

CTCP Xi Măng Hà Tiên 1

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG

Dương Mỹ Thanh
Chuyên viên

Cập nhật Quý 3/2014 Công nghiệp

Giá mục tiêu (DCF)	18.000
Giá hiện tại	16.800
Tỷ lệ tăng	7,1%
Lợi suất cổ tức	0%
Tổng LN cho CĐ	7,1%

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	252 triệu
GTGD trung bình 30 ngày USD	0,45 triệu
Sở hữu của KN/Room tối đa	8,6%
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%

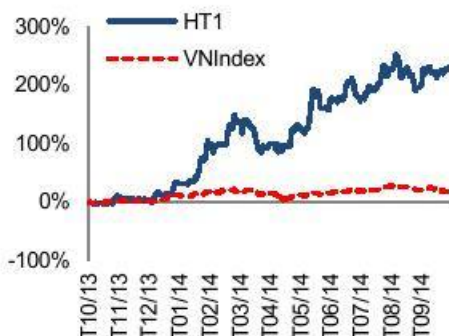
Thuộc danh mục

Chỉ số VNI

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



EUR trượt giá mạnh giúp HT1 thu được khoản lãi bất thường từ chênh lệch tỷ giá

HT1 lãi 77,7 tỷ đồng trong Quý 3/2014 so với lỗ 72 tỷ đồng trong Quý 3/2013 nhờ khoản lãi tỷ giá mà HT1 có được khi tỷ giá EUR/VND giảm trong giai đoạn từ tháng 06-09/2014. Ngoài ra, sản lượng Quý 3 tăng mạnh cũng giúp sản lượng lũy kế từ đầu năm hoàn thành 74% dự báo sản lượng mà chúng tôi đưa ra cho năm 2014; chúng tôi cho rằng HT1 sẽ đạt được mục tiêu này nhờ Quý 4 thường là mùa cao điểm tiêu thụ xi măng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp Quý 3 vẫn chưa phục hồi trở lại mức trước khi nhà máy Bình Phước tạm ngưng hoạt động. Sau khi xem xét tất cả các yếu tố trên, chúng tôi điều chỉnh tăng EPS năm 2014 từ 241 đồng/cổ phiếu lên 528 đồng/cổ phiếu, tuy nhiên, vẫn giữ nguyên giá mục tiêu được tính theo phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) trong giai đoạn 05 năm là 18.000 đồng/cổ phiếu.

Doanh số bán xi măng trong riêng Quý 3 (bao gồm cả sản lượng xuất khẩu) đạt 1,2 triệu tấn (Quý 3 thường không phải là mùa cao điểm đối với thị trường xi măng), tăng 13% so với cùng kỳ, (so với mức tăng 9% trong 9 tháng đầu năm 2014). Sản lượng tiêu thụ xi măng trong nước tăng 12,5% trong Quý 3, so với mức tăng 5,9% của các công ty xi măng khác tại thị trường miền Nam, cho thấy sản lượng đã tăng mạnh trở lại sau khi nhà máy Bình Phước tạm đóng cửa (Tốc độ tăng trưởng của HT1 đạt 15% trong Quý 1 và 2% trong Quý 2). Vì tổng sản lượng tiêu thụ tính từ đầu năm đạt 3,5 triệu tấn (tăng 9% so với cùng kỳ) và Quý 4 thường là mùa cao điểm tiêu thụ xi măng, do đó, HT1 hoàn toàn có khả năng đạt được mục tiêu tiêu thụ 4,7 triệu tấn xi măng mà chúng tôi đưa ra cho năm 2014, thậm chí còn có thể vượt mục tiêu khoảng 70.000 tấn.

Biên lợi nhuận gộp vẫn thấp hơn so với mức trước khi nhà máy Bình Phước tạm ngưng hoạt động: Có vẻ như HT1 vẫn còn mua thêm clinker từ nguồn ngoài để sản xuất xi măng trong Quý 3. Biên lợi nhuận gộp Quý 3 đạt 16,3%, thấp hơn so với mức 21,6% trong Quý 1, tức trước khi dây chuyền sản xuất clinker tại nhà máy Bình Phước tạm dừng hoạt động. Nhà máy này đã hoạt động trở lại vào ngày 27/06, và trong chuyến thăm nhà máy mà chúng tôi thực hiện vào trung tuần tháng tám vừa qua, chúng tôi được biết hoạt động sản xuất vừa mới trở lại mức bình thường. Do đó, chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện trong Quý 4 vì HT1 không còn phải mua xi măng từ nguồn ngoài. Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ hoạt động trong Quý 4 sẽ đạt 808 đồng/cổ phiếu, tăng trở lại mức hồi Quý 1 trước khi dây chuyền sản xuất clinker tại nhà máy Bình Phước tạm dừng hoạt động.

Đồng EUR trượt giá 8,3% so với tiền đồng trong Quý 3. Đồng EUR trượt giá trong Quý 3 đã giúp HT1 thu được khoản lãi tỷ giá 170 tỷ đồng (do khoảng 35% tổng nợ dài hạn của HT1 vay bằng đồng EUR). Khoản lợi nhuận bất thường này tạo điều kiện cho HT1 hoàn tất việc phân bổ 99,5 tỷ đồng còn lại của khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong Quý 3 và loại bỏ khoản chênh lệch này ra khỏi bảng cân đối kế toán. Khoản lãi tỷ giá thuần này giúp EPS tăng thêm 269 đồng/cổ phiếu, con số này tương ứng với phần điều chỉnh tăng trong dự báo EPS mới mà chúng tôi đưa ra cho năm 2014.

Chúng tôi cho rằng tỷ giá EUR/VND sẽ ổn định trong Quý 4. Nợ dài hạn của HT1 bao gồm 76 triệu vay bằng đồng EUR và 21 triệu vay bằng đồng USD, tổng cộng chiếm khoảng 42% tổng nợ dài hạn của HT1. Chúng tôi đưa ra dự báo dựa trên giả định cho rằng tiền đồng sẽ trượt giá 2% so với đồng USD và tăng giá xấp xỉ 8% so với đồng EUR trong năm 2014. Chúng tôi ước tính tổng khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong năm 2014 sẽ là 145 đồng/cổ phiếu, tương đương 6% dự báo lợi nhuận từ hoạt động /cổ phiếu mà chúng tôi đưa ra là 2.531 đồng/cổ phiếu.

Các chỉ số chính	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu (tỷ đồng)	5.824	6.369	6.679	7.325	7.790
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	9	3	168	452	641
Biên LN gộp (%)	47	13	528	1.421	2.016
Biên LN từ HĐ (%)	N/A	-79,0	5281,0	169,2	41,8
Biên LN ròng sau thuế (%)	23,2%	22,4%	19,2%	22,9%	23,7%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	14,6%	15,9%	12,1%	15,8%	16,6%
Tăng trưởng EPS (%)	0,2%	0,0%	2,5%	6,2%	8,2%
GT doanh nghiệp (EV) / Doanh thu	9,9	7,5	8,6	6,3	5,1
Giá CP / Dòng tiền tự do, theo giá TT	17,2	16,5	39,3	35,8	33,7
Giá CP / Thu nhập, theo giá TT	353,8	1681,9	31,3	11,6	8,2
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	1,7	1,3	1,5	1,3	1,1
ROA (%)	0,1%	0,0%	1,3%	3,6%	5,3%
ROE (%)	0,5%	0,1%	5,1%	12,3%	14,9%
Nợ/CSH (%)	535%	257%	220%	163%	111%

Báo cáo Tài chính

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
QQLN						Bảng CĐKT					
Doanh thu thuần	5.824	6.369	6.679	7.325	7.790	Tiền và tương đương	190	202	134	147	156
- Giá vốn hàng bán	-4.474	-4.939	-5.396	-5.651	-5.941	Đầu tư TC ngắn hạn	4	5	5	5	5
Lợi nhuận gộp	1.350	1.430	1.283	1.674	1.849	Các khoản phải thu	261	376	421	462	491
- Chi phí bán hàng	-393	-302	-319	-352	-374	Hàng tồn kho	951	986	1.183	1.239	1.302
- Chi phí quản lí DN	-109	-113	-159	-168	-179	TS ngắn hạn	201	104	104	104	104
LN thuần HDKD	848	1.014	805	1.154	1.296	Tổng TS ngắn hạn	1.608	1.673	1.846	1.956	2.058
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-109	-270	-46	-85	-69	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	759	1.070	1.227	TS dài hạn (ròng)	11.475	11.050	10.530	9.994	9.443
- Chi phí lãi vay	-822	-773	-544	-490	-426	Đầu tư TC dài hạn	28	56	56	56	56
Lợi nhuận trước thuế	2	5	215	579	801	TS dài hạn khác	203	341	341	341	341
- Thuế TNDN	8	-3	-47	-127	-160	Tổng TS dài hạn	11.706	11.447	10.926	10.391	9.840
LNST	9	3	168	452	641	Tổng Tài sản	13.314	13.120	12.772	12.347	11.898
- Lợi ích CDTS	0	0	0	0	0	Phải trả ngắn hạn	820	1.071	1.183	1.239	1.302
LNST cổ đông CT Mẹ	9	3	168	452	641	Nợ ngắn hạn	2.603	2.498	2.034	1.916	1.852
						Phải trả ngắn hạn khác	515	629	659	723	769
						Nợ ngắn hạn	3.938	4.197	3.876	3.878	3.923
EBITDA	1.337	1.628	1.475	1.839	1.997	Vay và nợ dài hạn	7.490	5.726	5.486	4.521	3.317
SL CP lưu hành (triệu)	198	318	318	318	318	Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0	0
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	198	202	318	318	318	Tổng nợ dài hạn	7.490	5.726	5.486	4.521	3.317
EPS	47	8	528	1.421	2.016	Tổng nợ	11.429	9.923	9.361	8.399	7.240
EPS pha loãng hoàn toàn	47	13	528	1.421	2.016	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
						Thặng dư	71	71	71	71	71
Tăng trưởng						Vốn cổ phần	1.980	3.180	3.180	3.180	3.180
Tăng trưởng doanh thu	10,3	9,4	4,9	9,7	6,3	Lợi nhuận giữ lại	-165	-54	160	697	1.407
Tăng trưởng LN HDKD	-17,1	19,5	-20,6	43,4	12,3	Lợi ích CDTS	0	0	0	0	0
Tăng trưởng EBIT	3,6	-5,4	-2,5	40,9	14,7	Vốn chủ sở hữu	1.886	3.197	3.411	3.947	4.658
Tăng trưởng EPS	N/A	-79,0	5281,0	169,2	41,8	Tổng cộng nguồn vốn	13.314	13.120	12.772	12.347	11.898
						Dòng tiền					
Khả năng sinh lợi						Tiền đầu năm	132	190	202	134	147
Biên LN gộp %	23,2	22,4	19,2	22,9	23,7	Lợi nhuận sau thuế	9	3	168	452	641
Biên LN từ HD %	14,6	15,9	12,1	15,8	16,6	Khấu hao	486	617	671	686	701
EBIT %	14,1	12,2	11,4	14,6	15,8	Thay đổi vốn lưu động	260	270	46	85	69
EBITDA %	23,0	25,6	22,1	25,1	25,6	Điều chỉnh khác	37	297	-99	23	17
Biên LN ròng %	0,2	0,0	2,5	6,2	8,2	Tiền từ hoạt động KD	792	1.187	786	1.245	1.427
ROE %	0,5	0,1	5,1	12,3	14,9	Chi mua sắm TSCĐ	-646	-319	-150	-150	-150
ROA %	0,1	0,0	1,3	3,6	5,3	Đầu tư	7	6	0	0	0
						Tiền từ HD đầu tư	-640	-313	-150	-150	-150
Chỉ số hiệu quả vận hành						Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0
Số ngày tồn kho	90,5	71,6	73,4	78,2	78,0	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
Số ngày phải thu	16,2	18,3	21,8	22,0	22,3	Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	-94	-856	-704	-1.082	-1.268
Số ngày phải trả	97,7	69,9	76,2	78,2	78,0	Tiền từ hoạt động TC	-94	-856	-704	-1.082	-1.268
TG luân chuyển tiền	9,0	20,0	18,9	22,0	22,3	Tổng lưu chuyển tiền tệ	58	12	-69	13	9
						Tiền cuối năm	190	202	134	147	156
Thanh khoản											
CS thanh toán hiện hành	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5						
CS thanh toán nhanh	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2						
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Nợ/Tài sản	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4						
Nợ/Vốn sử dụng	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5						
Nợ/Vốn CSH	5,4	2,6	2,2	1,6	1,1						
Khả năng thanh toán lãi vay	1,0	1,0	1,4	2,2	2,9						

Nguồn: Báo cáo tài chính của HT1, dự báo 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
2014							
Doanh thu	1.578	1.727	1.599	N/A	4.905	7.020	6.679
Lợi nhuận gộp	341	287	259	N/A	887	N/A	1.283
Biên LN gộp (%)	21,6%	16,6%	16%	N/A	18%	N/A	19,2%
LN hoạt động	251	160	137	N/A	548	N/A	805
Biên LN hoạt động (%)	15,9%	9,3%	9%	N/A	11%	N/A	12,1%
LNST	2	11	78	N/A	91	16	168
Biên LNST (%)	0,2%	0,6%	5%	N/A	2%		
2013							
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%		
2012							
Doanh thu	1.161	1.689	1.426	1.549	5.824		
Lợi nhuận gộp	286	413	304	337	1.350		
Biên LN gộp (%)	24,6%	24,5%	21,3%	21,8%	23,2%		
LN hoạt động	233	219	166	221	848		
Biên LN hoạt động (%)	20,1%	12,9%	11,6%	14,3%	14,6%		
LNST	0	0	-30	31	9		
Biên LNST (%)	0,0%	0,0%	-2,1%	2,0%	0,2%		
2011							
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	6.855	6.679	+4,9%	
Xi măng	5.427	6.046	6.033	+11,2%	
Clinker	765	629	465	-39,2%	Doanh số clinker Quý 3 thấp hơn dự kiến
Khác	177	181	181	+2,3%	
Lợi nhuận gộp	1.430	1.431	1.283	-10,3%	
Xi măng	1.259	1.320	1.211	-3,8%	Trong tháng bảy, HT1 vẫn dùng clinker mua ngoài để sản xuất xi măng
Clinker	165	110	72	-56,4%	Doanh số Quý 3 thấp hơn dự kiến
Khác	5	1	1	-80,0%	
Chi phí bán hàng	(302)	(319)	(319)	+5,6%	
Chi phí quản lý DN	(113)	(159)	(159)	+40,7%	
Khấu hao lợi thế thương mại	(15)	(46)	(46)	+206,7%	
Lợi nhuận từ hoạt động	1.014	953	805	-20,6%	
Lợi nhuận ngoài hoạt động	(235)	(268)	(46)	-80,4%	Lãi tỷ giá 170 tỷ đồng và hoàn nhập lỗ tỷ giá 16 tỷ đồng trong Quý 3
Lỗ tỷ giá (Phân bổ)	(109)	(208)	(208)	+90,8%	Lỗ chênh lệch tỷ giá sẽ được phân bổ hết vào năm 2014 (hoàn tất trong Quý 3)
Lãi/lỗ tỷ giá (VND trượt/tăng giá)	(161)	(60)	162	N/A	EUR trượt giá 8,3% so với VND trong Quý 3, điều chỉnh mức trượt giá của VND từ 3% xuống 0% trong Quý 4
EBIT	779	685	759	-2,6%	
Chi phí lãi vay	(773)	(587)	(544)	-29,6%	Lãi suất EURIBOR sáu tháng giảm 21 điểm cơ bản tính từ đầu năm
Lợi nhuận trước thuế	5	98	215	+4.200,0%	
Lợi nhuận sau thuế	3	77	168	+5.500,0%	
LN ròng sau thuế (sau khi trả lợi ích cổ đông thiểu số)	3	77	168	+5.500,0%	
EBITDA	1.628	1.623	1.475	-9,4%	
Biên LN gộp %	22,4%	20,9%	19,2%		
<i>Biên LN gộp của xi măng %</i>	<i>23,2%</i>	<i>21,8%</i>	<i>20,1%</i>		
<i>Biên LN gộp của clinker %</i>	<i>21,6%</i>	<i>17,4%</i>	<i>15,4%</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>4,7%</i>	<i>4,8%</i>		
<i>Chi phí quản lý DN/doanh thu (%)</i>	<i>1,8%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,4%</i>		
<i>Biên LN từ hoạt động %</i>	<i>15,9%</i>	<i>13,9%</i>	<i>12,1%</i>		
<i>Biên EBIT %</i>	<i>12,2%</i>	<i>10,0%</i>	<i>11,4%</i>		
<i>Biên EBITDA %</i>	<i>25,6%</i>	<i>23,7%</i>	<i>22,1%</i>		
<i>Biên LN ròng sau thuế %</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,5%</i>		
<i>Thuế suất thực tế %</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>		

Nội dung báo cáo

Sơ lược về công ty	6
Sản lượng tăng mạnh nhưng biên lợi nhuận phục hồi chậm	7
Sản lượng tiêu thụ tăng 13% so với cùng kỳ trong mùa thấp điểm (so với mức 9% trong 9 tháng đầu năm 2014)	7
Biên LN Quý 3 vẫn chưa tăng trở lại mức trước khi nhà máy Bình Phước đóng cửa	7
Khoản lãi tỷ giá nhờ đồng EUR trượt giá	8
Đồng EUR trượt giá 8,3% so với tiền đồng trong Quý 3, qua đó giúp HT1 lãi 170 tỷ đồng	8
Lãi/lỗ tỷ giá trong Quý 4: Phân tích độ nhạy	9
Định giá.....	9
Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) giai đoạn 05 năm	9
So sánh với các công ty khác trong khu vực	10
Liên hệ	13
CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)	13
Phòng Nghiên cứu và Phân tích.....	13
Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức	13
Phòng Môi giới khách hàng trong nước	13

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),

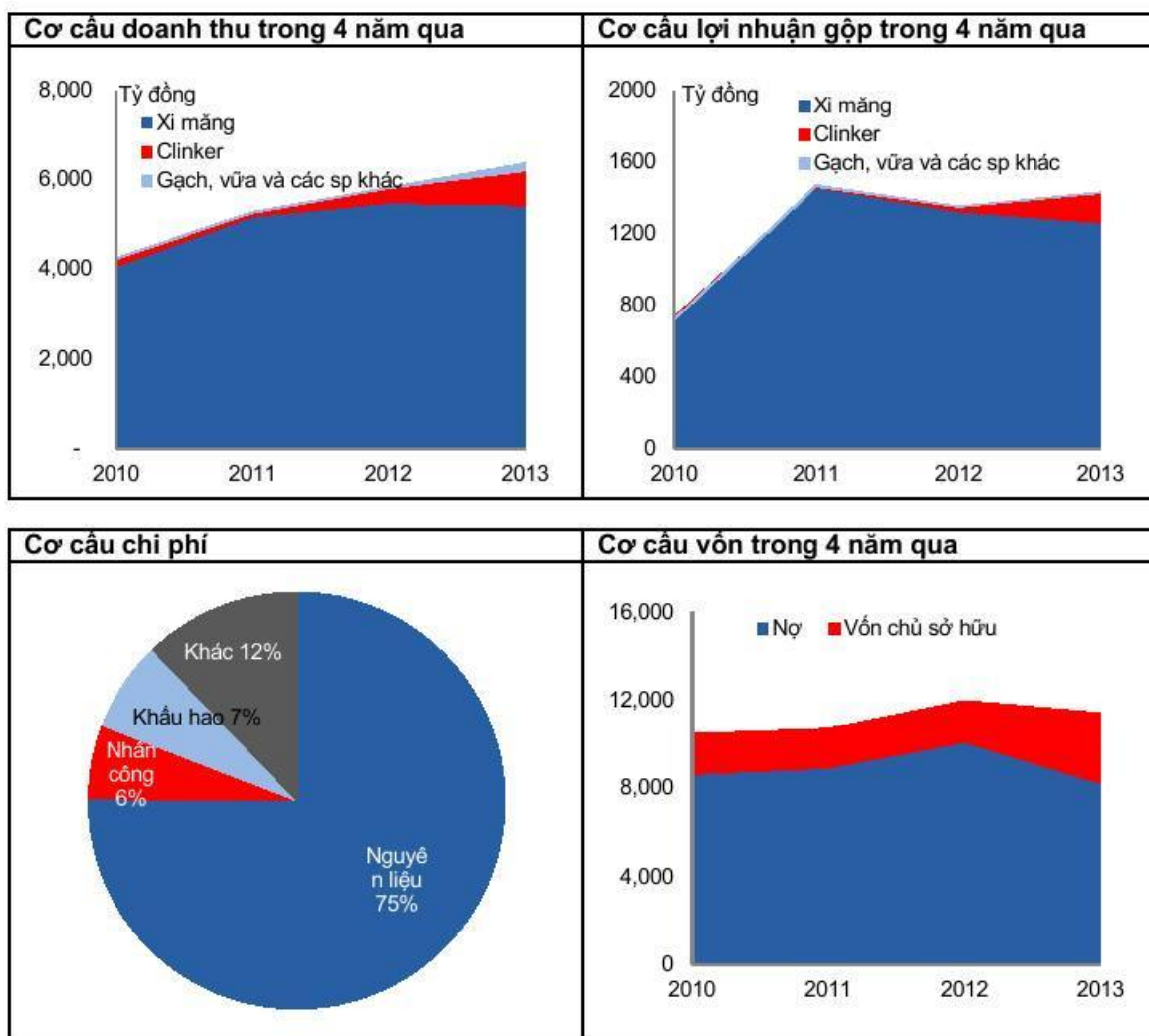
Ông Nguyễn Tuấn Anh (TGD)

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

hatien1@hatien1.com.vn

www.hatien1.com.vn

(08) 3836 8363

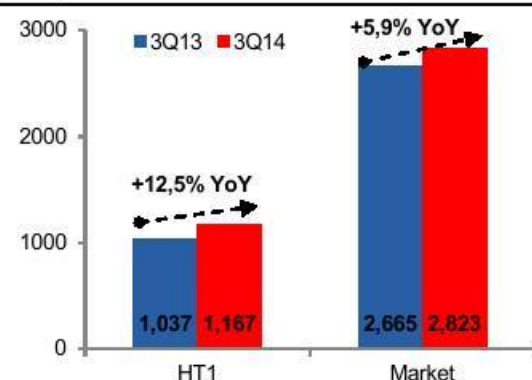


Nguồn: HT1, VCSC

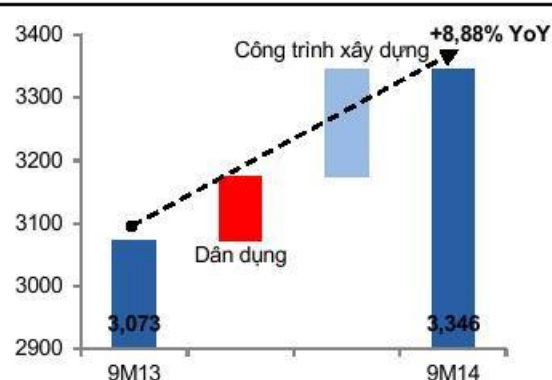
Sản lượng tăng mạnh nhưng biên lợi nhuận phục hồi chậm

Sản lượng tiêu thụ tăng 13% so với cùng kỳ trong mùa thấp điểm (so với mức 9% trong 9 tháng đầu năm 2014)

Hình 1a: Doanh số bán xi măng nội địa trong Q3



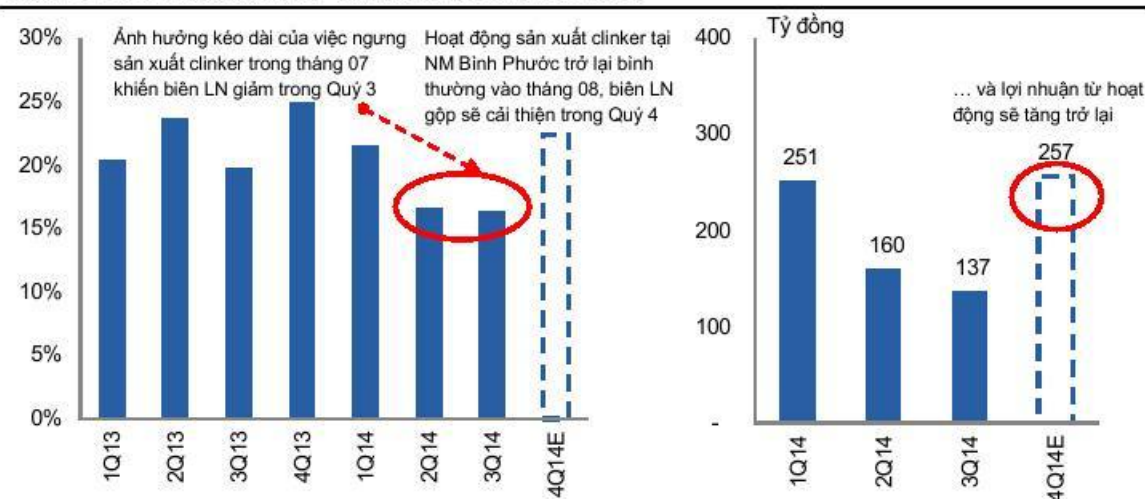
Hình 1b: Ngành xây dựng thúc đẩy tăng trưởng doanh số của HT1



Nguồn: HT1, VCNA, VCSC

Biên LN Quý 3 vẫn chưa tăng trở lại mức trước khi nhà máy Bình Phước đóng cửa

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận từ hoạt động



Nguồn: HT1, VCSC

Khoản lãi tỷ giá nhờ đồng EUR trượt giá

Đồng EUR trượt giá 8,3% so với tiền đồng trong Quý 3, qua đó giúp HT1 lãi 170 tỷ đồng

Hình 3: Đồng EUR trượt giá mạnh trong Quý 3 do chính sách nới lỏng tiền tệ của Ngân Hàng Trung Ương Châu Âu (ECB)



Source: Bloomberg, VCSC

Hình 4: Nợ vay bằng đồng EUR và khoản lãi tỷ giá chưa thực hiện trong Quý 3

Lãi/lỗ tỷ giá trong năm 2014	6T2014	Q3/2014
USD		
VNĐ trượt giá	1%	0%
Tỷ giá VNĐ/USD	21.246	21.246
Tổng nợ vay bằng USD (triệu USD)	21	21
Lãi/lỗ tỷ giá (tỷ đồng)	(4,43)	0
EUR		
VNĐ trượt giá	0,5%	-8,3%
Tỷ giá VNĐ/EUR	29.200	26.789
Tổng nợ vay bằng EUR (triệu EUR)	76	75
Lãi/lỗ tỷ giá (tỷ đồng)	(9,98)	181

Lãi/lỗ tỷ giá trong Quý 4: Phân tích độ nhạy

Hình 5: Thay đổi tỷ giá VND/EUR và LNST năm 2014

Thay đổi tỷ giá VND/EUR trong Quý 4	LN từ hoạt động (tỷ đồng)	Lãi/lỗ tỷ giá (tỷ đồng)*	LNST năm 2014 (tỷ đồng)	
-5%	805	47	240	
-4%	805	28	226	
-3%	805	10	211	
-2%	805	(9)	197	
-1%	805	(28)	182	
0%	805	(46)	168	Kịch bản cơ sở
1%	805	(65)	153	
2%	805	(83)	139	
3%	805	(102)	124	
4%	805	(121)	110	
5%	805	(139)	95	
6%	805	(158)	81	
7%	805	(176)	66	
8%	805	(195)	52	
9%	805	(213)	37	
10%	805	(232)	23	

(*) Trong bảng này, lãi/lỗ tỷ giá đã bao gồm khoản phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá 208 tỷ đồng

Định giá

Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) giai đoạn 05 năm

Vi khoản lãi tỷ giá chưa thực hiện là thu nhập không ảnh hưởng đến dòng tiền, trong khi việc nhà máy Bình Phước đóng cửa là một sự cố ngoài ý muốn chỉ ảnh hưởng đến năm 2014, do đó, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm về triển vọng tăng trưởng của doanh số tiêu thụ xi măng trong giai đoạn năm 2015-2018. Vì vậy, chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu 18.000 đồng/cổ phiếu dựa theo phương pháp định giá DCF giai đoạn 05 năm, với PER năm 2015 tương ứng là 12,7 lần (so với bình quân của các công ty xi măng khác trong khu vực là 20,3 lần). Tại mức giá đóng cửa 16.800 đồng/cổ phiếu, HT1 đang giao dịch tại PER năm 2014 là 31,8 lần, tuy nhiên, PER năm 2015 sẽ giảm xuống 11,8 lần, một phần là nhờ HT1 hoàn tất quá trình khấu hao lỗ tỷ giá.

Hình 6: Giả định doanh thu và biên lợi nhuận

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu (tỷ đồng)	6.679	7.325	7.790	8.272	8.750
Biên lợi nhuận gộp	19,2%	22,9%	23,7%	24,4%	24,7%
Biên lợi nhuận từ hoạt động	12,1%	15,8%	16,6%	17,3%	17,6%
Biên EBITDA	22,1%	25,1%	25,6%	25,9%	25,9%
Biên LNST	2,5%	6,2%	8,2%	9,8%	11,0%

Hình 7: Phương pháp định giá DCF giai đoạn 05 năm

Định giá chiết khấu dòng tiền nhiều giai đoạn	FCFF
Giai đoạn dự báo (năm)	5
Giá trị hiện tại (PV) của dòng tiền tự do	5.783
PV của dòng tiền cuối kỳ dự phóng	7.964
Tổng (PV của dòng tiền tự do + PV của dòng tiền cuối kỳ dự phóng)	13.747
Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	207
Nợ ngắn và dài hạn	8.224
Vốn chủ sở hữu (bao gồm lợi ích CĐTS)	5.730
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	318
Giá cổ phiếu	18.018

So sánh với các công ty khác trong khu vực

Hình 8: Giá trị doanh nghiệp (EV)/công suất sản xuất xi măng (tấn) của HT1 so với các công ty trong khu vực

Tên công ty	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	Giá trị doanh nghiệp hiện tại (EV) (triệu USD)	Công suất (triệu tấn/năm)	EV/tấn (USD/tấn)
INDOCEMENT TUNGGAL PRAKARSA	7.117	6.039	18,6	325
HOLCIM INDONESIA TBK PT	1.526	2.197	11,0	200
SEMEN INDONESIA PERSERO TBK	7.653	8.095	30,0	270
SIAM CITY CEMENT PUB CO LTD	2.924	3.242	14,5	224
LAFARGE MALAYSIA BHD	2.581	2.633	13,0	203
XI MĂNG HÀ TIÊN 1	252	600	6,7	90

Hình 9: Các chỉ báo định giá của HT1 so với các công ty khác trong khu vực

Mã cổ phiếu	Tên công ty	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	PER 2015 theo giá TT	EV/EBITDA 2014 theo giá TT	EV/EBITDA 2015 theo giá TT	PBR theo giá TT	Biên EBITDA 12 tháng qua
HT1 VN	HÀ TIÊN 1	252	11,8	8,6	6,3	1,6	25,6
LMC MK	LAFARGE MALAYSIA	2.581	20,2	12,1	11,4	2,7	23,7
TC MK	TASEK CORP	615	20,4	10,9	10,7	2,4	24,3
SCCC TB	SIAM CITY CEMENT	2.924	16,2	12,4	11,5	4,7	25,0
TPIPL TB	TPI POLENE PUBLIC	1.128	24,9	12,6	11,2	0,6	12,0
	Trung vị	1.855	20,3	12,2	11,3	2,5	24,0

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
30/10/2014	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	16.800	18.000
19/09/2014	KHẢ QUAN	15.900	18.000
10/06/2014	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
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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 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

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

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 Thảo Vy

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên, Văn Đình Vỹ
Chuyên viên, Trần Minh Đức
Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên, Văn Đình Phong
Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm
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

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
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

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.