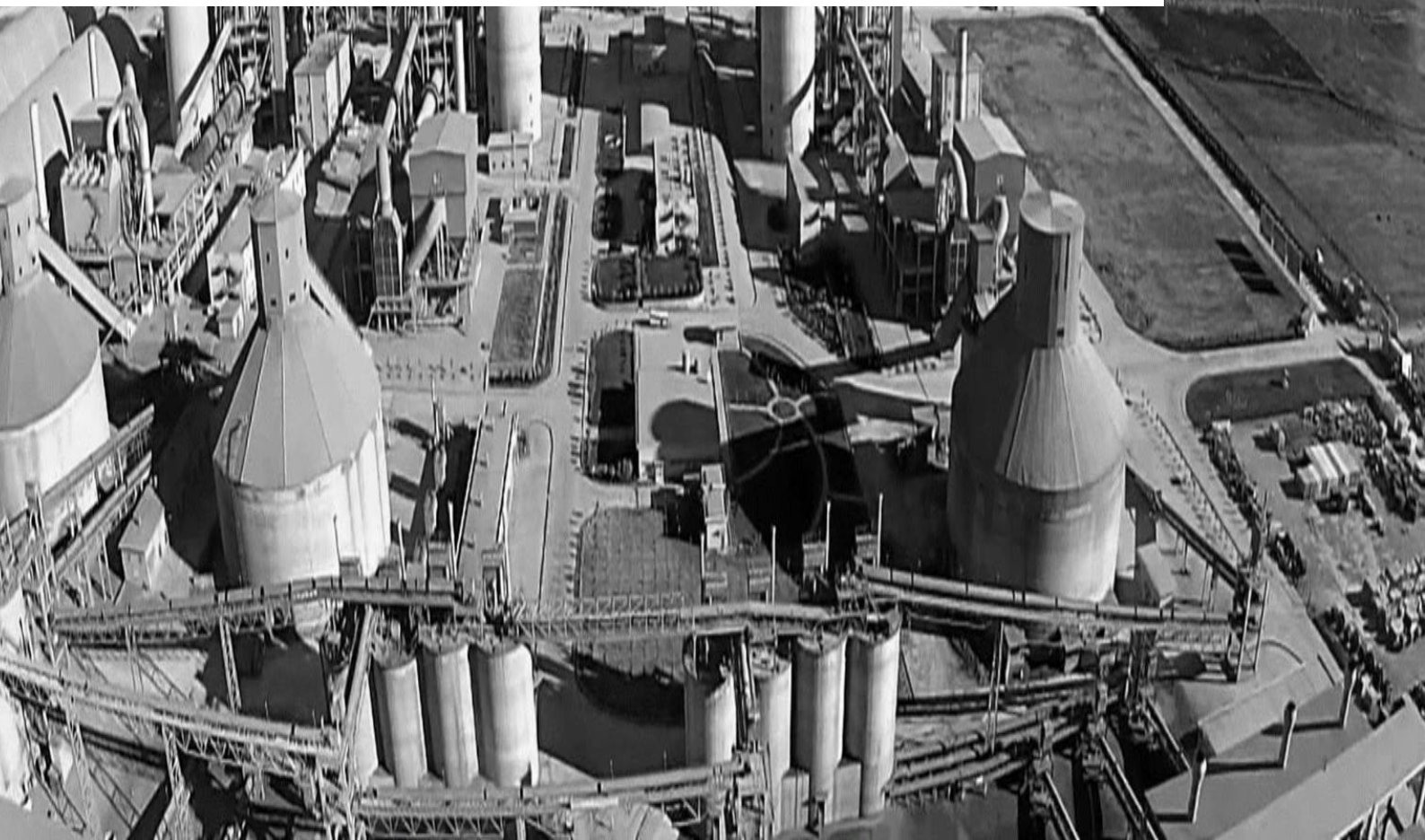


# TRIỂN VỌNG NGÀNH XI MĂNG 2021

---

**Tích Cực**

**XI MĂNG XÁM - SÁNG TƯƠNG LAI**



**MIRAE ASSET**

Securities

Tác giả: Nguyễn Đăng Thiện,  
[Thien.nd@miraeasset.com.vn](mailto:Thien.nd@miraeasset.com.vn)

# CƠ HỘI CHO XI MĂNG 2021

## Tổng quan 2020 và cơ hội cho năm 2021

Trong **Báo cáo lần đầu CTCP Xi măng Hà Tiên 1**, chúng tôi đã dự phóng ngành xi măng trong năm 2020 sẽ suy giảm 15% tổng sản lượng tiêu thụ do tác động của Covid-19, tương ứng với hiệu suất lò quay toàn ngành chỉ đạt 71.3%. Trong đó, chúng tôi quan ngại việc nhà máy xi măng Tân Thắng (2020) và Long Sơn (4Q20) đi vào hoạt động, đẩy sản lượng toàn ngành lên 106 triệu tấn trong 2020 (sv. 104 triệu tấn 2019) trong bối cảnh thị trường nội địa chỉ tiêu thụ trên 62 triệu tấn xi măng. Tuy nhiên, khả năng kiểm soát dịch tốt của Chính phủ kết hợp với Trung Quốc tăng cường đầu tư công đã khiến thị trường xi măng hồi phục mạnh mẽ trong 2H20. Chúng tôi ước tính hiệu suất lò quay năm 2020 đạt 93%.

Cho năm 2021, chúng tôi khuyến nghị **Tích Cực** cho ngành xi măng dựa trên các luận điểm: (i) Thị trường bất động sản hồi phục, (ii) Các nước thúc đẩy đầu tư công, (iii) Lãi suất giảm, tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu (VCSH) giảm.

## Định giá

- Ngành xi măng Việt Nam định giá ở mức PE, P/B và EV/EBITDA lần lượt là 8.4x, 1.1x và 4.8x, thấp hơn 15-34% so với mức trung bình của các nước sản xuất xi măng lớn (PE 12.8x; P/B 1.3x; EV/EBITDA 6.4x). Chúng tôi cho rằng điều này xuất phát từ tình trạng dư cung trong quá khứ. Tuy nhiên, hiệu suất lò quay đã thực sự cải thiện từ năm 2019. Vì vậy, chúng tôi cho rằng trong 2021 ngành xi măng sẽ được tái định giá với mức P/E và EV/EBITDA là 10.3x và 5,7x, thấp hơn 10% so với mặt bằng các nước đang phát triển.

## Luận điểm đầu tư

- Trung Quốc thúc đẩy đầu tư công thêm US\$530bn:** Từ tháng 03/2020, Trung Quốc đã công bố kế hoạch thúc đẩy đầu tư công với 530 tỷ USD (+150% sv. 2019) huy động từ trái phiếu chính quyền địa phương.
- Dự phóng sản lượng tiêu thụ nội địa 2020 giảm nhẹ và hồi phục từ 2021:** nhờ yếu tố thúc đẩy đầu tư công, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa năm 2020f chỉ suy giảm nhẹ, tương ứng 62 triệu tấn (-4.5% YoY). Chúng tôi cho rằng sản lượng năm 2021f sẽ tăng trưởng trở lại, đạt mức 65.7 triệu tấn (+6% YoY), tương ứng với 74% tổng công suất cả ngành.
- Ngành xây dựng nội địa vẫn duy trì mức tăng trưởng 6.6%:** Dựa trên số liệu thống kê của GSO, ngành xây dựng của Việt Nam trong năm 2020 đã đạt giá trị VND411,139 tỷ, tương ứng với mức tăng +6.6%, vượt trội so với mức tăng 2.12% của GDP năm 2020. Chúng tôi cho rằng việc hàng loạt các dự án đầu tư công như cao tốc Bắc – Nam hay đường vành đai ở các thành phố lớn sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng ngành xây dựng giai đoạn 2021 – 2025. Trong năm 2021 - 2022, chúng tôi dự phóng giá trị ngành xây dựng sẽ lần lượt đạt VND452,233 tỷ (+10% YoY) và VND492,956 tỷ (+9% YoY).
- Dự phóng hiệu suất lò quay FY20 và FY21 đạt 93% và 96% nhờ thị trường xuất khẩu:** Trong bối cảnh dư cung, chúng tôi đánh giá việc các nhà sản xuất xi măng Việt Nam chấp nhận hạ giá thành xuất khẩu để đánh đổi sản lượng là một yếu tố cần thiết để tránh thâm hụt dòng tiền. Bên cạnh đó, với tình hình tiêu thụ nội địa đã phục hồi rất nhanh trong 2H20 và triển vọng phục hồi kinh tế chung của cả thế giới năm 2021, chúng tôi dự phóng hiệu suất lò quay năm 2020 và 2021 lần lượt đạt 93% và 96%, tốt hơn rất nhiều so với hiệu suất lò quay trung bình toàn cầu, vốn chỉ đạt quanh 78% trong năm 2020.

## Cổ phiếu khuyến nghị

- CTCP Xi măng Hà Tiên 1 – TĂNG TỶ TRỌNG – TP: VND21,200/cp – Upside: +11.6%

## Rủi ro

- Các công ty xi măng thường luôn chịu sự ảnh hưởng trực tiếp từ giá than và giá điện. Năm 2020 giá điện không tăng và giá than cũng ở mức thấp do nhu cầu than sụt giảm trong thời gian dịch Covid. Nếu năm 2021 nhu cầu than phục hồi mạnh, cũng như giá điện sẽ điều chỉnh tăng giá bán, chúng tôi đánh giá các công ty xi măng khó có thể điều chỉnh tăng giá bán kịp, dẫn đến suy giảm biên lợi nhuận gộp. Ngoài ra, ngành xi măng đối mặt tình trạng phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu và Trung Quốc giảm sản lượng nhập khẩu.

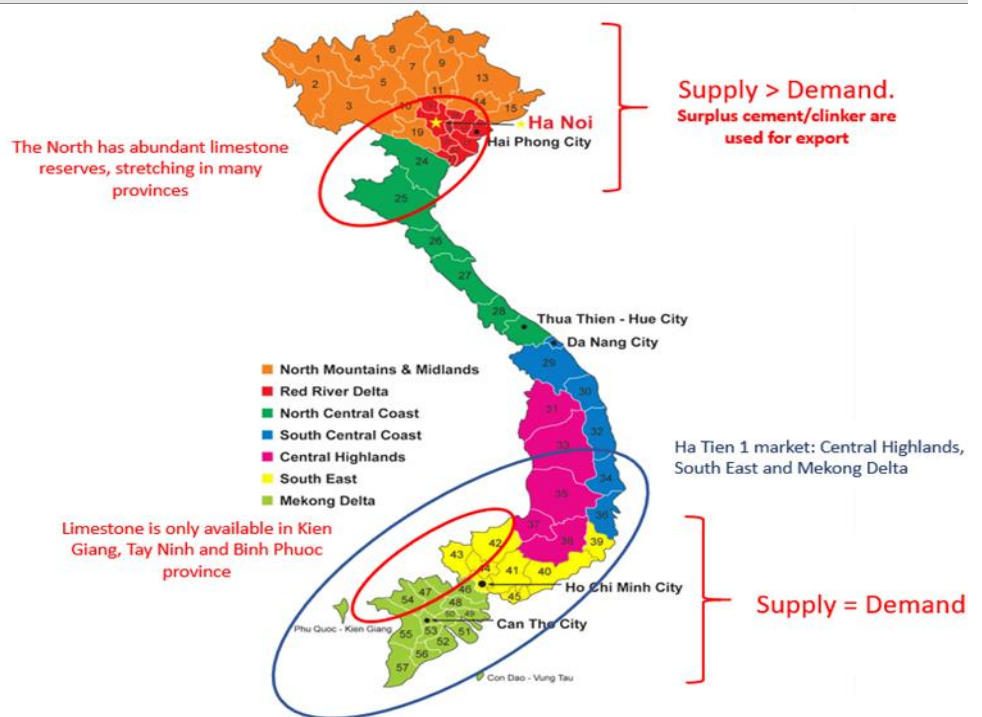
# LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

## A. Lợi thế cạnh tranh lớn cho các nhà máy sở hữu mỏ đá vôi ở phía Nam

### 1. Các mỏ đá vôi tập trung chủ yếu ở phía Bắc, phía Nam hiện chỉ có Bình Phước và Kiên Giang tiếp tục có trữ lượng khai thác

Trong ngành xi măng, đá vôi là nguyên liệu chính để sản xuất clinker, vốn là nguyên liệu chiếm trên 60% thành phần của xi măng. Tuy nhiên, theo Bộ Tài Nguyên và Môi trường (MONRE), hơn 60% trữ lượng đá vôi của Việt Nam phân bố khu vực Đồng Bằng Sông Hồng và Bắc Trung Bộ. Chúng tôi ước tính tổng trữ lượng đá vôi của các khu vực này lên đến 4.1 tỷ tấn, tương đương 22% tổng trữ lượng đá vôi toàn quốc. Ngoài ra, các tỉnh phía Tây Bắc và Duyên hải miền Trung cũng có trữ lượng đá vôi lớn, ước tính chiếm hơn 20% tổng trữ lượng toàn quốc. Tuy nhiên, do vị trí địa lý không thuận lợi cũng tình trạng dư cung xi măng nên trong tương lai các mỏ phía Tây Bắc sẽ không được mở mới, qua đó chúng tôi cho rằng nguồn cung xi măng chính trong giai đoạn 2020-2025 vẫn tập trung ở vùng Đồng Bằng Sông Hồng ở phía Bắc và Kiên Giang trong phía Nam.

Hình 1. Phân bố trữ lượng đá vôi và tương quan cung cầu xi măng theo miền



Nguồn: MONRE, Vietnam Atlas, Vicem, Mirae Asset Vietnam Research

Dựa trên bản đồ phân bố tài nguyên đá vôi từ Atlas Việt Nam, chúng tôi nhận thấy phía Nam chỉ có ba tỉnh là Kiên Giang, Bình Phước và Tây Ninh có mỏ đá vôi có thể khai thác làm xi măng. Cụ thể hơn, vùng Bình Phước và Kiên Giang có trữ lượng lớn nhất khu vực miền Nam, ước tính đạt 2 tỷ tấn, tương đương 10.7% tổng trữ lượng toàn quốc. Trong khu vực phía Nam, chúng tôi cho rằng xi măng Hà Tiên 1 là công ty niêm yết hưởng lợi, khi đang sở hữu mỏ đá vôi từ Kiên Giang và Bình Phước với biên lợi nhuận gộp của HT1 dự phóng năm 2020f đạt 17.7% (sv. 13% trung bình ngành).

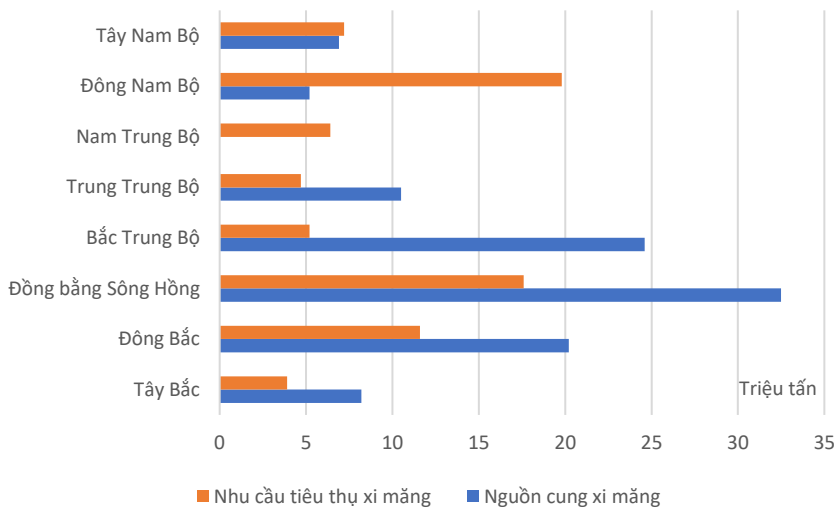
### 2. Thị trường phía Bắc dư cung, thị trường phía Nam dư cầu

Sự khác biệt về mặt đặc điểm tự nhiên tài nguyên đá vôi đã dẫn đến sự phân bố không đồng đều trong số lượng nhà máy xi măng tại các vùng miền. Chúng tôi ước tính tổng nhu cầu xi măng trong nước và xuất khẩu (không bao gồm clinker) năm FY20 đạt 76.2 triệu tấn (+0% YoY), trong đó sản lượng của miền Bắc, Trung và Nam lần lượt đạt 33.1 triệu tấn, 16.3 triệu tấn và 27 triệu tấn.

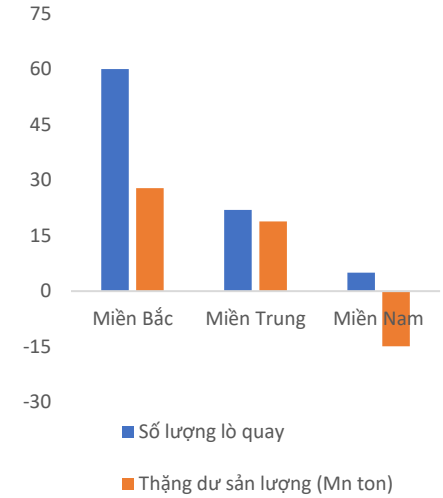
Chúng tôi ước tính tổng cung của thị trường xi măng Việt Nam năm FY20 đạt 108 triệu tấn, tương ứng với sản lượng theo vùng Bắc, Trung và Nam lần lượt đạt 60.9 triệu tấn, 35.1 triệu tấn và 12.1 triệu tấn. Không tính tới khối lượng clinker xuất khẩu, chúng tôi đánh giá miền Nam thiếu hụt tối thiểu 14.9 triệu

tấn (55% tổng nhu cầu xi măng miền Nam). Do đó, chúng tôi đánh giá cao các công ty xi măng có mỏ đá vôi như xi măng Hà Tiên 1 hay xi măng Fico, có khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu và có biên lợi nhuận gộp cao hơn các công ty trong ngành.

Hình 2. Tương quan giữa nhu cầu và nguồn cung xi măng theo khu vực năm 2020



Hình 3. Phân bố lò quay theo miền



Nguồn: Fiipro, Vicem, Mirae Asset Research Vietnam

### B. Dự phóng sản lượng tiêu thụ 2021 tích cực

Việt Nam đang trong tình trạng dư cung nội địa 36 triệu tấn/năm (33% tổng công suất FY20). Do đó, giá clinker xuất khẩu Việt Nam thường chấp nhận thấp hơn các nước trong khu vực như Thái Lan và Indonesia khoảng 20%. Giá clinker xuất khẩu trong năm FY20 ước đạt US\$32/mt (-15% YoY), cũng là mức thấp nhất trong giai đoạn FY15-20.

Tình trạng dư cung cũng khiến các công ty hạ giá xi măng nội địa nhằm tăng thị phần. Trong 1H20, theo khảo sát của chúng tôi, giá bán lẻ xi măng của tất cả các công ty trong ngành đều giảm từ 5-7%, nhưng vẫn tích cực hơn mức giảm giá 15% của thị trường xuất khẩu. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy giá bán lẻ xi măng nội địa đã có xu hướng tăng nhẹ 2-3% trong 4Q20, đồng thời giá điện không tăng trong năm FY20 và giá than cốc trung bình năm FY20 chỉ ở mức quanh US\$126/mt (-28% YoY), qua đó chúng tôi dự phóng mức biên LNG toàn ngành năm FY20 sẽ chỉ giảm 2 điểm %.

Bảng 1: So sánh giá xi măng bán lẻ ở Tp. Hồ Chí Minh

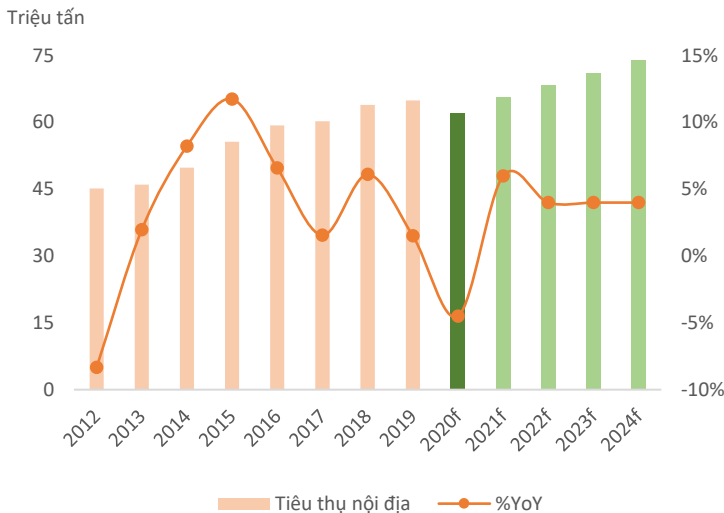
Tên	Vùng	Loại xi măng	12/2019	04/2020	10/2020
Hạ Long	Đồng bằng Sông Hồng và Tây Bắc	PCB40	74,000	71,000	71,300
Nghi Sơn	Miền Bắc và Bắc Trung Bộ	PCB40	75,000	70,000	72,400
Bím Sơn	Miền Bắc và Bắc Trung Bộ	PCB40	69,500	66,800	67,200
Tam Điệp	Đồng bằng Sông Hồng	PCB40	68,500	65,000	66,000
Hoàng Mai	Đồng bằng Sông Hồng	PCB40	68,500	65,500	66,800
Hải Vân	Đồng bằng Sông Hồng và Trung Bộ	PCB40	66,250	64,000	65,000
Insee	Đông Nam Bộ và Mekong	Nhanh khô/PCB40	89,000	84,000	85,500
Fico	Đông Nam Bộ và Mekong	PCB40	78,000	73,000	75,000
Hà Tiên	Đông Nam Bộ và Mekong	Nhanh khô/PCB40	88,000	81,700	84,800

Nguồn: Ba Dinh Cement JSC, Hiep Thanh Trading, Duc Thanh material, T&T trading, Mirae Asset Vietnam Research

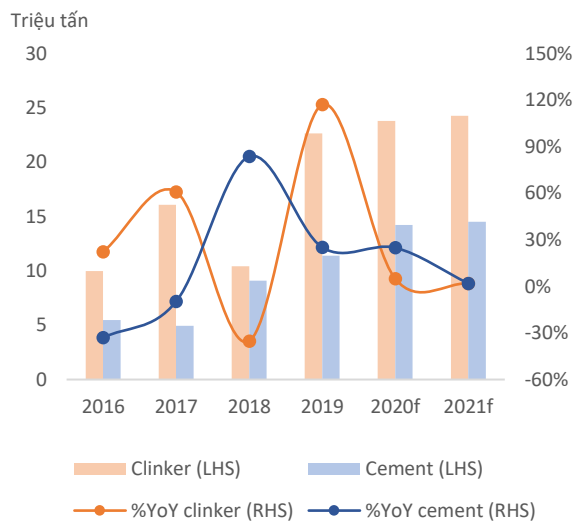
Chúng tôi cho rằng năm FY21 là câu chuyện khác biệt trên nền tảng sự hồi phục trong ngành bất động sản ([Báo cáo triển vọng ngành bất động sản 2021](#)) cùng với xu hướng đầu tư công tại Việt Nam cũng như Trung Quốc hỗ trợ ngành xây dựng nội địa và thị trường xuất khẩu. Tổng sản lượng toàn ngành năm 2020, 2021 và 2022, bao gồm cả thị trường xuất khẩu, dự phóng lần lượt đạt 100 triệu tấn (+1% YoY), 104.5 triệu tấn (+4.5% YoY) và 110.3 triệu tấn (+5.5% YoY). Trong đó, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ xi măng (nội địa và xuất khẩu) năm 2020, 2021 và 2022 lần lượt đạt 76.2 triệu tấn (+0% YoY), 80.25 triệu tấn (+5.3% YoY) và 84.3 triệu tấn (+5.3% YoY). Hiệu suất lò quay của ngành xi măng kỳ vọng quay

trở lại đỉnh lịch sử 2019, tương ứng đạt 96% trong 2021.

**Hình 4. Dự phóng sản lượng tiêu thụ nội địa FY12-24**



**Hình 5. Dự phóng sản lượng xi măng và clinker xuất khẩu**



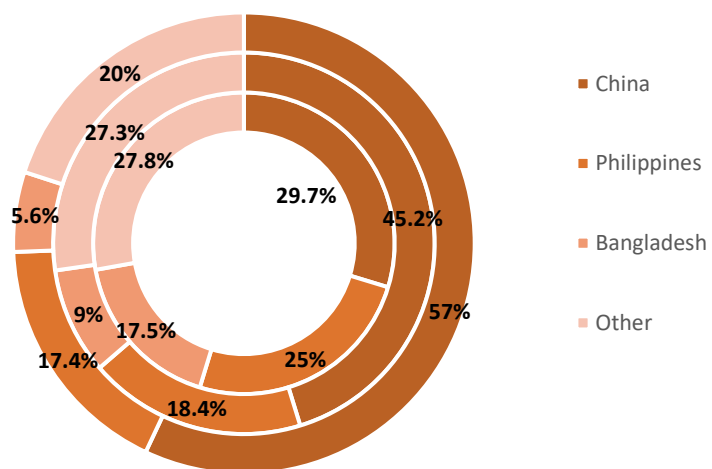
Nguồn: VNCA, Vicem, MAS Research Vietnam

**1. Đầu tư công của Trung Quốc thúc đẩy tiêu thụ clinker**

Như đã đề cập trong [Báo cáo triển vọng ngành Thép - Tôn mạ 2021](#), Trung Quốc đã huy động thêm được 530 tỷ USD từ trái phiếu chính quyền địa phương. Trong đó, tổng kê giải ngân cho mảng hạ tầng và khu công nghiệp đã tăng mạnh lên mức 34%, tương đương với 163 tỷ USD (so với tỷ lệ giải ngân 1.3% trong năm 2019). Chúng tôi nhận thấy việc kích cầu đầu tư công của Trung Quốc đã tạo sức ảnh hưởng tích cực tới cầu tiêu thụ vật liệu xây dựng ở các nước xung quanh, cụ thể ở Việt Nam là ngành thép và xi măng, hai nguyên liệu cơ bản nhất trong ngành xây dựng cơ sở hạ tầng.

Trong giai đoạn 2017-2020, Trung Quốc liên tục tăng cường nhập khẩu clinker và xi măng từ Việt Nam. Trong đó năm FY20, Trung Quốc đã chiếm đến 57% tổng sản lượng xuất khẩu xi măng của Việt Nam (sv 7% trong năm FY17). Chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu FY20 và FY21 lần lượt đạt 38 triệu tấn (+11.7% YoY) và 38.84 triệu tấn (+2% YoY), trong đó dự phóng sản lượng xuất khẩu clinker tương ứng lần lượt đạt 23.8 triệu tấn (+5% YoY) và 24.3 triệu tấn (+2% YoY).

**Hình 6. Tỷ trọng các thị trường xuất khẩu xi măng của Việt Nam**



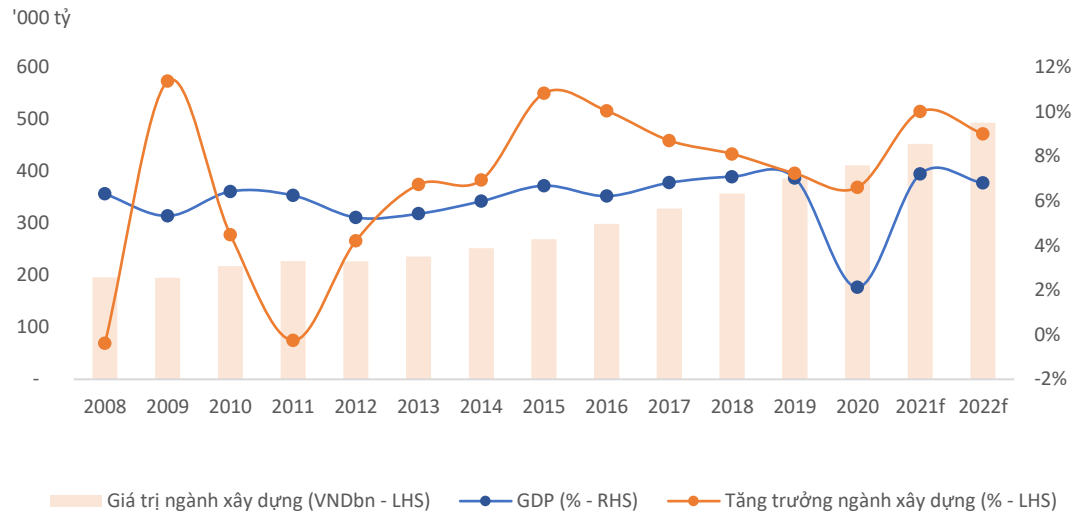
\*Vòng trong: 2018; Vòng giữa: 2019; Vòng ngoài: 10M20

Nguồn: VNCA, Bloomberg, Mirae Asset Research Vietnam

**2. Sự tăng trưởng bền vững ngành xây dựng nội địa**

Chúng tôi nhìn nhận khả năng tiêu thụ xi măng còn được sự ủng hộ từ sức khỏe nội tại ngành xây dựng. Dựa trên số liệu thống kê của GSO, ngành xây dựng của Việt Nam trong năm 2020 đã đạt giá trị VND411,139 tỷ, tương ứng với mức tăng +6.6%, vượt trội so với mức tăng 2.12% của GDP năm 2020. Chúng tôi cho rằng việc hàng loạt các dự án đầu tư công như cao tốc Bắc – Nam hay đường vành đai ở các thành phố lớn sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng ngành xây dựng giai đoạn 2021 – 2025. Trong năm 2021 - 2022, chúng tôi dự phóng giá trị ngành xây dựng sẽ lần lượt đạt VND452,233 tỷ (+10% YoY) và VND492,956 tỷ (+9% YoY). Với kỳ vọng về ngành xây dựng và bất động sản tích cực, chúng tôi cho rằng giá clinker sẽ cải thiện và quay về mức US\$34-36/mt trong năm 2021, qua đó giúp biên lợi nhuận ròng của các công ty ngành xi măng sẽ được cải thiện thêm 1-2 điểm %.

**Hình 7. Dự phóng tăng trưởng và giá trị ngành xây dựng giai đoạn FY08-22 (Mn ton)**



Nguồn: GSO, Bộ Xây dựng, Mirae Asset Research Vietnam

### 3. Dự phóng sản lượng tiêu thụ nội địa phục hồi từ FY21

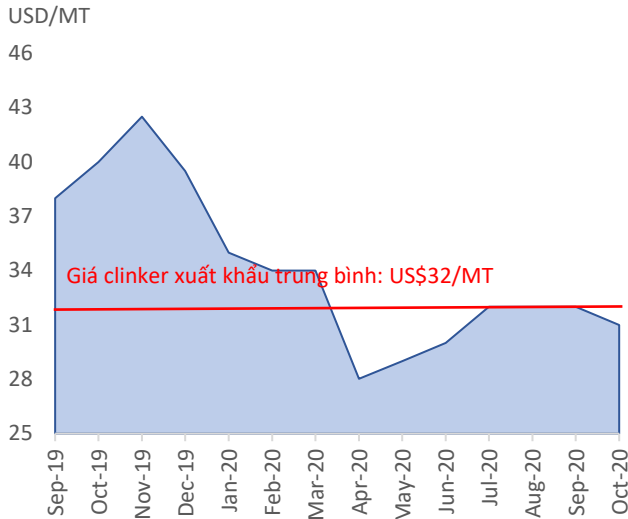
Từ năm FY18, Bộ Tài nguyên & Môi trường (MONRE) đã không cấp phép đối với dự án lò quay clinker đầu tư mới. Chỉ có hai dự án lớn mới được đưa vào khai thác trong FY19-20, bao gồm xi măng Tân Thắng với công suất 2 triệu tấn xi măng và Xi măng Long Sơn với công suất 2.5 triệu tấn. Chúng tôi ước tính tổng công suất xi măng thiết kế của Việt Nam năm FY21 đạt 108 triệu tấn và không tăng mạnh trong giai đoạn FY22-25.

Sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa khá bền vững, với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn FY12-19 đạt 4.6%, tương đương với sản lượng tiêu thụ nội địa FY19 đạt 64.9 triệu tấn (38% tổng công suất FY19). Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa năm FY20 và FY21 lần lượt đạt 62 triệu tấn (-4.5% YoY) và 65.7 triệu tấn (+6% YoY). So với dự phóng lần đầu sản lượng tiêu thụ nội địa ngành xi măng có thể suy giảm 20% trong năm FY20 ([Báo cáo lần đầu CTCP Xi măng Hà Tiên 1](#)), chúng tôi nhận thấy thực tế nhu cầu ngành xi măng nội địa vẫn duy trì ổn định.

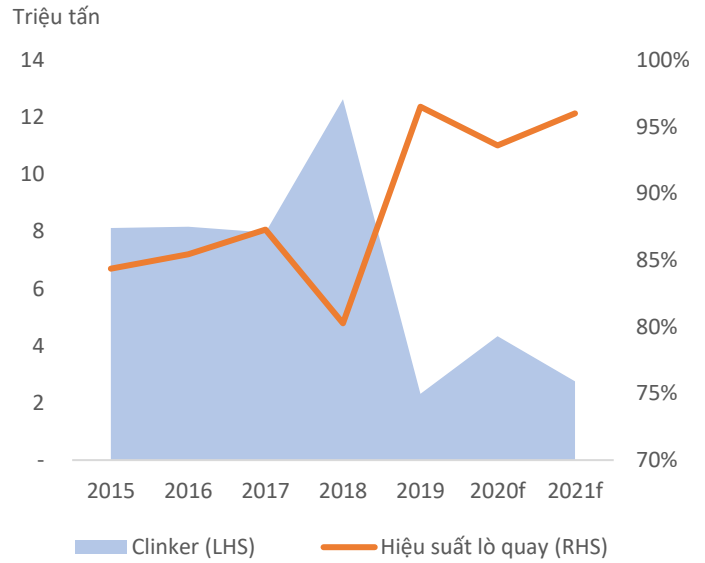
### 4. Giá clinker khó có thể giảm sâu hơn

Chúng tôi ước tính giá vốn clinker trung bình ở Việt Nam ở khoảng US\$26-27/mt. Chúng tôi cho rằng giá clinker đã ở mức rất thấp và khó có khả năng giảm sâu hơn. Với triển vọng về vaccine giúp khống chế dịch và các yếu tố tích cực về nhu cầu như phân tích trên đây, chúng tôi kỳ vọng từ 2Q21 giá clinker sẽ tăng trở lại mức US\$34-36/mt. Nhìn chung, trong bối cảnh giá clinker thấp nhưng chúng tôi nhận thấy các công ty trong ngành vẫn duy trì được thị trường xuất khẩu là tín hiệu rất tích cực. Do đó, nếu năm 2021 nhu cầu xi măng phục hồi sẽ giúp các công ty xi măng vừa tăng giá bán, gia tăng biên lợi nhuận gộp thêm 1.5-2%.

Hình 8. Giá xuất khẩu clinker FOB cảng Quảng Ninh (USD/mt)



Hình 9: Ước tính công xuất clinker dư thừa và hiệu suất lò quay giai đoạn FY15-21 (triệu tấn; %)



Nguồn: Ba Dinh Cement JSC, Tổng cục Hải Quan, GSO, Mirae Asset Research Vietnam

## ĐỊNH GIÁ NGÀNH XI MĂNG

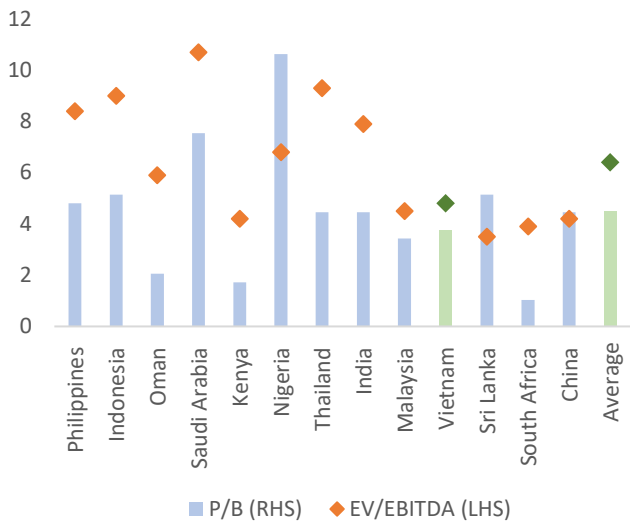
### Kỳ vọng mặt bằng định giá cải thiện khi giải quyết được vấn đề dư cung

Từ sau khi dịch Covid-19 diễn ra, các cổ phiếu ngành xi măng đã có nhịp tăng giá tương đương VN-Index. Tính từ đáy Covid-19 vào tháng 4/2020, VN-Index đã hồi phục 200%, lên mức 1,120 bps. Việc hưởng lợi trực tiếp từ sự tiết cung nguyên liệu cũng như gia tăng nhu cầu xi măng từ Trung Quốc đã giúp các cổ phiếu trong ngành ghi nhận mức tăng giá đồng pha so với VN-Index.

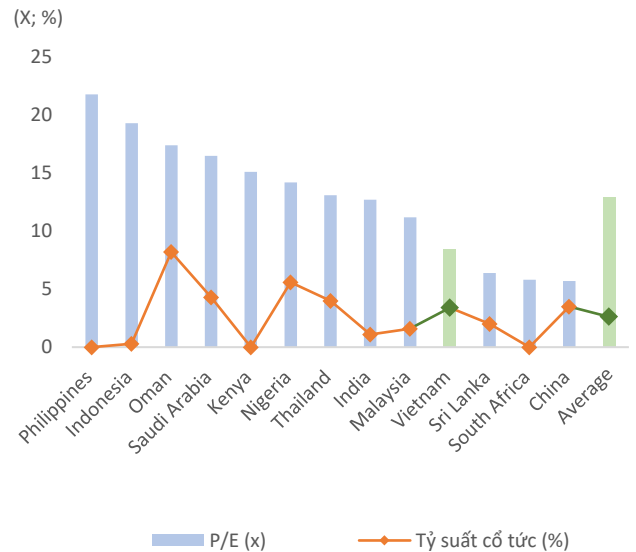
Năm 2021, chúng tôi cho rằng việc Trung Quốc thúc đẩy đầu tư công cũng như dự phóng hồi phục của ngành bất động sản và xây dựng sẽ tiếp tục cải thiện triển vọng ngành. Hiện nay, các nước xuất khẩu xi măng đang được giao dịch ở mức P/E, P/B và EV/EBITDA lần lượt đạt 12.8x, 1.3x và 6.4x. Thị trường xi măng Việt Nam được định giá ở mức P/E, P/B và EV/EBITDA lần lượt đạt 8.4x, 1.1x và 4.8x, thấp hơn 15-34% so với định giá chung của các nước. Điều này xuất phát từ tình trạng dư cung trong quá khứ. Tuy nhiên, hiệu suất lò quay đã thực sự cải thiện từ năm 2019. Vì vậy, chúng tôi cho rằng trong 2021 ngành xi măng sẽ được tái định giá với mức P/E và EV/EBITDA là 10.3x và 5,7x, thấp hơn 10% so với mặt bằng các nước đang phát triển.

Trong các công ty niêm yết, chúng tôi đánh giá cao CTCP Xi măng Hà Tiên 1 với sự cải thiện rõ rệt trong hoạt động kinh doanh và kỳ vọng tăng trưởng LNR mạnh từ năm 2021.

Hình 7. Định giá ngành xi măng các nước theo P/B và EV/EBITDA (x)



Hình 8. Định giá ngành xi măng các nước theo P/E (x) và Tỷ suất cổ tức (%)



Nguồn: VNCA, Vicem, MAS Research Vietnam

### Rủi ro ngành xi măng

**Rủi ro về biến động giá than và giá điện.** Ngành xi măng có rủi ro lớn do chi phí giá than và giá điện chiếm 40-45% giá thành sản xuất clinker. Đặc biệt trong ngành xi măng, giá clinker chiếm hơn 60% chi phí nguyên liệu đầu vào xi măng, khiến lợi nhuận của cả ngành biến động rất lớn theo giá điện và giá than. Tuy nhiên, các công ty đầu ngành xi măng có mỏ như HT1 hay BCC đều đã dần chuyển sang chốt đơn hàng nhập khẩu than trước 3 tháng, do đó chúng tôi cho rằng trong 1H21 rủi ro sẽ không lớn.

**Rủi ro về Covid-19.** Chúng tôi đánh giá rủi ro từ Covid-19 vẫn còn hiện diện khi việc tiêm chủng vaccine diện rộng chưa diễn ra, qua đó có thể ảnh hưởng tới quá trình phục hồi ngành vật liệu xây dựng kéo dài hơn dự kiến.

**Rủi ro về thị trường xuất khẩu khi quá phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc.** Trong giai đoạn FY17-19, Trung Quốc đã trở thành nhà nhập khẩu xi măng & clinker lớn nhất của Việt Nam. Đỉnh điểm trong 10M20, Trung Quốc đã chiếm hơn 50% tổng sản lượng nhập khẩu xi măng & clinker của Việt Nam. Chúng tôi cho rằng nếu Trung Quốc ngưng các chính sách kích cầu cơ sở hạ tầng, sản lượng xuất khẩu sẽ giảm khoảng 25-30% trong ngắn hạn và trung hạn.



[Vietnam] Vật liệu xây dựng

## CTCP Xi măng Hà Tiên 1

(HOSE: HT1)

## Mở đầu thập kỷ mới

Tăng Tỷ Trọng

(Báo cáo cập nhật)

TP VND21,200

(Upside +11.6%)

Công ty TNHH chứng khoán Mirae Asset Việt Nam.  
Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraesasset.com.vn

## Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi điều chỉnh tăng 26% giá mục tiêu của HT1 lên mức 21,200 đồng/CP, trong đó lợi nhuận ròng dự phóng cho 2020 và 2021 cao hơn 30% so với báo cáo ban đầu. Kết quả kinh doanh của HT1 trong 2020 diễn biến tích cực hơn so với kỳ vọng của chúng tôi nhờ nỗ lực giảm chi phí vận hành cũng như sự hỗ trợ của giá điện và giá than thấp.

Với triển vọng giá clinker hồi phục từ 2Q21, chúng tôi dự phóng giá bán của HT1 sẽ cải thiện 5% cùng kỳ trong năm FY21, tương đương VND1.16 triệu/tấn. Sản lượng và doanh thu của HT1 năm FY21 dự kiến đạt lần lượt 7.8 triệu tấn (+9.2% YoY) và VND8,525 tỷ (+14% YoY). Bên cạnh hoạt động kinh doanh cải thiện, việc HT1 thanh toán toàn bộ nợ dài hạn cũng như khả năng tăng tỷ suất cổ tức cũng là các yếu tố tích cực trong 2021.

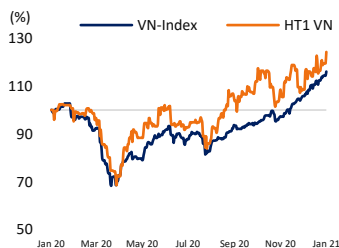
## Luận điểm đầu tư

**Giảm nợ dài hạn và LNR vượt đỉnh lịch sử 2015:** Trong năm FY21, HT1 sẽ tất toán toàn bộ VND550 tỷ nợ dài hạn còn lại, qua đó giúp tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu giảm về mức 30% (sv 42% năm FY20), trong đó 98% là nợ vay ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng từ năm FY21, lợi nhuận ròng của HT1 sẽ vượt đỉnh lịch sử FY15, đạt VND840 tỷ (+20% YoY).

**Giá than giảm 49% trong 2020 giúp biên lợi nhuận gộp (Biên LNG) dự phóng duy trì ở mức 18%:** Tính từ đầu năm FY20 tới nay, giá than cốc đã giảm 49% về mức US\$107/tấn. Hiện nay, than cốc chiếm từ 30% chi phí sản xuất clinker, và clinker chiếm từ 56-62% tỷ trọng trong chi phí nguyên liệu (nguyên liệu chiếm 74-77% giá vốn của HT1). Chúng tôi ước tính HT1 sẽ được tiết giảm 7-8% giá thành sản xuất nhờ giá than thấp, qua đó tăng tỷ lệ chiết khấu cho đại lý để duy trì thị phần. Chúng tôi cho rằng biên LNG vẫn duy trì tích cực ở mức 17.7% trong 2020 (~FY19). Năm 2021, với triển vọng giá bán phục hồi, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ cải thiện lên mức 14%.

**Tỷ suất cổ tức ổn định ở mức 9.5%/năm từ FY22.** Năm FY20, HT1 dự kiến trả cổ tức tiền mặt VND1,200/CP (tương đương tỷ suất cổ tức 6%). Giai đoạn FY17-19, HT1 luôn duy trì tỷ lệ chia cổ tức/LNST cao trên 65% (Tỷ lệ chia cổ tức các năm: FY17: 78%; FY18: 89%; FY19: 61%). Cho năm FY21 và FY22, chúng tôi dự phóng dòng tiền hoạt động kinh doanh lần lượt đạt VND1,544 tỷ (+20% YoY) và VND1,723 tỷ (+11.6% YoY). Theo đó, chúng tôi cho rằng HT1 sẽ tăng mức cổ tức lên VND1,500/CP và VND2,000/CP, tương ứng với tỷ suất cổ tức/giá mục tiêu là 7.1% và 9.5%.

## Dữ liệu quan trọng



Lợi nhuận H&KD (21F, tỷ đồng)	1,176.7	Vốn hóa (tỷ đồng)	6,925
Kỳ vọng thị trường LN H&KD (21F, tỷ đồng)	n/a	Số lượng CP lưu hành (triệu)	382
Tăng trưởng EPS (21F, %)	+20	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	20.3
Tăng trưởng EPS thị trường (21F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu CE nước ngoài (%)	5.9
P/E (21F, x)	9.6	Beta (12M)	0.9
P/E thị trường (x)	18.4	Thấp 25 tuần	9,850
VN-Index	1,156	Cao 52 tuần	18,400

## Thay đổi giá CP

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	10	26	20
Tương đối	2	-2	5

## Kết quả kinh doanh và dự phóng

FY (31/12)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
Doanh thu (tỷ đồng)	8,209.0	8,376.4	8,838.6	7,483.3	8,525.1	9,187.0
Lợi nhuận H&KD (tỷ đồng)	1,027.8	1,080.1	1,189.1	1,015.3	1,176.7	1,372.9
Biên Lợi nhuận H&KD (%)	12.5%	12.9%	13.5%	13.6%	13.8%	14.9%
LNST (tỷ đồng)	485.9	641.4	745.0	696.7	840.2	948.4
EPS (VND)	1,188	1,674	1,980	1,848	2,226	2,511
ROE (%)	9.4%	12.4%	13.9%	12.5%	14.3%	15.7%
P/E (x)	10.2x	7.5x	7.7x	11.5x	9.6x	8.5x
P/B (x)	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x
Tỷ suất cổ tức (%)	8%	12%	8%	6%	7%	10%

Nguồn: Mirae Asset VN Research dự phóng

6/01/2021

## APPENDIX 1

### Important Disclosures & Disclaimers

#### Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the “Analysts”) are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst’s area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

#### Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

#### Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the “Order”), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as “Relevant Persons”). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to “major U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All other jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

## Mirae Asset Vietnam International Network

### Mirae Asset Vietnam Co., Ltd. (Seoul)

Global Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

### Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

### PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

### Mirae Asset Securities Mongolia UTK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

### Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

### Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong  
Tel: 852-2845-6332

### Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

### Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

### Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing  
100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

### Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

### Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

### Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060  
Brasil

Tel: 55-11-2789-2100

### Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

### Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing  
100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)