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-879	-840	-729
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	350	54	-62
Tiền từ các hoạt động TC khác	-119	10	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-1.028</b>	<b>-1.352</b>	<b>-796</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-139</b>	<b>-288</b>	<b>156</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>347</b>	<b>59</b>	<b>216</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC. Ghi chú: LNST và EPS cốt lõi không tính lãi/lỗ tỷ giá và ngoài HĐKD.

## 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 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 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

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

##### Nghân hàng, Tài Chính và Bảo Hiểm

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

##### Vĩ mô

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

##### Công nghiệp và Vận tải

#### Lucy Huỳnh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên ext 149

##### 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
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên ext 196

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

#### 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

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

#### Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp 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
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

#### 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.