

**Đào Minh Châu, CFA**

[chaudm@ssi.com.vn](mailto:chaudm@ssi.com.vn)

+84 28 3636 3688 ext. 3052

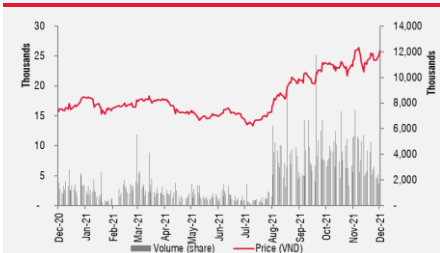
Ngày 13/12/2021

### NGÀNH NGUYÊN VẬT LIỆU

#### Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD)	430
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng)	9.901
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	382
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	28,2/14
KLGD trung bình 3 tháng	3.981.729
GTGD trung bình 3T (tr USD)	4,24
GTGD trung bình 3T (tỷ VND)	97,58
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	2,79
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	79,69

#### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

#### Thông tin cơ bản về công ty

Được thành lập vào năm 1964, Hà Tiên 1 tiền thân là Nhà máy Xi măng Hà Tiên ở miền Nam Việt Nam với công suất thiết kế 240.000 tấn clinker ở Kiên Lương - Tỉnh An Giang, và 280.000 tấn xi măng tại Thủ Đức - Thành phố Hồ Chí Minh. Năm 1993, Nhà máy Xi măng Hà Tiên được chia thành hai công ty, bao gồm Hà Tiên 1 (công suất thiết kế của 0,8 triệu tấn xi măng mỗi năm tại Thủ Đức), và Hà Tiên 2 (HT2, với công suất thiết kế 1,1 triệu tấn clinker và 0,5 triệu tấn xi măng mỗi năm). HT1 đã được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong năm 2007 với vốn điều lệ là 870 tỷ đồng. Trong năm 2010, HT1 sáp nhập với HT2, trở thành doanh nghiệp sản xuất xi măng lớn nhất Việt Nam.

## Lợi nhuận phục hồi từ mức đáy Q3/2021 nhưng định giá đang ở mức quá cao

HT1 ghi nhận khoản lỗ trước thuế -51 tỷ đồng trong Q3/21, đây là khoản lỗ đầu tiên kể từ năm 2014. Doanh thu giảm -48% so với cùng kỳ do sản lượng tiêu thụ giảm 46% do chính sách giãn cách xã hội tại 19 tỉnh thành phía Nam từ tháng 7 tới tháng 9. Ngoài ra, việc tăng chi phí nguyên vật liệu cũng tác động tiêu cực đến biên lợi nhuận của công ty. Lũy kế 9T2021, doanh thu và LNTT của HT1 đạt 5,04 nghìn tỷ đồng (-12,4% so với cùng kỳ) và 375 tỷ đồng (-35,9% so với cùng kỳ), lần lượt hoàn thành 62% và 46% kế hoạch năm.

Mặc dù như chúng tôi đã kỳ vọng kết quả kinh doanh quý 3 sụt giảm mạnh, chúng tôi vẫn điều chỉnh ước tính LNTT năm 2021 từ 728 tỷ xuống 481 tỷ đồng (-37% so với cùng kỳ) do giá than tăng cao. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh sẽ hồi phục trong năm 2022, với doanh thu và LNTT tăng lần lượt 13% và 48% đạt 8 nghìn tỷ đồng và 710 tỷ đồng nhờ sự phục hồi cả về sản lượng tiêu thụ và biên lợi nhuận gộp.

Ở mức giá hiện tại, HT1 đang giao dịch với hệ số P/E 2021 và 2022 lần lượt là 28x và 19x, cao hơn nhiều so với mức trung bình 5 năm trước đây là 10x. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đang ở mức quá cao kể cả khi tính đến khả năng phục hồi lợi nhuận tiềm năng trong năm 2022. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN đối với cổ phiếu, với giá mục tiêu 1 năm là 17.500 đồng/cổ phiếu dựa trên P/E và EV/EBITDA mục tiêu lần lượt là 13x và 5,5x.

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	8.378	8.839	7.963	7.097	8.005
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	634	741	616	384	568
Tăng trưởng LN ròng (%)	30,4%	16,9%	-16,9%	-37,6%	47,7%
EPS (VND)	1.661	1.940	1.613	927	1.369
ROE (%)	12,2%	14,1%	11,4%	7,1%	10,3%
Nợ/VCSH (%)	74,1%	59,3%	44,0%	26,0%	24,8%
Tỷ suất cổ tức (%)	8,8%	8,0%	6,9%	3,1%	4,2%
P/E (x)	8,2	7,7	10,8	28	19
P/B (x)	1	1,1	1,2	1,8	1,8

Nguồn: HT1, SSI Research

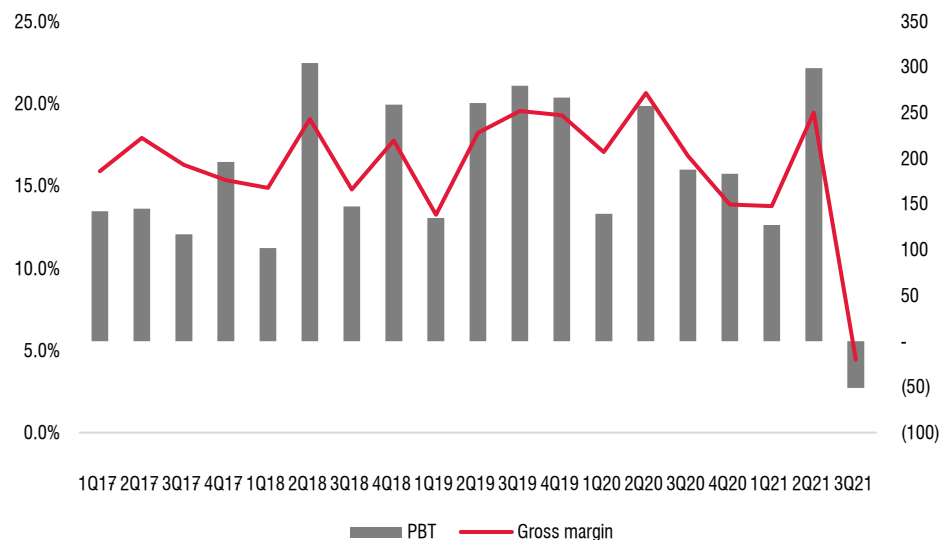
(tỷ đồng)	3Q21	3Q20	YoY	2Q21	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							3Q21	3Q20	2Q21	2020
Doanh thu thuần	1.039	1.984	-47,6%	2.260	-54,0%	62%				
Lợi nhuận gộp	46	334	-86,2%	439	-89,5%		4,4%	16,8%	19,4%	17,0%
Lợi nhuận hoạt động	-22	229	-109,4%	332	-106,5%		-2,1%	11,6%	14,7%	12,2%
EBIT	-29	228	-112,8%	325	-109,0%		-2,8%	11,5%	14,4%	11,9%
EBITDA	116	392	-70,3%	468	-75,2%		11,2%	19,7%	20,7%	20,2%
Lợi nhuận trước thuế	-51	188	-127,2%	299	-117,1%	46%	-4,9%	9,5%	13,2%	9,6%
Lợi nhuận ròng	-20	149	-113,2%	241	-108,2%		-1,9%	7,5%	10,7%	7,7%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	-20	148	-113,3%	241	-108,2%		-1,9%	7,5%	10,7%	7,7%

Nguồn: HT1, SSI Research

**Sản lượng tiêu thụ giảm -46% trong Q3/2021 do dịch Covid-19:** Việc áp dụng giãn cách xã hội nghiêm ngặt trong Q3/2021 khiến hoạt động xây dựng bị đình trệ, nhu cầu tiêu thụ xi măng giảm. Theo Vicem, tổng mức tiêu thụ xi măng nội địa trong quý gần đây giảm -23,7% so với cùng kỳ đạt 11,8 triệu tấn. Thị trường miền Nam có mức giảm sâu hơn nhiều, do hầu hết các tỉnh miền Nam đều áp dụng giãn cách xã hội theo Chỉ thị 16, đặc biệt là trong 2 tháng cuối quý. Do đó, tổng sản lượng tiêu thụ xi măng của HT1 giảm -46% đạt 918 nghìn tấn, trong đó sản lượng tiêu thụ trong tháng 8 và tháng 9 giảm -57%. Cơ cấu doanh thu giữa xi măng bao và xi măng rời trong Q3/2021 vẫn ở mức 67%/ 33%, bằng với Q3/2020.

**Biên lợi nhuận gộp giảm do sản lượng giảm và giá than tăng:** Biên lợi nhuận gộp trong quý giảm từ 16,8% trong Q3/2020 và 19,4% trong Q2/2021 xuống mức thấp trong lịch sử là 4,4%. Biên lợi nhuận của xi măng bao vẫn ở mức dương 10%, nhưng xi măng rời có biên lợi nhuận gộp âm -7%. Biên lợi nhuận giảm là do sản lượng tiêu thụ thấp, giá xi măng giảm -1% so với cùng kỳ và chi phí đầu vào tăng.

**Biểu đồ: Biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận trước thuế theo quý**



Nguồn: HT1, SSI Research

### Sản lượng tiêu thụ phục hồi tích cực từ Q4/2021 do nhu cầu bị dồn nén

Theo Hiệp hội Xi măng Việt Nam, mức tiêu thụ nội địa toàn ngành đạt 5,2 triệu tấn trong tháng 10, tăng 5% so với cùng kỳ và 41% so với tháng trước. Theo đó, lũy kế 10T2021 sản lượng tiêu thụ đạt 51 triệu tấn, giảm -1% so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ của HT1 trong tháng 10 cũng đạt 559 nghìn tấn, cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ +103% so với tháng trước. Mặc dù sản lượng tiêu thụ của HT1 sẽ khó đạt được mức 1,9 triệu tấn như trong Q4/2020, nhưng chúng tôi ước tính sản lượng Q4/2021 sẽ tăng trở lại hơn 60% so với quý trước đạt 1,6 triệu tấn nhờ các biện pháp giãn cách xã hội được nới lỏng.

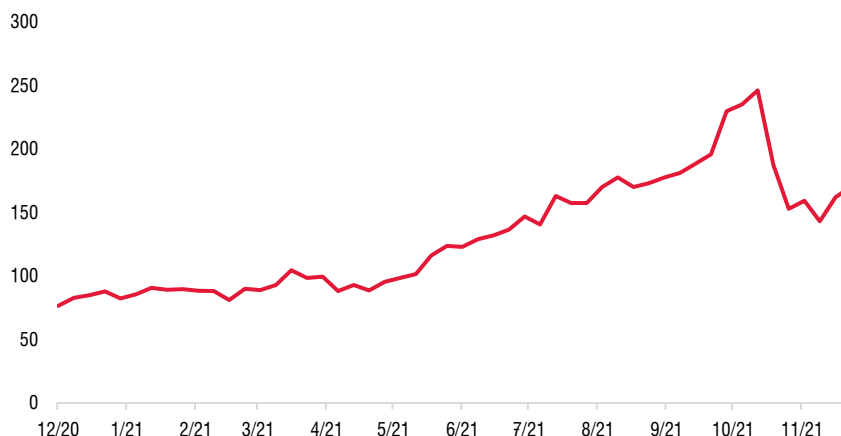
**Thuế xuất khẩu clinker sẽ tăng trong năm 2023:** Theo Nghị định số 101/2021/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định 122/2016/NĐ-CP và Nghị định số 57/2020/NĐ-CP về thuế xuất nhập khẩu, thuế xuất khẩu clinker sẽ tăng từ 5% lên 10% kể từ **ngày 1/1/2023** nhằm hạn chế việc xuất khẩu khoáng sản. Clinker thường chiếm từ 60% - 70% tổng sản lượng xi măng và clinker xuất khẩu. Xuất khẩu clinker giảm sẽ làm tăng áp lực cạnh tranh trên thị trường trong nước. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc thuế xuất khẩu tăng 5% sẽ không ảnh hưởng lớn đến sản lượng xuất khẩu của Việt Nam; đồng thời HT1 cũng không chịu nhiều ảnh hưởng từ quy định này do kênh xuất khẩu thường chỉ chiếm 1-2% sản lượng tiêu thụ của công ty.

## Ước tính lợi nhuận

Chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính LNTT năm 2021 từ 728 tỷ đồng xuống 481 tỷ đồng (-37% so với cùng kỳ) do giá than tăng cao. Mặc dù HT1 đã tăng giá xi măng 5% trong tháng 11, nhưng việc tăng giá đầu ra không thể bù đắp mức tăng giá than 30% so với quý trước, đưa giá than bình quân tăng trên 22% so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ xi măng năm 2021 ước tính giảm 11,5% so với cùng kỳ đạt 5,9 triệu tấn.

Tuy nhiên, chúng tôi ước tính rằng kết quả kinh doanh sẽ phục hồi trong năm 2022, với sản lượng tiêu thụ tăng trở lại 12,5% so với cùng kỳ đạt 6,64 triệu tấn, gần với mức năm 2020 nhưng vẫn thấp hơn mức đỉnh 7,27 triệu tấn trong năm 2019. Biên lợi nhuận gộp năm 2022 có thể phục hồi từ 13,1% năm 2021 lên 14% do giá than điều chỉnh từ mức cao năm nay. Theo đó, doanh thu và LNTT năm 2022 ước tính lần lượt đạt 8 nghìn tỷ đồng (+13% so với cùng kỳ) và 710 tỷ đồng (+48% so với cùng kỳ).

### Biểu đồ: Giá than ở Úc (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

## Định giá và luận điểm đầu tư

Ở mức giá hiện tại, HT1 đang giao dịch với hệ số P/E 2021 và 2022 lần lượt là 28x và 19x, cao hơn nhiều so với mức trung bình 5 năm trước đây là 10x. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đang ở mức quá cao kể cả khi tính đến khả năng phục hồi lợi nhuận tiềm năng trong năm 2022. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN đối với cổ phiếu, với giá mục tiêu 1 năm là 17.500 đồng/cổ phiếu dựa trên P/E và EV/EBITDA mục tiêu lần lượt là 13x và 5,5x.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	818	1.079	483	497
+ Đầu tư ngắn hạn	13	14	14	14
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	499	489	412	464
+ Hàng tồn kho	729	717	641	716
+ Tài sản ngắn hạn khác	15	32	21	24
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.074</b>	<b>2.330</b>	<b>1.571</b>	<b>1.715</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	12	17	11	12
+ GTCL Tài sản cố định	6.859	6.334	5.770	5.876
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	974	935	1.135	1.135
+ Đầu tư dài hạn	26	31	31	31
+ Tài sản dài hạn khác	343	390	329	368
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>8.214</b>	<b>7.708</b>	<b>7.275</b>	<b>7.423</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10.289</b>	<b>10.038</b>	<b>8.846</b>	<b>9.138</b>
+ Nợ ngắn hạn	4.102	4.618	3.397	3.586
Trong đó: vay ngắn hạn	2.375	2.377	1.418	1.376
+ Nợ dài hạn	822	19	0	0
Trong đó: vay dài hạn	808	0	0	0
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>4.924</b>	<b>4.638</b>	<b>3.397</b>	<b>3.586</b>
+ Vốn góp	3.816	3.816	3.816	3.816
+ Thặng dư vốn cổ phần	71	71	71	71
+ Lợi nhuận chưa phân phối	854	735	784	887
+ Quý khác	623	778	779	779
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.365</b>	<b>5.400</b>	<b>5.450</b>	<b>5.552</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.289</b>	<b>10.038</b>	<b>8.846</b>	<b>9.138</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.209	1.244	868	1.175
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-65	-84	-200	-700
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1.102	-905	-1.264	-461
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>41</b>	<b>256</b>	<b>-596</b>	<b>14</b>
Tiền đầu kỳ	776	818	1.079	483
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>818</b>	<b>1.073</b>	<b>483</b>	<b>497</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	0,51	0,5	0,46	0,48
Hệ số thanh toán nhanh	0,32	0,34	0,27	0,27
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,2	0,24	0,15	0,14
Nợ rỗng / EBITDA	1,44	1,14	0,98	0,67
Khả năng thanh toán lãi vay	4,89	5,24	5,84	13,89
Ngày phải thu	14,7	16,7	16,7	14,5
Ngày phải trả	59,7	72,8	76,9	69,2
Ngày tồn kho	34,8	39,9	40,2	36
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,52	0,54	0,62	0,61
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,48	0,46	0,38	0,39
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,92	0,86	0,62	0,65
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,59	0,44	0,26	0,25
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,44	0,44	0,26	0,25

Nguồn: HT1, SSI ước tính

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8.839</b>	<b>7.963</b>	<b>7.097</b>	<b>8.005</b>
Giá vốn hàng bán	-7.278	-6.607	-6.164	-6.882
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.561</b>	<b>1.356</b>	<b>933</b>	<b>1.122</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	27	12	11	7
Chi phí tài chính	-272	-223	-127	-70
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-160	-150	-142	-152
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-215	-201	-181	-198
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>941</b>	<b>794</b>	<b>495</b>	<b>710</b>
Thu nhập khác	-13	-26	-14	0
Lợi nhuận trước thuế	928	768	481	710
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>741</b>	<b>616</b>	<b>384</b>	<b>568</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>740</b>	<b>615</b>	<b>384</b>	<b>568</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	1.940	1.613	927	1.369
Giá trị sổ sách (VND)	14.036	14.129	14.258	14.527
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.200	1.200	800	1.100
EBIT	1.166	949	580	765
EBITDA	1.875	1.605	1.144	1.358
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	5,5%	-9,9%	-10,9%	12,8%
EBITDA	3,2%	-14,4%	-28,7%	18,7%
EBIT	7,2%	-18,7%	-38,9%	31,9%
Lợi nhuận ròng	16,9%	-16,9%	-37,6%	47,7%
Vốn chủ sở hữu	3,8%	0,7%	0,9%	1,9%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-3,3%	-2,4%	-11,9%	3,3%
<b>Định giá</b>				
PE	7,7	10,8	28	19
PB	1,1	1,2	1,8	1,8
Giá/Doanh thu	0,6	0,8	1,4	1,2
Tỷ suất cổ tức	8,0%	6,9%	3,1%	4,2%
EV/EBITDA	4,3	4,9	9,5	8
EV/Doanh thu	0,9	1	1,6	1,4
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,7%	17,0%	13,1%	14,0%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	13,3%	12,2%	8,2%	9,5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	8,4%	7,7%	5,4%	7,1%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	1,8%	1,9%	2,0%	1,9%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,4%	2,5%	2,6%	2,5%
ROE	14,1%	11,4%	7,1%	10,3%
ROA	7,1%	6,1%	4,1%	6,3%
ROIC	10,6%	9,3%	6,3%	8,9%

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

[phuonghv@ssi.com.vn](mailto:phuonghv@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

[nganlt@ssi.com.vn](mailto:nganlt@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

[tamntd@ssi.com.vn](mailto:tamntd@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

#### Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư

[quyenlnb@ssi.com.vn](mailto:quyenlnb@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

[kientt@ssi.com.vn](mailto:kientt@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

[thanhntk@ssi.com.vn](mailto:thanhntk@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

[tuntt@ssi.com.vn](mailto:tuntt@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

[tranglh@ssi.com.vn](mailto:tranglh@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

[tanntk@ssi.com.vn](mailto:tanntk@ssi.com.vn)

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715