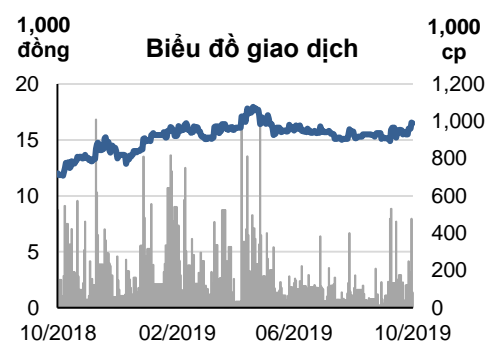


HT1 (HOSE) Kết quả tích cực trong bối cảnh thị trường nội địa yếu

Đánh giá **TRUNG LẬP**
Vật liệu xây dựng/Xi măng

| | |
|------------------------------|--------|
| Giá thị trường (VND) | 16,500 |
| Giá mục tiêu 1 năm (VND) | 17,100 |
| Tỷ lệ tăng giá bình quân năm | 3.6% |
| Suất sinh lợi cổ tức | 7.3% |
| Suất sinh lợi bình quân năm | 10.9% |



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

| | YTD | 1T | 3T | 12T |
|-----------|-----|----|----|-----|
| Tuyệt đối | 21% | 9% | 4% | 38% |
| Tương đối | 8% | 8% | 4% | 26% |

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê **25/10/2019**

| | |
|------------------------|-------------|
| Thấp/Cao 52 tuần (VND) | 11.8k-18.0k |
| SL lưu hành (triệu cp) | 382 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 6,295 |
| Vốn hóa (triệu USD) | 271 |
| % khối ngoại sở hữu | 6.1% |
| SL cp tự do (triệu cp) | 381.0 |
| KLGD TB 3 tháng (cp) | 116,460 |
| VND/USD | 23,202 |
| Index: VNIndex / HNX | 994/105 |

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu **25/10/2019**

| | |
|-----------------|-------|
| VICEM | 79.7% |
| Thành viên HĐQT | 2.8% |

Nguồn: Fiinpro

Chu Đức Vinh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462
vinh.cd@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Sản lượng tăng nhờ bán hàng xi măng rời và thị trường xuất khẩu tốt hơn

Trong 3Q2019, HT1 ghi nhận doanh thu 2,187 tỷ đồng, tăng 8.6% n/n. Kết hợp với mức giảm đáng kể 42.5% n/n của giá than nhập khẩu và 15.6% n/n chi phí lãi vay và tái sử dụng phế liệu vôi làm nguyên liệu đốt, LNST tăng gần gấp đôi lên 218 tỷ đồng.

Sản lượng tiêu thụ của HT1 đạt 1.8 triệu tấn, tăng 10.5% n/n, do công ty tiếp tục đẩy doanh số xi măng rời lên 32% tổng doanh số từ mức 25% trong năm 2014. Đáng chú ý, tăng trưởng ổn định ở mức khoảng 10% n/n trong tất cả 1Q2019, 2Q2019 và 3Q2019. Trên toàn quốc, một yếu tố góp phần tăng tiêu thụ xi măng là thị trường xuất khẩu mạnh hơn. Trong 3Q2019, xi măng trong nước giảm 1.7% n/n nhưng xuất khẩu xi măng tăng 33.2% n/n nhờ thị trường Trung Quốc mạnh hơn, khiến tổng lượng tiêu thụ xi măng tăng 2.7% n/n. Tổng hợp trong 9T2019, mặc dù nhu cầu xi măng trong nước giảm 3% n/n, nhưng tổng lượng tiêu thụ xi măng tăng 2.2% n/n.

Nhờ nhu cầu cao hơn, giá cả cũng cao hơn. Công ty chia sẻ rằng họ đã tăng giá bán tại một số khu vực trong năm nay nhờ mức tiêu thụ cao ở miền Nam. Chúng tôi ước tính giá xi măng tại tỉnh Long An tăng 4.8% - 5.5% q/q trong 3Q2019 sau khi tăng 1.3% - 1.9% q/q trong 2Q2019 tại Thành phố Hồ Chí Minh.

Nhưng tiêu thụ nội địa tiếp tục yếu

Mặc dù thị trường xi măng trong nước đã cải thiện đôi chút khi chỉ giảm 1.7% n/n trong 3Q2019 so với 10.6% n/n của 2Q2019, chúng tôi không mong đợi sự phục hồi hơn nữa do triển vọng mờ nhạt hiện tại của ngành xây dựng vào năm 2020. Ngành xây dựng yếu ngắn hạn đang thúc đẩy tình trạng dư thừa lâu dài của nó.

Với các sản phẩm vật liệu xây dựng khác, các công ty chủ chốt như Hòa Phát (HOSE: HPG) ở măng thép và Bình Minh (HOSE: BMP) ở măng ống nhựa cũng phải chịu nhu cầu nội địa yếu hơn. Cụ thể, thép dài trong nước chỉ tăng 3.1% n/n trong 3Q2019 sau khi tăng vọt 18.8% n/n trong 1Q2019. Tốc độ tăng trưởng doanh số của Nhựa Bình Minh cũng kỷ hợp đồng lên 5.8% n/n trong 3Q2019 từ mức cao nhất 40% n/n trong 1Q2019.

Khuyến nghị TRUNG LẬP

Trong năm 2020, chúng tôi ước tính HT1 sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng ở mức 8,697 tỷ đồng và 747 tỷ đồng, tăng lần lượt 0.4% n/n và 2.1% n/n. Khả năng cải thiện doanh số trong bối cảnh thị trường nội địa yếu là điểm cộng lớn cho HT1 trong năm nay. Tuy nhiên, không có bất kỳ dự án xi măng mới nào, sự tăng trưởng cho HT1 bị hạn chế trong tương lai gần.

Sử dụng EV/EBITDA trung bình là 4.5 và P/E là 9.5, chúng tôi định giá cổ phiếu HT1 ở mức **17,100 đồng** vào cuối năm 2020. Bao gồm 1,200 đồng cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phiếu, tổng lợi nhuận dự kiến là **10.9%** tại thị giá 16,500 đồng. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Dự phóng

| Tỷ đồng | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu | 1,840 | 2,205 | 2,015 | 2,317 | 1,999 | 2,368 | 2,187 | 2,174 | 8,376 | 8,727 | 8,666 |
| <i>Xi măng</i> | 1,827 | 2,202 | 2,010 | 2,315 | 1,992 | 2,365 | 2,178 | 2,170 | 8,354 | 8,705 | 8,643 |
| <i>Khác</i> | 13 | 2 | 5 | 2 | 7 | 3 | 9 | 4 | 23 | 23 | 23 |
| Tăng trưởng DT năm (%) | -3.0% | 2.4% | 4.2% | 4.0% | 8.6% | 7.4% | 8.6% | -6.2% | 2.0% | 4.2% | -0.7% |
| <i>Xi măng</i> | -3.2% | 2.5% | 4.1% | 4.8% | 9.0% | 7.4% | 8.4% | -6.3% | 2.2% | 4.2% | -0.7% |
| <i>Khác</i> | 43.1% | -23.2% | 106.4% | -87.7% | -46.2% | 22.2% | 82.8% | 79.0% | -30.1% | 0.0% | 0.0% |
| Lợi nhuận gộp | 173 | 253 | 214 | 283 | 170 | 249 | 224 | 229 | 872 | 897 | 891 |
| <i>Xi măng</i> | 270 | 420 | 299 | 412 | 259 | 431 | 421 | 394 | 14 | 18 | 20 |
| <i>Khác</i> | 4 | - | -1 | -1 | 6 | - | 6 | -1 | 4 | 4 | 4 |
| Biên lợi nhuận gộp (%) | 22.7% | 25.9% | 24.2% | 23.5% | 27.2% | 22.6% | 21.9% | 19.6% | 22.9% | 22.7% | 22.4% |
| <i>Xi măng</i> | 14.8% | 19.1% | 14.9% | 17.8% | 13.0% | 18.2% | 19.3% | 18.2% | 17.4% | 20.4% | 20.1% |
| <i>Khác</i> | 28.9% | -2.1% | -17.5% | -26.7% | 77.9% | 15.2% | 70.8% | -13.5% | 1.4% | 1.4% | 1.4% |
| Lợi nhuận hoạt động | 205 | 338 | 217 | 320 | 185 | 337 | 335 | 315 | 610 | 633 | 625 |
| <i>Tăng trưởng (%)</i> | -12.6% | 12.1% | -7.4% | 24.4% | -9.7% | -0.2% | 54.4% | -1.8% | 7.3% | 3.8% | -1.3% |
| <i>Biên LN (%)</i> | 11.1% | 15.3% | 10.8% | 13.8% | 9.3% | 14.2% | 15.3% | 14.5% | 7.3% | 7.3% | 7.2% |
| Lợi nhuận sau thuế | 82 | 242 | 118 | 203 | 106 | 209 | 215 | 212 | 645 | 742 | 742 |
| <i>Tăng trưởng (%)</i> | -24.7% | 109.8% | 25.7% | 20.8% | 29.3% | -13.8% | 82.4% | 4.5% | 32.7% | 15.0% | 0.0% |
| <i>Biên LN (%)</i> | 4.4% | 11.0% | 5.9% | 8.8% | 5.3% | 8.8% | 9.8% | 9.8% | 7.7% | 8.5% | 8.6% |

Nguồn: KIS dự phóng

(*): KIS ước tính

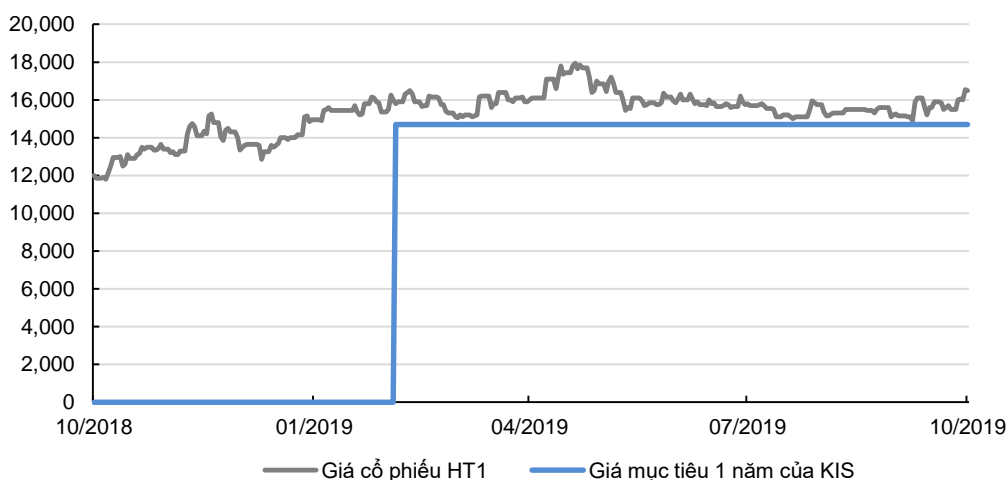
Định giá

| Tỷ đồng | 2019E | 2020E | Ghi chú |
|---|---------------|---------------|----------------------------|
| EV/EBITDA (x) | 4.5 | 4.5 | EV/EBITDA trung bình 1 năm |
| Giá trị doanh nghiệp (A) | 8,557 | 8,428 | |
| Lợi ích cổ đông thiểu số (B) | 7 | 7 | |
| Nợ ròng (C) | 2,491 | 1,554 | |
| Giá trị VCSH (D = A-B-C) | 4,790 | 5,126 | |
| Số lượng CP lưu hành (triệu cp) | 382 | 382 | |
| Giá mục tiêu 1 (VND) (E) | 15,900 | 18,000 | 2020 |
| P/E (x) | 9.5 | 9.5 | P/E trung bình 1 năm |
| EPS hiệu chỉnh (VND) | 1,657 | 1,692 | |
| Giá mục tiêu 2 (VND) (F) | 14,900 | 16,100 | 2020 |
| Giá mục tiêu (VND) G = 50%E + 50%F | 15,400 | 17,100 | 2020 |
| Tỷ lệ tăng giá bình quân năm | | 3.6% | |
| Suất sinh lợi cổ tức | | 7.3% | |
| Tổng suất sinh lợi kỳ vọng | | 10.9% | 2020 |

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

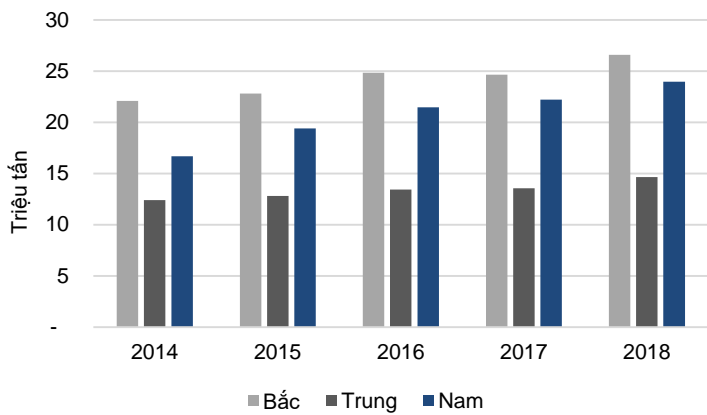
| Công ty | Ngày | Khuyến nghị | Giá mục tiêu (VND) | Kỳ vọng thị trường |
|---------|------------|-------------|--------------------|--------------------|
| HT1 | 28/02/2019 | TRUNG LẬP | 14,700 | 16,950 |

Ước tính và dự phóng của công ty



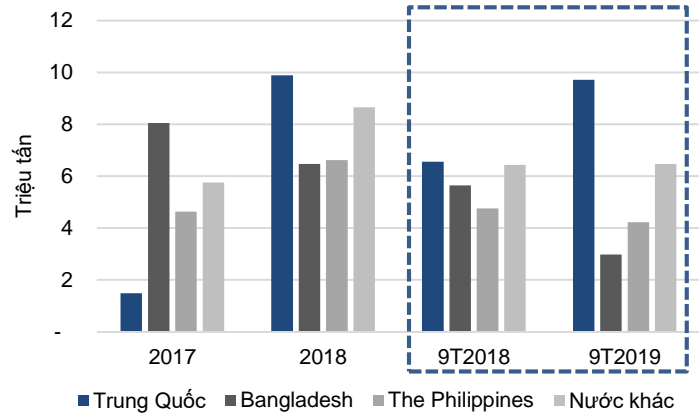
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Tiêu thụ xi măng nội địa



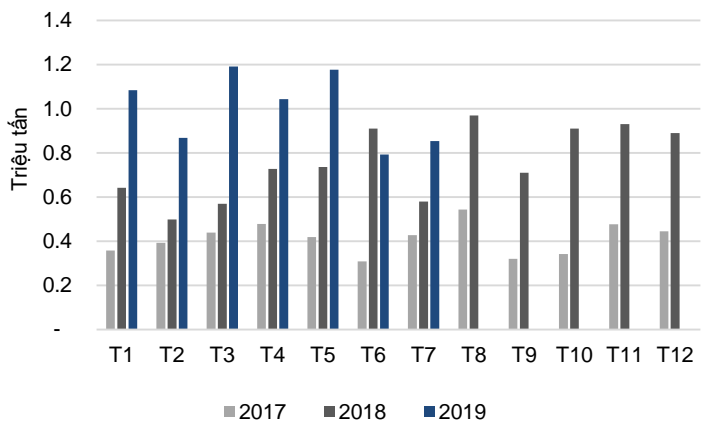
Nguồn: VNCA, KIS

Hình 02. Thị trường nhập khẩu xi măng Việt Nam chính



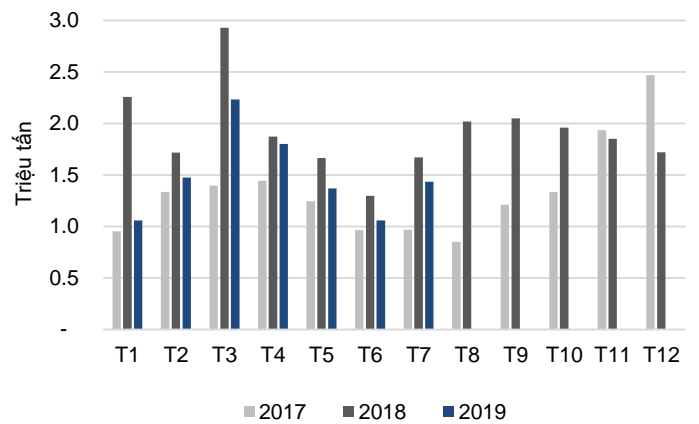
Nguồn: VN Customs, KIS

Hình 03. Xuất khẩu xi măng của Việt Nam theo tháng



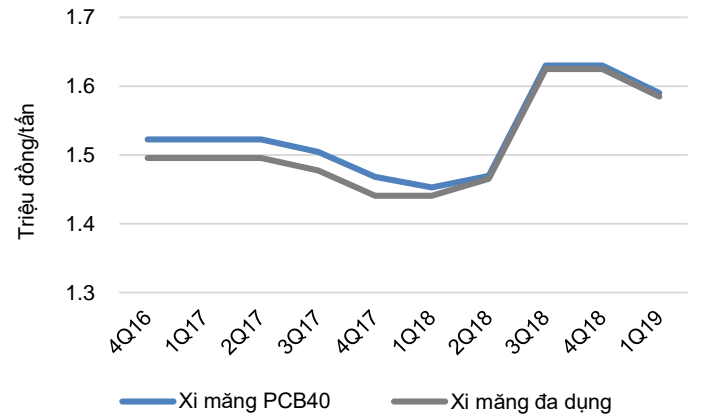
Nguồn: VNCA, KIS

Hình 04. Xuất khẩu clinker của Việt Nam theo tháng



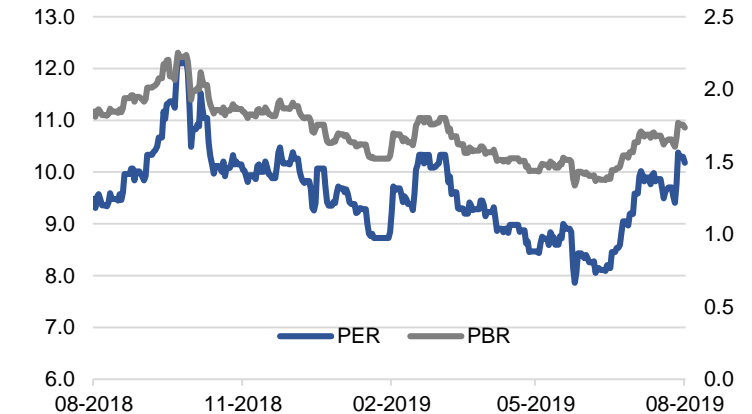
Nguồn: VNCA, KIS

Hình 05. Diễn biến giá xi măng bao HT1 ở TP.HCM



Nguồn: Sở Xây dựng TP.HCM, KIS

Hình 06. Giải ngân ngân sách nhà nước



Nguồn: GSO, KIS

| MÔ HÌNH TÀI CHÍNH | | | | | |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Đơn vị: Tỷ đồng | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
| Doanh thu thuần | 8,237 | 8,209 | 8,376 | 8,727 | 8,697 |
| Tăng trưởng (%) | 8.3% | -0.3% | 2.0% | 4.2% | -0.4% |
| Xí măng | 8,136 | 8,176 | 8,354 | 8,705 | 8,674 |
| Khác | 100 | 32 | 23 | 23 | 23 |
| GVHB | 6,613 | 6,866 | 6,973 | 7,210 | 7,209 |
| Biên LN gộp (%) | 19.7% | 16.4% | 16.8% | 17.4% | 17.1% |
| Chi phí BH & QLDN | 350 | 315 | 323 | 345 | 344 |
| EBITDA | 1,951 | 1,747 | 1,810 | 1,902 | 1,873 |
| Biên lợi nhuận (%) | 23.7% | 21.3% | 21.6% | 21.8% | 21.5% |
| Khấu hao | 678 | 719 | 730 | 730 | 730 |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 1,273 | 1,028 | 1,080 | 1,172 | 1,143 |
| Biên LN HĐKD (%) | 15.5% | 12.5% | 12.9% | 13.4% | 13.1% |
| Chi phí lãi vay ròng | 334 | 300 | 263 | 230 | 204 |
| % so với nợ ròng | 6.5% | 6.7% | 7.2% | 8.3% | 10.1% |
| Khả năng trả lãi vay (x) | 3.8 | 3.4 | 4.1 | 5.1 | 5.6 |
| Lãi/lỗ khác | 80 | -127 | -11 | -15 | -5 |
| Thuế | 210 | 114 | 161 | 183 | 187 |
| Thuế suất hiệu dụng (%) | 20.6% | 19.1% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| Lợi nhuận ròng | 809 | 486 | 645 | 732 | 747 |
| Biên lợi nhuận (%) | 9.8% | 5.9% | 7.7% | 8.4% | 8.6% |
| Lợi ích CĐ thiểu số | - | -2 | - | - | - |
| LN cho công ty mẹ | 809 | 488 | 645 | 732 | 747 |
| Số lượng CP (triệu) | 382 | 382 | 382 | 382 | 382 |
| EPS hiệu chỉnh (VND) | 1,807 | 1,066 | 1,461 | 1,657 | 1,692 |
| Tăng EPS (%) | 10.2% | -41.0% | 37.0% | 13.4% | 2.1% |
| Cổ tức (VND) | - | 1,000 | 1,200 | 1,200 | 1,200 |
| Tỷ lệ trả cổ tức (%) | - | 93.7% | 82.2% | 72.4% | 70.9% |

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

| CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-----------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Thay đổi vốn lưu động | 354 | 274 | -577 | 250 | 1 |
| Capex | 132 | 88 | 91 | 192 | 82 |
| Dòng tiền khác | 50 | 79 | 69 | - | - |
| Dòng tiền tự do | 951 | 764 | 1,791 | 1,029 | 1,394 |
| Phát hành cổ phiếu | - | - | - | - | - |
| Cổ tức | - | 381 | 571 | 458 | 458 |
| Thay đổi nợ ròng | -951 | -383 | -1,220 | -572 | -937 |
| Nợ ròng cuối năm | 4,655 | 4,272 | 3,052 | 2,481 | 1,544 |
| Giá trị doanh nghiệp | 10,654 | 10,270 | 9,050 | 8,478 | 7,542 |
| Tổng VCSH | 5,189 | 5,214 | 5,200 | 5,383 | 5,571 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 8 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| VCSH | 5,181 | 5,207 | 5,193 | 5,376 | 5,564 |
| Giá trị sổ sách/cp (VND) | 13,580 | 13,649 | 13,609 | 14,089 | 14,582 |
| Nợ ròng / VCSH (%) | 90% | 82% | 59% | 46% | 28% |
| Nợ ròng / EBITDA (x) | 2.4 | 2.4 | 1.7 | 1.3 | 0.8 |
| Tổng tài sản | 11,080 | 10,656 | 9,949 | 9,661 | 9,014 |

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

| CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số) | 15.6% | 9.4% | 12.4% | 14.0% | 13.7% |
| ROA (%) | 7.3% | 4.6% | 6.5% | 7.7% | 8.3% |
| ROIC (%) | 10.4% | 7.5% | 9.6% | 11.5% | 12.2% |
| WACC (%) | 10.3% | 10.7% | 11.6% | 12.4% | 13.5% |
| PER (x) | 8.7 | 14.7 | 10.7 | 9.3 | 9.3 |
| PBR (x) | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| PSR (x) | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA (x) | 5.5 | 5.9 | 5.0 | 4.5 | 4.0 |
| EV/Sales (x) | 11.2 | 13.4 | 5.1 | 8.2 | 5.4 |
| Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %) | 0.0% | 6.1% | 7.3% | 7.3% | 7.3% |

Liên hệ

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 TĐL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Phòng Phân tích

Hoàng Huy

Trưởng phòng Phân tích
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

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 ý kiến 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.

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. **KIS** 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.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

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 **KIS**.