

# CTCP Xi Măng Hà Tiên 1

# KHẢ QUAN

**Dương Mỹ Thanh**  
Chuyên viên

**Cập nhật Quý 2/2014**  
**Công nghiệp**  
**Giá mục tiêu 18.000**  
**Giá hiện tại 15.900**  
**TL tăng 13,2%**  
**Lợi suất cổ tức 0%**  
**Tổng lợi nhuận 13,2%**

**Các chỉ số chính**

Giá trị vốn hóa USD	236,5 triệu
GTGD trung bình 30 ngày USD	0,75 triệu
Sở hữu của KN/Room tối đa	5,9%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	318 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	318 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	17.600
Mức thấp nhất 12 tháng VND	4.700

**Cơ cấu cổ đông**

VICEM	79,70%
CTCP Vận Tải Hà Tiên	0,28%
Vietcombank	0,26%
HDQT	0,22%
Khác	19,54%

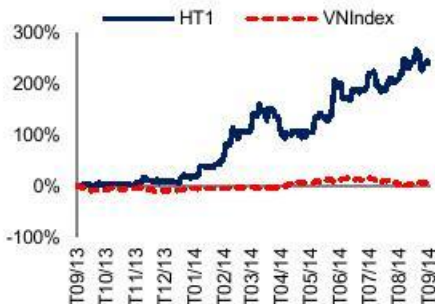
**Thuộc danh mục**

Chỉ số VNI  
Chỉ số Quý ETF FTSE VN ALL

**Mô tả công ty**

HT1 là công ty con lớn nhất của Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam (VICEM) và là công ty sản xuất xi măng lớn nhất tại Việt Nam. Với lịch sử 50 năm hình thành và phát triển, Thương hiệu Hà Tiên với biểu tượng con kỳ lân xanh là thương hiệu rất nổi tiếng đối với người dân sinh sống ở khu vực miền Nam Việt Nam. Do đó, HT1 luôn là công ty dẫn đầu tại thị trường xi măng miền Nam với 30% thị phần và sở hữu vị thế vô cùng thuận lợi so với các công ty xi măng khác.

**Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu HT1 so với chỉ số VNI**



## Nhà máy Bình Phước tạm ngừng hoạt động ảnh hưởng KQLN Q2; hoạt động sản xuất ổn định trở lại do cầu xi măng vẫn cao

Trong Quý 2 vừa qua, việc Nhà máy Xi măng Bình Phước đóng cửa gần ba tháng đã khiến doanh thu từ clinker giảm mạnh và chi phí sản xuất xi măng tăng, do đó, chúng tôi quyết định giảm 12% giá định lợi nhuận gộp. Do HT1 hiện đang phải gánh chịu các khoản chi phí tài chính rất lớn nên nếu giá định lợi nhuận gộp giảm 12% thì mức EPS dự phóng tương ứng mà chúng tôi đưa ra cho năm 2014 sẽ giảm từ 692 đồng/cổ phiếu xuống 241 đồng/cổ phiếu. Từ khi nhà máy Bình Phước hoạt động trở lại, doanh số bán xi măng của HT1 đã trở lại mức trước khi nhà máy đóng cửa. Việc điều chỉnh dự báo KQLN năm 2014 đã khiến giá mục tiêu giảm từ 19.300 đồng/cổ phiếu xuống 18.000 đồng/cổ phiếu, ngoài ra, chúng tôi cũng hạ khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN một phần là do giá cổ phiếu đã tăng 30% kể từ khi chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu vào ngày 10/06.

**Ảnh hưởng từ việc Nhà máy Xi măng Bình Phước tạm ngừng hoạt động:** vành băng đa của lò sản xuất clinker (một bộ phận thiết yếu trong máy móc sản xuất clinker) bị nứt khiến nhà máy Bình Phước đóng cửa trong vòng ba tháng để thực hiện quá trình sửa chữa. Ban lãnh đạo cho biết hiện lò đã hoạt động bình thường trở lại và Công ty cũng đã đặt hàng một vành băng đa dự phòng (sẽ được bàn giao vào ngày 14/11 sắp tới). Vì clinker vừa là nguyên liệu vừa là sản phẩm nên việc nhà máy này đóng cửa đã khiến chúng tôi quyết định giảm 22% dự báo đối với sản lượng clinker và tăng 7% chi phí sản xuất xi măng (clinker mua ngoài cao hơn 60% so với clinker tự sản xuất). Các thay đổi này khiến lợi nhuận trước thuế giảm 632 đồng/cổ phiếu.

**Sản lượng xi măng đã tăng trở lại, phù hợp mục tiêu mà chúng tôi đã đề ra cho năm 2014.** Trước khi nhà máy Bình Phước đóng cửa, sản lượng Quý 1 so với cùng kỳ của HT1 tăng 14,4% so với mức tăng trưởng 13,2% của các công ty xi măng khác tại thị trường miền Nam, tuy nhiên, trong Quý 2 vừa qua, sản lượng của HT1 giảm xuống, chỉ tăng 3% so với mức 9,3% của các công ty xi măng khác. Kể từ khi nhà máy Bình Phước đi vào hoạt động trở lại vào cuối tháng sáu vừa rồi, tăng trưởng sản lượng của HT1 so với cùng kỳ đã phục hồi lên mức 8,2% so với con số 11,4% của các công ty xi măng khác trong giai đoạn từ tháng 01-07/2014. Trong tháng 07-08/2014, nhờ tất cả các nhà máy đều hoạt động ổn định nên sản lượng của HT1 đạt mức trung bình 410.000 tấn/tháng, qua đó đẩy sản lượng tính từ đầu năm đến nay tăng lên 3 triệu tấn (tức trung bình 375.000 tấn/tháng), điều này cho thấy HT1 có khả năng hoàn thành mục tiêu mà chúng tôi đề ra cho năm 2014 là 4,7 triệu tấn (tương đương trung bình 392.000 tấn/tháng).

**Chi phí lãi vay giảm và tỷ giá hối đoái đang hỗ trợ lợi nhuận từ hoạt động của HT1.** Hơn 35% số nợ dài hạn của HT1 là các khoản vay bằng tiền Euro với lãi suất thả nổi được dựa trên lãi suất EURIBOR 6 tháng. Tính từ đầu năm đến nay, tiền đồng đã tăng giá 6% so với đồng Euro (so với giá định trượt giá 5% mà chúng tôi đã đưa ra trước đó) và lãi suất EURIBOR đã giảm 0,2%. Do đó, chúng tôi điều chỉnh mức dự báo để có thể phản ánh những động thái tích cực này. Cụ thể, chúng tôi giảm giá định mức trượt giá của tiền đồng so với Euro từ 5% xuống 3% (do đó lợi nhuận vẫn có thể tăng nếu tiền đồng tiếp tục tăng giá so với Euro vào thời điểm cuối năm). Các thay đổi này khiến lợi nhuận trước thuế tăng lên mức 242 đồng/cổ phiếu.

Các chỉ số chính	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu (tỷ đồng)	5.824	6.369	6.855	7.480	7.955
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	9	3	77	483	609
Biên LN gộp (%)	23,2%	22,4%	20,9%	23,1%	23,2%
Biên LN từ HĐ (%)	14,6%	15,9%	13,9%	16,3%	16,4%
Biên LN ròng sau thuế (%)	0,2%	0,0%	1,1%	6,5%	7,7%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	47	13	241	1.520	1.916
Tăng trưởng EPS (%)	N/A	-79,0	2352,6	531,6	26,1
GT doanh nghiệp (EV) / Doanh thu	9,8	7,5	7,5	5,8	4,9
Giá CP / Dòng tiền tự do, theo giá TT	13,7	13,1	30,4	27,8	26,2
Giá CP / Thu nhập, theo giá TT	349,5	1661,5	67,7	10,7	8,5
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	1,7	1,3	1,5	1,3	1,1
ROA (%)	0,1%	0,0%	0,6%	3,9%	5,0%
ROE (%)	0,5%	0,1%	2,3%	12,6%	13,7%
Nợ/CSH (%)	535%	257%	204%	148%	102%

## Báo cáo Tài chính

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>KQLN</b>						<b>Bảng CDKT</b>					
Doanh thu thuần	5.824	6.369	6.855	7.480	7.955	Tiền và tương đương	190	202	137	150	159
- Giá vốn hàng bán	-4.474	-4.939	-5.425	-5.751	-6.107	Đầu tư TC ngắn hạn	4	5	5	5	5
Lợi nhuận gộp	1.350	1.430	1.431	1.728	1.848	Các khoản phải thu	261	376	432	471	501
- Chi phí bán hàng	-393	-302	-319	-337	-358	Hàng tồn kho	951	986	1.115	1.182	1.255
- Chi phí quản lí DN	-109	-113	-159	-172	-183	TS ngắn hạn	201	104	104	104	104
LN thuần HDKD	848	1.014	953	1.220	1.307	Tổng TS ngắn hạn	1.608	1.673	1.793	1.912	2.024
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-109	-270	-268	-59	-79	TS dài hạn (gộp)	14.334	14.509	14.659	14.809	14.959
- Lợi nhuận khác	84	34	0	0	0	- Khấu hao lũy kế	-2.859	-3.459	-4.129	-4.815	-5.515
EBIT	823	779	685	1.161	1.229	TS dài hạn (ròng)	11.475	11.050	10.530	9.994	9.443
- Chi phí lãi vay	-822	-773	-587	-542	-467	Đầu tư TC dài hạn	28	56	56	56	56
Lợi nhuận trước thuế	2	5	98	620	762	TS dài hạn khác	203	341	341	341	341
- Thuế TNDN	8	-3	-22	-136	-152	Tổng TS dài hạn	11.706	11.447	10.926	10.391	9.840
LNST	9	3	77	483	609	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>13.314</b>	<b>13.120</b>	<b>12.719</b>	<b>12.302</b>	<b>11.865</b>
- Lợi ích CDTS	0	0	0	0	0	Phải trả ngắn hạn	820	1.071	1.293	1.371	1.456
LNST cổ đông CT Mẹ	9	3	77	483	609	Nợ ngắn hạn	2.603	2.498	2.034	1.908	1.845
EBITDA	1.337	1.628	1.623	1.905	2.008	Phải trả ngắn hạn khác	515	629	677	738	785
SL CP lưu hành (triệu)	198	318	318	318	318	Nợ ngắn hạn	3.938	4.197	4.003	4.017	4.086
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	198	202	318	318	318	Vay và nợ dài hạn	7.490	5.726	5.175	4.182	3.005
EPS	47	8	241	1.520	1.916	Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0	0
EPS pha loãng hoàn toàn	47	13	241	1.520	1.916	Tổng nợ dài hạn	7.490	5.726	5.175	4.182	3.005
<b>Tăng trưởng</b>						<b>Tổng nợ</b>	<b>11.429</b>	<b>9.923</b>	<b>9.178</b>	<b>8.200</b>	<b>7.092</b>
Tăng trưởng doanh thu	10,3	9,4	7,6	9,1	6,4	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Tăng trưởng LN HDKD	-17,1	19,5	-6,0	28,0	7,2	Thặng dư	71	71	71	71	71
Tăng trưởng EBIT	3,6	-5,4	-12,0	69,4	5,8	Vốn cổ phần	1.980	3.180	3.180	3.180	3.180
Tăng trưởng EPS	N/A	-79,0	2352,6	531,6	26,1	Lợi nhuận giữ lại	-165	-54	290	852	1.522
<b>Khả năng sinh lợi</b>						Lợi ích CDTS	0	0	0	0	0
Biên LN gộp %	23,2	22,4	20,9	23,1	23,2	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.886</b>	<b>3.197</b>	<b>3.541</b>	<b>4.103</b>	<b>4.773</b>
Biên LN từ HD %	14,6	15,9	13,9	16,3	16,4	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>13.314</b>	<b>13.120</b>	<b>12.719</b>	<b>12.302</b>	<b>11.865</b>
EBIT %	14,1	12,2	10,0	15,5	15,4	<b>Dòng tiền</b>					
EBITDA %	23,0	25,6	23,7	25,5	25,2	Tiền đầu năm	132	190	202	137	150
Biên LN ròng %	0,2	0,0	1,1	6,5	7,7	Lợi nhuận sau thuế	9	3	77	483	609
ROE %	0,5	0,1	2,3	12,6	13,7	Khấu hao	486	617	671	686	701
ROA %	0,1	0,0	0,6	3,9	5,0	Thay đổi vốn lưu động	260	270	267	79	61
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>						Điều chỉnh khác	37	297	86	33	29
Số ngày tồn kho	90,5	71,6	70,7	72,9	72,8	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>792</b>	<b>1.187</b>	<b>1.100</b>	<b>1.281</b>	<b>1.399</b>
Số ngày phải thu	16,2	18,3	21,5	22,0	22,3	Chi mua sắm TSCĐ	-646	-319	-150	-150	-150
Số ngày phải trả	97,7	69,9	79,5	84,5	84,5	Đầu tư	7	6	0	0	0
TG luân chuyển tiền	9,0	20,0	12,7	10,4	10,7	<b>Tiền từ HD đầu tư</b>	<b>-640</b>	<b>-313</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>
<b>Thanh khoản</b>						Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
CS thanh toán nhanh	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	-94	-856	-1.015	-1.118	-1.240
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-94</b>	<b>-856</b>	<b>-1.015</b>	<b>-1.118</b>	<b>-1.240</b>
Nợ/Tài sản	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	Tổng lưu chuyển tiền tệ	58	12	-65	12	10
Nợ/Vốn sử dụng	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>190</b>	<b>202</b>	<b>137</b>	<b>150</b>	<b>159</b>
Nợ/Vốn CSH	5,4	2,6	2,0	1,5	1,0						
Khả năng thanh toán lãi vay	1,0	1,0	1,2	2,1	2,6						

Nguồn: Báo cáo tài chính của HT1, ước tính của VCSC

## Kết quả hoạt động theo quý (theo báo cáo của HT1)

	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của HT1	Dự báo mới của VCSC
<b>2014</b>							
Doanh thu	1.578	1.727	N/A	N/A	3.306	7.020	6.855
Lợi nhuận gộp	341	287	N/A	N/A	628	N/A	1.431
Biên LN gộp (%)	21,6%	16,6%	N/A	N/A	19,0%	N/A	20,9%
LN hoạt động	251	160	N/A	N/A	411	N/A	953
Biên LN hoạt động (%)	15,9%	9,3%	N/A	N/A	12,4%	N/A	13,9%
LNST	2	11	N/A	N/A	13	16	77
Biên LNST (%)	0,2%	0,6%	N/A	N/A	0,4%		
<b>2013</b>							
Doanh thu	1.152	1.870	1.581	1.766	6.369		
Lợi nhuận gộp	235	442	313	440	1.430		
Biên LN gộp (%)	20,4%	23,6%	19,8%	24,9%	22,4%		
LN hoạt động	190	317	219	288	1.014		
Biên LN hoạt động (%)	16,5%	16,9%	13,8%	16,3%	15,9%		
LNST	1	1	-73	73	3		
Biên LNST (%)	0,1%	0,1%	-4,6%	4,1%	0,0%		
<b>2012</b>							
Doanh thu							
Lợi nhuận gộp	1.161	1.689	1.426	1.549	5.824		
Biên LN gộp (%)	286	413	304	337	1.350		
LN hoạt động	24,6%	24,5%	21,3%	21,8%	23,2%		
Biên LN hoạt động (%)	233	219	166	221	848		
LNST	20,1%	12,9%	11,6%	14,3%	14,6%		
Biên LNST (%)	0	0	-30	31	9		
Doanh thu	0,0%	0,0%	-2,1%	2,0%	0,2%		
<b>2011</b>							
Doanh thu	1.205	1.485	1.245	1.346	5.281		
Lợi nhuận gộp	290	437	345	389	1.469		
Biên LN gộp (%)	24,1%	29,5%	27,7%	28,9%	27,8%		
LN hoạt động	177	304	258	277	1.023		
Biên LN hoạt động (%)	14,7%	0,0%	20,7%	20,6%	19,4%		
LNST	-56	56	1	0	0		
Biên LNST (%)	-4,7%	3,8%	0,1%	0,0%	0,0%		

## Tổng quan Dự báo KQLN năm 2014 do VCSC đưa ra

	Thực tế năm 2013	Dự báo cũ cho 2014	Dự báo mới cho 2014	YoY % (So với dự báo mới)	Ghi chú
Doanh thu	6.369	6.939	6.855	8%	
Xi măng	5.427	5.978	6.046	11%	
Clinker	765	781	629	-18%	Giá bán clinker trong 6T2014 thấp hơn 1% so với dự báo ban đầu của chúng tôi. Sản lượng Quý 2 giảm do nhà máy Bình Phước tạm ngưng hoạt động
Khác	177	181	181	2%	
Lợi nhuận gộp	1.430	1.632	1.431	0%	
Xi măng	1.259	1.462	1.320	5%	Trong Quý 2, lượng clinker mua ngoài khiến biên LN gộp giảm
Clinker	165	168	110	-34%	Trong Quý 2, HT1 phải mua clinker từ nguồn ngoài
Khác	5	1	1	-80%	
Chi phí bán hàng	(302)	(312)	(319)	5%	
Chi phí quản lý DN	(113)	(118)	(159)	40%	HT1 đẩy mạnh việc phân bổ lợi thế thương mại
Khấu hao lợi thế thương mại	(15)	(15)	(46)	207%	
Lợi nhuận từ hoạt động	1.014	1.202	953	-6%	
Lợi nhuận ngoài hoạt động	(235)	(305)	(268)	14%	
Lỗ tỷ giá (Phân bổ)	(109)	(208)	(208)	-0,7%	Lỗ chênh lệch tỷ giá sẽ được phân bổ hết vào năm 2014
Lỗ tỷ giá (VND trượt giá)	(161)	(97)	(60)	-63%	Điều chỉnh tỷ giá EUR/VND, từ VND trượt giá 5% xuống 3%
EBIT	779	897	685	-12%	
Chi phí lãi vay	773	621	587	-24%	
Lợi nhuận trước thuế	5	276	98	1723%	
Lợi nhuận sau thuế	3	216	77	2923%	
LN ròng sau thuế (sau khi trả lợi ích cổ đông thiểu số)	3	216	77	2923%	
EBITDA	1.628	1.873	1.623	0%	
<b>Biên LN gộp %</b>	<b>22,4%</b>	<b>23,5%</b>	<b>20,9%</b>		
<i>Biên LN gộp của xi măng %</i>	<i>23,2%</i>	<i>24,5%</i>	<i>21,8%</i>		
<i>Biên LN gộp của clinker %</i>	<i>21,6%</i>	<i>21,6%</i>	<i>17,4%</i>		
<i>Biên LN gộp của SP khác %</i>	<i>2,8%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,6%</i>		
<i>Chi phí bán hàng/doanh thu (%)</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,7%</i>		
<i>Chi phí quản lý DN/doanh thu (%)</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,7%</i>	<i>2,3%</i>		
<i>Biên LN từ hoạt động %</i>	<i>15,9%</i>	<i>17,3%</i>	<i>13,9%</i>		
<i>Biên EBIT %</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,9%</i>	<i>10,0%</i>		
<i>Biên EBITDA %</i>	<i>25,6%</i>	<i>27,0%</i>	<i>23,7%</i>		
<i>Biên LN ròng sau thuế %</i>	<i>0,0%</i>	<i>3,2%</i>	<i>1,1%</i>		
<i>Thuế suất thực tế %</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>		

Lưu ý đối với dự báo:

- Dự báo mới của chúng tôi dựa trên kịch bản cơ sở, trong đó nhà máy Bình Phước sẽ hoạt động với tỷ lệ 75% công suất trong năm nửa cuối năm 2014

## Sơ lược về công ty

**Lĩnh vực kinh doanh**

**Doanh thu**

**Lợi nhuận ròng**

USD/VND = 21.100

Sản xuất xi măng

6.369 tỷ đồng, tương đương 303 triệu USD (2013)

3 tỷ đồng, tương đương 0,1 triệu USD (2013)

**Yếu tố doanh thu chính**

**Yếu tố chi phí chính**

**Yếu tố rủi ro chính**

**Các khách hàng chính**

Xi măng và Clinker

Đá vôi, nguyên liệu

Lãi suất, tỷ giá hối đoái

Hộ gia đình, công ty xây dựng

**Lãnh đạo**

**Địa chỉ**

**Website**

**Email**

**Điện thoại**

Ông Trần Việt Thắng (Chủ tịch HĐQT),

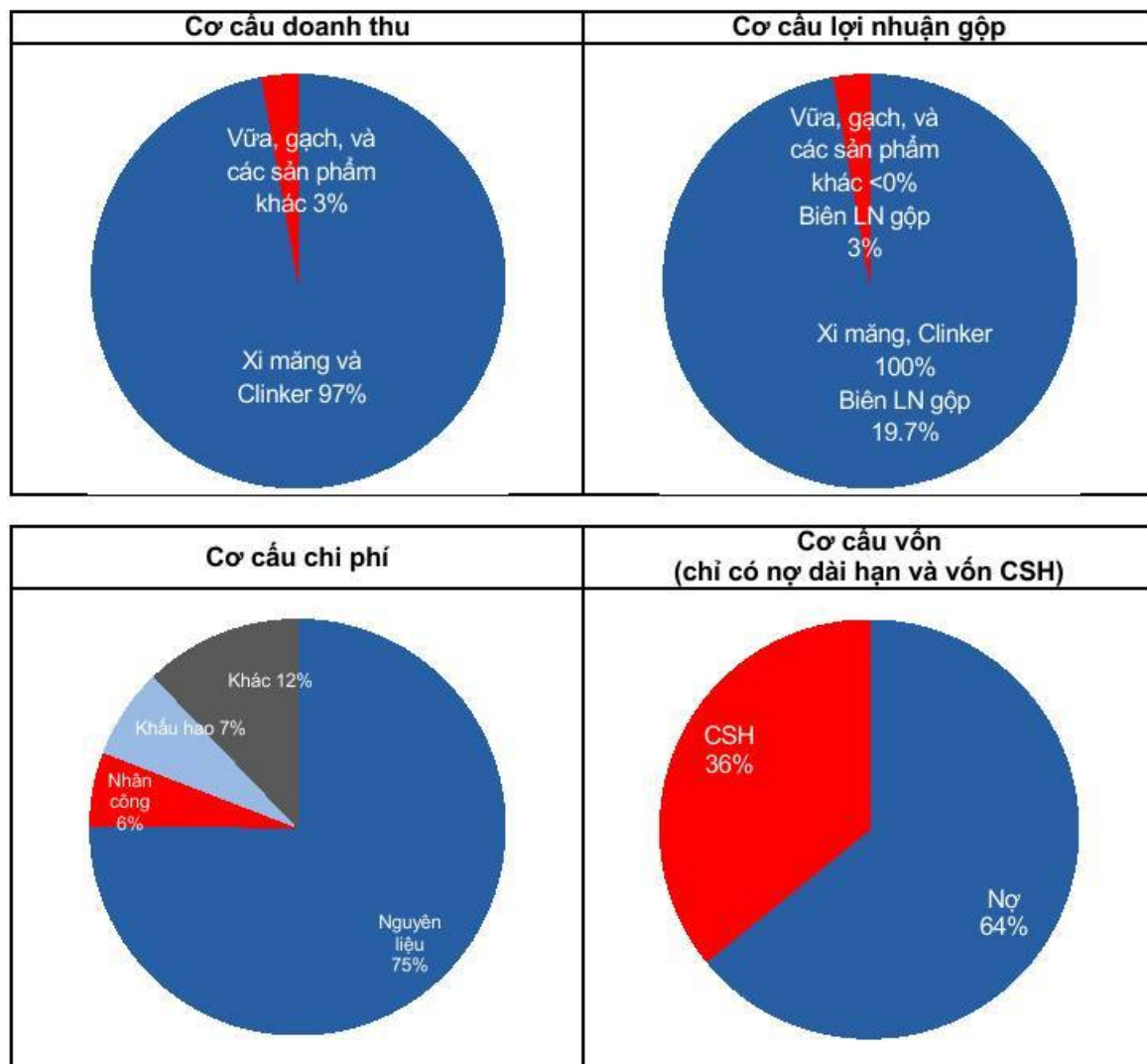
Ông Nguyễn Tuấn Anh (TGD)

360 Bến Chương Dương, P.Cầu Kho, Q.1, TP. HCM

hatien1@hatien1.com.vn

www.hatien1.com.vn

(08) 3836 8363



Nguồn: Số liệu tài chính của HT1 (2013), ước tính của VCSC

## Nội dung cập nhật

- Cập nhật Quý 2/2014: Sản lượng xi măng vẫn tăng mạnh
- Ảnh hưởng từ việc Nhà máy Xi măng Bình Phước tạm ngưng hoạt động
- Định giá: Điều chỉnh dự báo KQLN năm 2014 do VCSC đưa ra

## Cập nhật Quý 2/2014: Sản lượng xi măng vẫn tăng mạnh

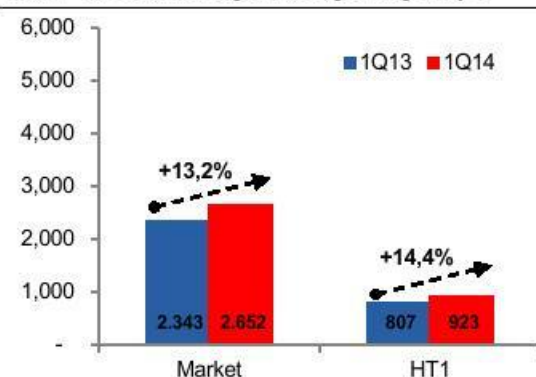
### Sản lượng xi măng tại thị trường miền Nam

**Sản lượng ngành xi măng tăng trưởng mạnh, đặc biệt là tại thị trường miền Nam.** Trong nửa đầu năm 2014, sản lượng ngành xi măng của cả nước tăng 8% so với cùng kỳ. Trong đó, thị trường miền Nam – (Đông Nam Bộ, Đồng bằng sông Cửu Long, Nam Trung Bộ và Tây Nguyên), HT1 là công ty xi măng thống lĩnh thị trường này – tăng 13,5% so với cùng kỳ. Doanh thu từ xi măng rời chiếm 65% mức tăng trưởng sản lượng, kết quả này cho thấy ảnh hưởng tích cực từ sự phục hồi của ngành bất động sản và ngành hạ tầng.

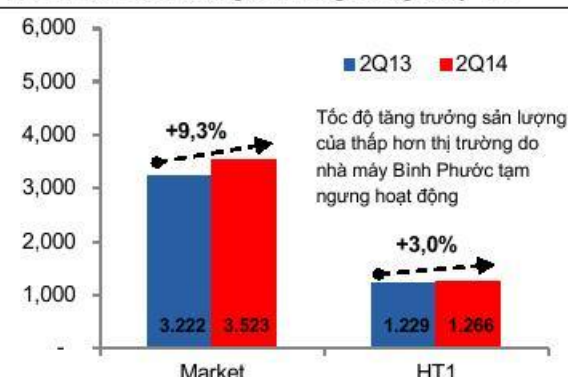
### Sản lượng xi măng của HT1

**Trong Quý 1/2014, HT1 có tình hình hoạt động tốt hơn so với thị trường xi măng, nhưng sang Quý 2/2014, tình hình Công ty bị ảnh hưởng do nhà máy Bình Phước tạm ngưng hoạt động.** Trong Quý 1/2014, doanh thu từ xi măng của HT1 tăng 14,4% so với cùng kỳ (so với mức 13,2% của thị trường xi măng), trong đó, xi măng rời đóng góp 70% cho mức tăng này, phù hợp với dự báo mà chúng tôi đưa ra cho năm 2014. Tuy nhiên, riêng trong Quý 2/2014, tăng trưởng doanh thu của HT1 giảm xuống còn 3% so với cùng kỳ năm 2013, so với mức tăng 9,3% của thị trường. Thông thường, Quý 2 là mùa cao điểm của cả ngành xi măng vì các công trình dựng được đẩy nhanh tiến độ để có thể kịp hoàn thành trước mùa mưa, do đó, nếu xét so với cùng kỳ năm 2013 thì tốc độ tăng trưởng trong Quý 2/2014 sẽ thấp hơn so với Quý 2/2013, tuy nhiên, nếu so với Quý 1/2014 thì Quý 2/2014 có sản lượng cao hơn (xem các hình bên dưới). HT1 chịu ảnh hưởng từ việc Nhà máy Xi măng Bình Phước tạm ngưng sản xuất linker trong gần như toàn bộ Quý 2/2014.

Hình 1a: Sản lượng xi măng trong Quý 1

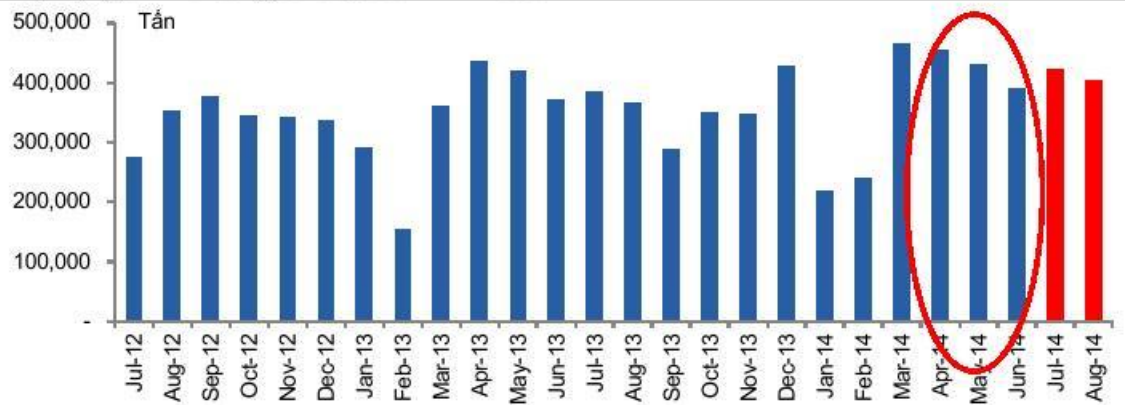


Hình 1b: Sản lượng xi măng trong Quý Q2



Nguồn: HT1, Hiệp hội Xi măng Việt Nam (VCNA), ước tính của VCSC

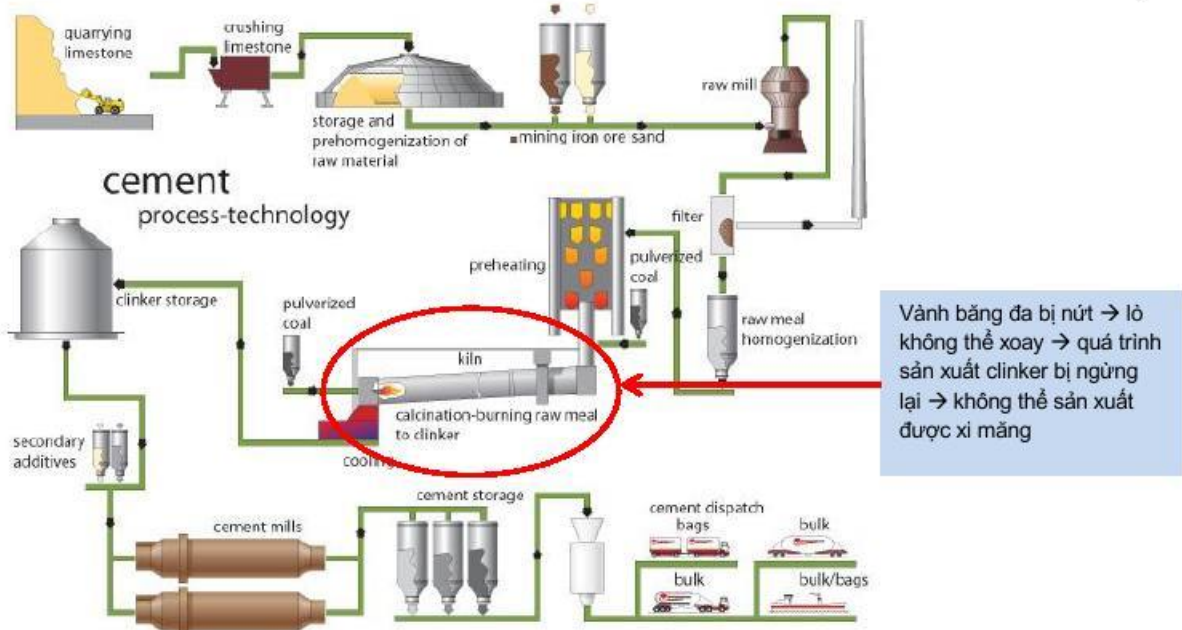
Hình 2: Doanh số bán xi măng trong tháng 7 và tháng 8 tăng trưởng mạnh cho thấy công ty đã hoạt động bình thường sau sự cố Bình Phước



Nguồn: HT1, Hiệp hội Xi măng Việt Nam (VCNA), VCSC

## Ảnh hưởng từ việc Nhà máy Xi măng Bình Phước tạm ngưng hoạt động

Hình 3: Lò nung clinker là trung tâm của quá trình sản xuất xi măng



Nguồn: HT1, VCSC

Hình 4: Lò nung clinker ở Nhà máy Xi măng Bình Phước



Vành băng đã bị nứt được hàn lại và lò clinker đã hoạt động trở lại vào ngày 27/06.

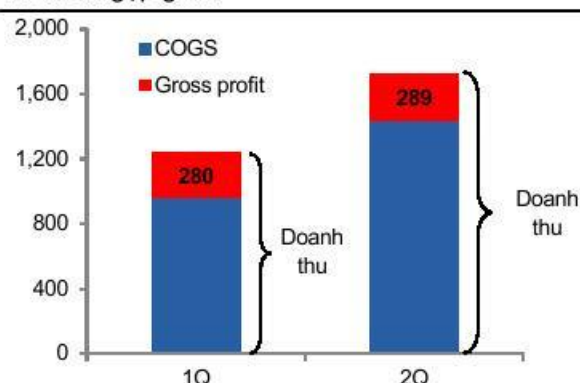
Nguồn: HT1, VCSC

**Doanh thu từ clinker giảm và chi phí sản xuất tăng do phải mua clinker từ nguồn ngoài.**

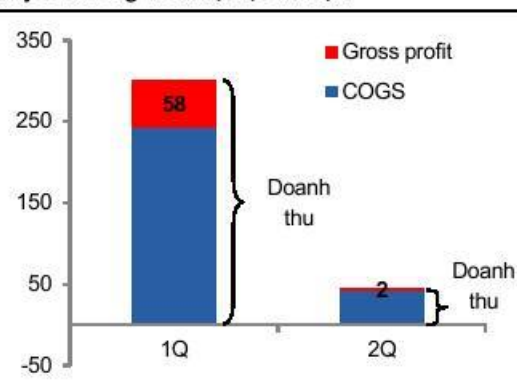
Trong Quý 2, lợi nhuận giảm 16% so với Quý 1 (khoảng 55 tỷ đồng), với biên lợi nhuận gộp chung giảm xuống 16,6% từ mức 21,6% trong Quý 1 do doanh thu từ clinker giảm 85%. Trong khi đó, giá bán tăng 3% không đủ bù đắp cho việc chi phí sản xuất xi măng tăng 11%.

- Sản lượng clinker giảm từ 338.000 tấn trong Quý 1 xuống chỉ còn 51.000 tấn trong Quý 2. Việc nhà máy Bình Phước tạm ngưng hoạt động khiến HT1 không thể sản xuất clinker ở mức tối ưu, do đó, trong Quý 2, Công ty đã ngừng bán clinker cho các công ty sản xuất xi măng khác trong nước và chỉ xuất khẩu clinker để hoàn thành hợp đồng đã ký trước đó với đối tác bên Campuchia.
- Trong tháng năm và đặc biệt là trong tháng sáu, chi phí sản xuất xi măng tăng mạnh; HT1 phải mua clinker từ các công ty xi măng ở miền Bắc để giữ nguyên hoạt động sản xuất xi măng do nhà máy Bình Phước buộc phải tạm ngưng hoạt động. Chúng tôi ước tính chi phí mua clinker từ nguồn ngoài cao hơn 60% so với clinker tự sản xuất. Chi phí vận chuyển gia tăng do việc áp dụng nghiêm ngặt các quy định về trọng tải xe chở hàng là nguyên nhân khiến giá mua clinker từ nguồn ngoài cao hơn nhiều so với clinker tự sản xuất.

Hình 5a: Xi măng – LN gộp không đổi nhưng biên LN gộp giảm



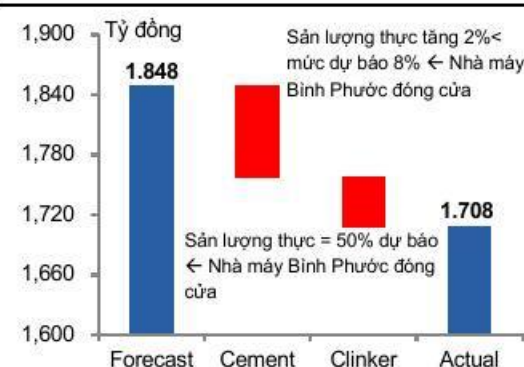
Hình 5b: Hoạt động kinh doanh clinker trong Quý 2 không đem lại lợi nhuận



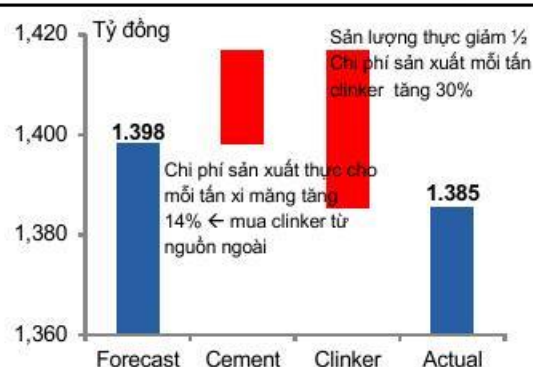
Nguồn: HT1, ước tính của VCSC



Hình 6a: Doanh thu dự phóng so với doanh thu thực tế



Hình 6b: Giá vốn hàng bán (COGS) dự phóng so với COGS thực tế

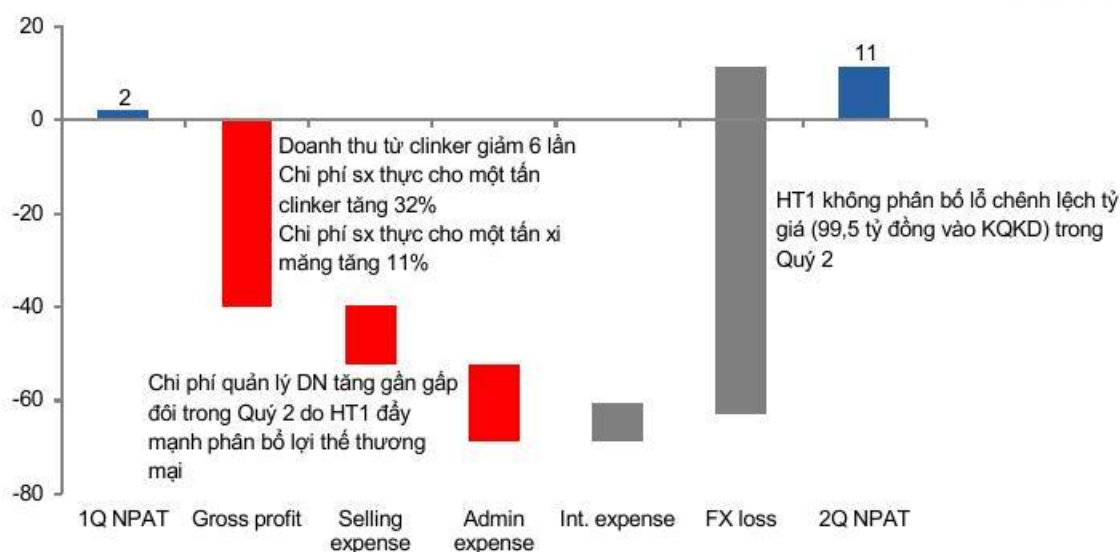


Nguồn: HT1, ước tính của VCSC

### Lợi nhuận từ hoạt động giảm 36% so với Quý 1 khi chi phí quản lý tăng gấp đôi do các chi phí không ảnh hưởng đến dòng tiền tăng mạnh

Trong Quý 2, chi phí quản lý tăng gấp đôi do khoản phân bổ lợi thương mại thể tăng mạnh. Vào cuối năm 2013, giá trị lợi thế thương mại của HT1 là khoảng 162 tỷ đồng, bao gồm 36 tỷ đồng lợi thế thương mại từ việc sáp nhập với CTCP Xi măng Hà Tiên 2 (HT2) trong năm 2010 và 126 tỷ đồng từ việc cổ phần hóa trong năm 2007. Khoản lợi thế thương mại từ việc sáp nhập với HT2 được phân bổ trong vòng 10 năm và khoản lợi thế thương mại từ việc cổ phần hóa được phân bổ trong 30 năm. Trong Quý 2, HT1 đẩy nhanh thời gian phân bổ lợi thế thương mại từ việc cổ phần hóa xuống còn 10 năm, điều này đồng nghĩa quá trình phân bổ sẽ được hoàn tất vào năm 2017 thay vì năm 2037. Do đó, trong Quý 2 năm nay, Công ty đã ghi nhận 23 tỷ đồng vào chi phí quản lý (so với 3,75 tỷ đồng trong Quý 1/2014 và 15 tỷ đồng trong cả năm 2013). Vì vậy, trong nửa đầu năm nay, chi phí quản lý đến từ phân bổ lợi thế thương mại tăng lên 27 tỷ đồng. Chúng tôi ước HT1 sẽ phân bổ khoảng 20 tỷ đồng lợi thế thương mại vào chi phí quản lý trong nửa cuối năm nay, và Công ty sẽ ghi nhận bình quân 46 tỷ đồng/năm cho đến năm 2017, khi quá trình phân bổ kết thúc. Chúng tôi tin rằng dòng tiền mặt cải thiện đã khiến ban lãnh đạo của HT1 đưa ra quyết định này. Đây thật sự là một dấu hiệu tích cực đối với Công ty.

Hình 7: LNST Quý 2 so với LNST Quý 1



Nguồn: HT1, VCSC

## Định giá

### Nhà máy Xi măng Bình Phước tạm ngừng hoạt động, điều chỉnh giảm dự báo 2014

Với triển vọng tích cực của ngành xi măng nói chung và việc Nhà máy Xi măng Bình Phước hoạt động trở lại, chúng tôi cho rằng dự báo HT1 đạt tăng trưởng doanh thu cả năm 8% là hợp lý. Trong tháng bảy và tháng tám, HT1 đã bán được lần lượt hơn 420.000 và 40.000 tấn xi măng, qua đó đạt tăng trưởng 10% so với cùng kỳ năm ngoái (dù Nhà máy Xi măng Bình Phước chỉ mới hoạt động trở lại vào cuối tháng sáu). Đây là một kết quả đầy ấn tượng vì Quý 3 thường là giai đoạn thị trường xi măng trầm lắng do mùa mưa.

Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp còn phụ thuộc vào việc HT1 có thể tự cung cấp clinker phục vụ sản xuất xi măng hay không. Vì vậy, chúng tôi thực hiện phân tích kịch bản để xem xét mức độ ảnh hưởng của Nhà máy Xi măng Bình Phước đối với LNST 2014, giả định HT1 duy trì được sản lượng để giữ thị phần. Nếu Nhà máy Xi măng Bình Phước hoạt động với công suất dưới 50%, HT1 sẽ phải mua clinker từ bên ngoài để sản xuất xi măng. Điều này sẽ khiến chi phí sản xuất tăng và biên lợi nhuận gộp giảm, như đã xảy ra trong Quý 2.

### Phân tích kịch bản

Kịch bản cơ sở của chúng tôi là Nhà máy Xi măng Bình Phước hoạt động với công suất 75% trong 6 tháng cuối năm 2014. Trong chuyến thăm Nhà máy Xi măng Bình Phước, chúng tôi được biết nhà máy hiện hoạt động với công suất trên 90% với vành băng đa đã được hàn (sửa chữa) lại. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi tính cả rủi ro vành băng đa này sẽ tiếp tục bị nứt trong khi đến tháng mười một mới có vành băng đa mới và quá trình thay thế vành băng đa sẽ khiến nhà máy ngừng sản xuất clinker trong hai đến ba tuần.

Hình 8: LNST Quý 3 theo công suất của Nhà máy Xi măng Bình Phước

Công suất NM Bình Phước	0%	20%	30%	50%	60%	75%	90%	100%
Sản lượng clinker bán ra (nghìn tấn)	75	75	75	75	75	132	205	254
Sản lượng xi măng bán ra (nghìn tấn)	1.180	1.180	1.180	1.180	1.180	1.180	1.180	1.180
Clinker mua ngoài (nghìn tấn)	311	213	164	66	17	0	0	0
Chi phí SX clinker (nghìn VND/tấn)	741	737	737	734	734	732	730	730
Chi phí SX xi măng (nghìn VND/tấn)	1.190	1.131	1.102	1.043	1.013	1.003	1.003	1.003
LNST (tỷ đồng)	(203)	(133)	(98)	(28)	5	19	24	28

Hình 9: LNST Quý 4 theo công suất của Nhà máy Xi măng Bình Phước

Công suất NM Bình Phước	0%	20%	30%	50%	60%	75%	90%	100%
Sản lượng clinker bán ra (nghìn tấn)	75	75	75	75	114	187	261	310
Sản lượng xi măng bán ra (nghìn tấn)	1.242	1.242	1.242	1.242	1.242	1.242	1.242	1.242
Clinker mua ngoài (nghìn tấn)	255	157	108	10	0	0	0	0
Chi phí SX clinker (nghìn VND/tấn)	756	748	748	741	741	736	732	732
Chi phí SX xi măng (nghìn VND/tấn)	1.248	1.151	1.103	1.006	996	996	974	974
LNST (tỷ đồng)	(266)	(145)	(85)	28	15	46	74	77

Vi vậy, chúng tôi hạ dự báo LNST 2014 của HT1 xuống 77 tỷ đồng trong kịch bản cơ sở,

Hình 10: LNST 2014 theo hoạt động của nhà máy xi măng Bình Phước

Công suất NM Bình Phước	50% & 50%	50% & 75%	75% & 75%	75% & 90%	90% & 90%
Lợi nhuận gộp	1.346	1.376	1.431	1.472	1.484
Lợi nhuận từ hoạt động	879	902	953	990	997
LNST	19	37	77	105	111
EPS	59	115	241	331	349

Hình 11: Tóm tắt phân tích kịch bản

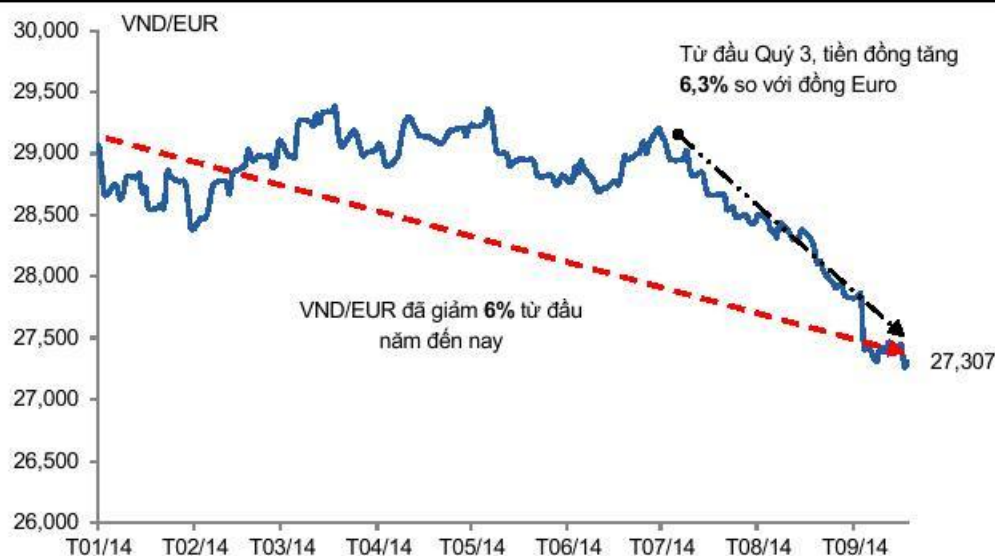
Công suất NM Bình Phước	Kịch bản tiêu cực BP @ 50% & 75%	Kịch bản cơ sở BP @ 75% & 75%	Kịch bản tích cực BP @ 75% & 90%
Lợi nhuận gộp	1,376	1,431	1,472
Lợi nhuận từ hoạt động	902	953	990
LNST	37	77	105
EPS	115	241	331

## Lỗ tài chính giảm do đồng nội tệ tăng giá so với đồng euro

Chúng tôi hạ dự báo tỷ lệ giảm giá của đồng nội tệ so với đồng euro từ 5% xuống 3% vì tiền đồng Việt Nam trong năm nay đã có những diễn biến tích cực. Vì nợ bằng Euro chiếm 36% và nợ bằng USD chiếm 7% nợ của HT1 nên chúng tôi hạ dự báo lỗ do chênh lệch tỷ giá từ 96 tỷ đồng xuống 60 tỷ đồng. Trong 6 tháng đầu năm 2014, HT1 lỗ 15 tỷ đồng từ chênh lệch tỷ giá do tiền đồng Việt Nam giảm giá nhẹ (khoảng 0,5%) so với đồng Euro. Tuy nhiên, kể từ tháng bảy, tiền đồng Việt Nam lại diễn biến tích cực hơn so với đồng Euro, và chúng tôi cho rằng đồng nội tệ sẽ tiếp tục tăng giá so với đồng Euro trong 6 tháng cuối năm.

Chúng tôi tiếp tục dự báo HT1 sẽ ghi nhận 99,5 tỷ đồng lỗ từ chênh lệch tỷ giá vì doanh thu tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm và biên lợi nhuận gộp phục hồi sẽ giúp lợi nhuận từ hoạt động đáp ứng được khoản chi phí tài chính này trong khi công ty vẫn đạt được mục tiêu cả năm. Trong quá trình phân tích các kịch bản, chúng tôi giả định HT1 sẽ ghi nhận một nửa chi phí này trong Quý 3 và nửa còn lại trong Quý 4.

Hình 12: HT1 đang hưởng lợi từ biến động tỷ giá VND/EUR



Nguồn: Bloomberg

**Việc Nhà máy Xi măng Bình Phước tạm ngừng hoạt động là sự cố ngoài ý muốn chỉ ảnh hưởng đến năm 2014, giữ nguyên dự báo tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp từ xi măng từ 2015 trở đi**

**Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng giai đoạn 2015-2018** vì các lý do sau: (1) Việc Nhà máy Xi măng Bình Phước ngừng hoạt động là sự cố ngoài ý muốn và chỉ ảnh hưởng đến năm 2014; (2) Dự báo chi phí lãi vay giảm mạnh mà chúng tôi đã đưa ra phù hợp với thực tế khi chi phí lãi vay giảm 32% so với cùng kỳ năm ngoái trong 6 tháng đầu năm 2014; (3) Nhiều khả năng HT1 sẽ hoàn tất phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá năm 2014 và tỷ giá VND/EUR hiện đang biến động theo chiều hướng có lợi cho HT1.

**Vi vậy, chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 18.000 đồng**, áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm, qua đó PER 2015 dự phóng là 11,9 lần và PER 2016 dự phóng là 9,4 lần (chúng tôi không so sánh các số liệu năm 2014 vì LNST năm nay không phản ánh đúng năng lực hoạt động của công ty do tác động của việc Nhà máy Xi măng Bình Dương tạm ngừng hoạt động và việc hoàn tất phân bổ lỗ từ chênh lệch tỷ giá). Tại mức giá mục tiêu chúng tôi đưa ra, tỷ lệ Giá trị doanh nghiệp/EBITDA 2014 đạt 7,5 lần so với trung vị của các công ty xi măng khác trong khu vực là 12,3 lần trong khi tỷ lệ Giá trị doanh nghiệp/EBITDA 2015 giảm xuống 5,8 lần (so với trung vị của các công ty xi măng khác trong khu vực là 11,3 lần).

Hình 13: Các giả định trong mô hình định giá chiết khấu dòng tiền

Giả định	2014	2015	2016	2017	2018
Lãi suất phi rủi ro	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Phần bù rủi ro	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Chi phí chủ sở hữu	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%
Chi phí nợ	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Hệ số beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Tỷ lệ nợ/CSH	67,1%	59,7%	50,4%	48,7%	45,1%
WACC	11,6%	12,1%	12,9%	13,0%	13,2%

Hình 14: Giả định doanh thu và biên lợi nhuận

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu (tỷ đồng)	6.855	7.480	7.955	8.449	8.941
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>20,9%</b>	<b>23,1%</b>	<b>23,2%</b>	<b>23,4%</b>	<b>23,4%</b>
Biên lợi nhuận từ hoạt động	13,9%	16,3%	16,4%	16,9%	17,2%
<b>Biên EBITDA</b>	<b>23,7%</b>	<b>25,5%</b>	<b>25,2%</b>	<b>25,3%</b>	<b>25,3%</b>
Biên LNST	1,1%	6,5%	7,7%	9,2%	10,5%

Hình 15: Định giá chiết khấu dòng tiền 5 năm

Định giá chiết khấu dòng tiền nhiều giai đoạn	FCFF
Giai đoạn dự báo (năm)	5
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	5.972
Giá trị cuối cùng	7.780
<b>Tổng DTTDCK và GTCC</b>	<b>13.752</b>
Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	207
Nợ ngắn và dài hạn	8.224
<b>Vốn chủ sở hữu (bao gồm lợi ích CĐTS)</b>	<b>5.736</b>
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	318
<b>Giá cổ phiếu</b>	<b>18.037</b>

## Định giá các công ty xi măng khác

Hình 16: Giá trị doanh nghiệp/ tấn công suất, so sánh HT1 và các công ty xi măng khác trong khu vực

Công ty	GTVH (triệu USD)	GTDN hiện tại (triệu USD)	Công suất (triệu tấn/năm)	GTDN/tấn (USD/tấn)
INDOCEMENT TUNGGAL PRAKARSA	7.194	6.039	18,6	325
HOLCIM INDONESIA TBK PT	1.778	2.197	11,0	200
SEMEN INDONESIA PERSERO TBK	7.924	8.095	30,0	270
SIAM CITY CEMENT PUB CO LTD	3.105	3.242	14,5	224
LAFARGE MALAYSIA BHD	2.786	2.633	13,0	203
<b>CTCP Xi Măng Hà Tiên 1</b>	<b>237</b>	<b>578</b>	<b>6,7</b>	<b>85</b>

Hình 17: So sánh số liệu định giá của HT1 và các công ty xi măng khác trong khu vực

Mã	Công ty	GT vốn hóa (triệu USD)	PER 2015 (thị giá)	EV/EBITDA 2014 (thị giá)	EV/EBITDA 2015 (thị giá)	PBR (thị giá)	T-12M EBITDA (thị giá)
HT1 VN	CTCP Xi Măng Hà Tiên 1	237	10,5	7,5	5,8	1,4	25,6
LMC MK	LAFARGE MALAYSIA	2.710	20,8	12,4	11,7	2,8	23,7
TC MK	TASEK CORP	585	19,0	10,0	9,8	2,2	24,3
SCCC TB	SIAM CITY CEMENT	3.107	16,7	12,7	11,8	4,8	25,0
TPIPL TB	TPI POLENE PUBLIC	1.195	25,8	13,0	11,6	0,7	12,0
	<b>Trung vị</b>	<b>1.953</b>	<b>20,8</b>	<b>12,5</b>	<b>11,6</b>	<b>2,5</b>	<b>24,0</b>

### Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
06/2014	MUA	12.900	19.300

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Dương Mỹ Thanh, 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>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</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 chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có 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.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Ví dụ, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**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 8 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 8 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng,** Ngô Hoàng Long  
**Trưởng phòng,** Nguyễn Đức Tuấn  
**CV cao cấp,** Đặng Văn Pháp  
**Chuyên viên,** Ngô Đăng Quế  
**Chuyên viên,** Dương Mỹ Thanh  
**Chuyên viên,** Nguyễn Hồng Quang

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên,** Nguyễn Ngọc Hoàng Hải  
**Chuyên viên,** Nguyễn Thị Anh Đào  
**Chuyên viên,** Văn Đình Vỹ  
**Chuyên viên,** Trần Minh Đức  
**Chuyên viên,** Nguyễn Thảo Vy  
**CV PTKT cao cấp,** Nguyễn Thế Minh

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

*& Cá nhân nước ngoài*

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 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.