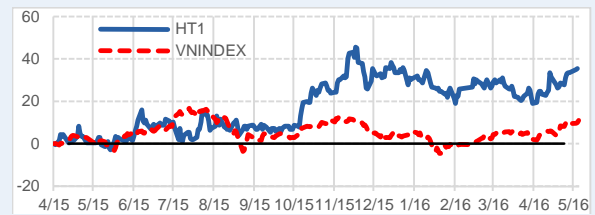


Ngày báo cáo:	16/05/2016		2015	2016F	2017F
Giá hiện tại:	28.500VND	Tăng trưởng DT	12,6%	25,3%	15,3%
Giá mục tiêu hiện tại	36.300VND	Tăng trưởng EPS	138,6%	15,4%	22,2%
		Biên LN gộp	22,0%	21,8%	21,5%
		Biên LN ròng	17,2%	15,3%	15,0%
TL tăng:	+27,4%	EPS (VND)	2,091	2,413	2,966
Lợi suất cổ tức:	0%	Cổ tức/CP (VND)	0	0	0
Tổng mức sinh lời:	+27,4%	P/E	13,6x	11,8x	9,7x



Ngành:	SX xi măng		HT1	*Peers	VNI
GT vốn hóa:	371 tr USD	EV/EBITDA	7,3x	12,3x	N/A
Room NN:	39 tr USD	P/B (hiện tại)	2,1x	1,6x	1,7x
GTGD trung bình/ngày (30n):	0,1 tr USD	Nợ ròng/CSH	1,3x	0,1x	N/A
Cổ phần Nhà nước:	79,9%	ROE	18,1%	10,5%	14,2%
SL cổ phiếu lưu hành	318 tr	ROA	6,0%	7,3%	5,5%
Pha loãng	382 tr	*Bao gồm CT cùng ngành nước ngoài sử dụng hệ số TT điều chỉnh			

HT1 là một trong những sản xuất xi măng lớn nhất trong nước tại Việt Nam. Công ty có 79,89% sở hữu của Tổng Công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam (Vicem) và là công ty có thị phần lớn nhất tại phái Nam với 28,5%, và 9% thị phần tính trên toàn quốc

Lý Thị Mỹ Dung
Chuyên viên

Việc mở rộng thị phần chưa được phản ánh trong định giá hiện tại

Chúng tôi điều chỉnh tăng 9% giá mục tiêu dành cho CTCP Xi Măng Hà Tiên 1 (HT1) và giữ khuyến nghị MUA để phản ánh quan điểm tích cực của chúng tôi đối với triển vọng của công ty nhờ thị trường BĐS và các dự án cơ sở hạ tầng tiếp tục tăng trưởng khả quan, thương hiệu mạnh của HT1 và rủi ro thực hiện thấp trong khi định giá còn thấp so với các công ty xi măng khác.

QQLN Quý 1 đầy ấn tượng với sản lượng xi măng bán ra cao hơn so với dự kiến. Trong Quý 1/2016, HT1 ghi nhận mức tăng trưởng LNST cốt lõi (không tính lỗ từ chênh lệch tỷ giá) đầy ấn tượng 149,7% so với cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu nhờ sản lượng bán ra tăng mạnh 20,3% dù giai đoạn này thường là mùa thấp điểm xây dựng.

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá định sản lượng xi măng bán ra sẽ tăng từ 10% lên 25% với kỳ vọng HT1 sẽ mở rộng được thị phần. Chúng tôi tiếp tục tin rằng HT1 sẽ tiếp tục mở rộng thị phần như trong các năm vừa qua. Giá định tăng trưởng sản lượng 2016 tương đương 7,5 triệu tấn clinker và xi măng tự sản xuất. Nhằm đạt được mức tăng trưởng mạnh này, HT1 dự kiến sẽ tái cấu trúc sang xi măng rời và tăng tỷ lệ xi măng rời từ 25% lên 30% bằng cách tăng cường sản lượng bán ra cho các công trình xây dựng.

Tuy nhiên, tập trung vào xi măng rời sẽ ít nhiều ảnh hưởng đến biên lợi nhuận. Theo ước tính, việc HT1 nỗ lực mở rộng thị phần và tái cơ cấu sang xi măng rời sẽ khiến biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ từ 22% xuống 21,8% và biên lợi nhuận ròng giảm từ 17,2% xuống 15,3% vì xi măng rời có biên lợi nhuận thấp hơn so với xi măng bao cũng như chi phí quản lý và bán hàng sẽ tăng để đẩy mạnh sản lượng bán ra cho các chủ thầu xây dựng.

Lỗ từ chênh lệch tỷ giá làm giảm LNST nhưng tác động trong tương lai sẽ giảm bớt. Trong Quý 1/2016, HT1 ghi nhận 37 tỷ đồng lỗ từ chênh lệch tỷ giá. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ giả định tỷ giá EUR/VND không đổi trong năm 2016 và dự báo tiền đồng Việt Nam chỉ trượt giá 3% so với đồng USD. Chúng tôi cũng xin lưu ý rằng HT1 sẽ trả dần nợ bằng euro trong 5 năm tới (2021), qua đó từng bước giảm tác động của tỷ giá đối với QQLN.

Trả cổ tức trở lại với cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 1:5 cho năm 2015. Năm 2016, HT1 sẽ trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 1:5 bằng lợi nhuận năm 2015, tương đương 63.590.400 cổ phiếu mới. Ngày đăng ký cuối và ngày trả cổ tức vẫn chưa được ấn định.

Định giá đầy hấp dẫn. HT1 hiện đang giao dịch với tỷ lệ Giá trị doanh nghiệp/EBITDA thấp hơn đáng kể so với các công ty xi măng trong khu vực. Điều này tỏ ra không hợp lý vì công ty có tăng trưởng lợi nhuận cao hơn. Giá mục tiêu hiện nay do chúng tôi đưa ra có PER 2016 tương ứng là 15,05 lần với dự báo EPS 2.413VND, tăng 15,4% so với năm 2015.

Nhìn lại quý 1/2016: KQKD ấn tượng nhưng bị tác động bởi lỗ tỷ giá

Hình 1: Tổng hợp KQKD quý 1/2016 của HT1

(t1's Q1	Q1/2015	Q1/2016	Q1/2015 vs Q1/2016	Dự báo 2016 trước đây của VCSC	Q1/2016 vs dự báo 2016 trước đây
Doanh thu	1.600	1.744	9,0%	8.299	21,0%
Lợi nhuận gộp	355	368	3,7%	1.860	19,8%
Chi phí quản lý và bán hàng	-109	-78	-28,4%	-280	28,0%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	246	290	18,0%	1.580	18,3%
Lãi lỗ tỷ giá	183	-37	-120,0%	-19	192,6%
LNST báo cáo	250	131	-47,8%	953	13,7%
LNST cốt lõi	67	167	149,7%	972	17,2%

Nguồn: HT1 & VCSC

(Ghi chú: LNST cốt lõi được điều chỉnh để không tính đến lãi lỗ tỷ giá)

KQKD ấn tượng quý 1/2016 với tăng trưởng LNST cốt lõi 149,7% nhưng bị tác động bởi lỗ tỷ giá.

Trong quý 1/2015, doanh thu của HT1 đạt 1,74 nghìn tỷ đồng (78,5 triệu USD), tăng 9% so với cùng kỳ năm trước, đạt 21% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi và LNST đạt 131 tỷ đồng (5,9 triệu USD), giảm 47,8% so với cùng kỳ, tương ứng với 13,7% dự báo trước đây của chúng tôi.

Có 4 nguyên nhân chính dẫn đến mức sụt giảm 47,8% LNST trong quý 1/2016:

- 1. Khối lượng xi măng bán ra cao hơn dự kiến. HT1 ghi nhận lượng xi măng bán ra cao hơn dự kiến trong quý 1/2016.** Thông thường, quý 1 thường là mùa thấp điểm của xây dựng, nhưng tổng khối lượng xi măng bán ra bao gồm cả xuất khẩu đạt 1,3 triệu tấn, tăng 20,3% so với năm trước, cao hơn mức tăng trưởng 9,8% của ngành so với quý 1/201, theo báo cáo của Hiệp hội Xi măng Việt Nam.
- 2. Chuyển hướng sáng các sản phẩm có biên LN thấp hơn ảnh hưởng đến biên LN gộp.** Trong quý 1/201, biên LN gộp của HT1 giảm nhẹ từ 22,2% còn 21,1%. Điều này một phần là do tỷ trọng lượng xi măng rời (bulk) tăng từ 23% lên gần 30% trong khi biên LN của sản phẩm này thấp hơn xi măng đóng bao.
- 3. Áp dụng TT200 chuyển khoản mục bán hàng, quản lý và hành chính (SG&A) sang giá vốn hàng bán.** Bắt đầu từ quý 2/2015, HT1 đã áp dụng thay đổi nguyên tắc kế toán theo TT200. Tương ứng, chi phí chiết khấu và khuyến mãi được ghi nhận trong giá vốn hàng bán, dẫn đến mức sụt giảm 28,4% của chi phí SG&A. Biên EBITDA của HT1 vẫn không thay đổi nhiều khi thay đổi phương thức kế toán này tăng từ 24,7% lên 25,4% trong cùng giai đoạn.

Lỗ tỷ giá làm ảnh hưởng đến mức tăng của LNST. Trong quý 1/2016, HT1 ghi nhận mức lỗ tỷ giá 37 tỷ đồng (1,6 triệu USD). Không tính đến tác động lỗ tỷ giá này, LNST cốt lõi của HT1 là 167 tỷ đồng (7,5 triệu USD), tăng 149% so với năm trước. Trong quý 1/2016, dư nợ bằng đồng EUR giảm từ 64,4 triệu EUR còn 62,5 triệu EUR, và dư nợ bằng USD giảm từ 28,9 triệu USD còn 26,2 triệu USD. Tuy nhiên, mức lãi tỷ giá từ việc mức trượt giá của đồng USD được bù đắp bởi mức lỗ tỷ giá từ việc tăng giá của đồng EUR khi 31,5% khoản nợ dài hạn của HT1 là bằng EUR. Với khoản thanh toán hàng năm ước tính 13,8 triệu EUR, công ty sẽ thanh toán hết vào năm 2021. Do những biến động khó lường của đồng EUR, chúng tôi vẫn giữ giả định tỷ giá UER/VND đi ngang trong năm 2016 và ghi nhận mức trượt giá 3% của tỷ giá USD/VND trong mô hình định giá.

Triển vọng: Tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2016 nhờ giành thêm thị phần

Hình 2: Tổng hợp dự báo 2016

tỷ đồng	2015	Dự báo 2016 (trước đây)	Dự báo 2016 (điều chỉnh)	Dự báo 2016 điều chỉnh so với KQ 2015	Ghi chú
Doanh thu	7.608	8.299	9.536	25,3%	
Xi măng	7.182	7.862	8.976	25,0%	Tăng trưởng lượng xi măng bán ra là 25%. Giá bán trung bình đi ngang
Clinker	259	246	394	52,1%	
Khác	167	190	167	0,0%	
L%7ersnker g I	1.674	1.860	2.082	24,4%	
Xi măng	1.812	1.818	2.049	13,1%	
Clinker	-125	41	47	-137,7%	
Khác	-13	1	-13	0,0%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-86	-106	-267	211,5%	Chi phí bán hàng và marketing gia tăng để thúc đẩy doanh số từ các nhà thầu xây dựng
Chi phí quản lý	-282	-175	-353	25,1%	
Kh53ral admin expvà marketi	108	0	0	-100,0%	
L%00will amortizationa	1.306	1.580	1.463	12,0%	
L%3rating pgoài HĐKD	2	17	1	-73,8%	
Lãi/lỗ tỷ giá (Trượt giá/tăng giá của VND)	58	-17	-10	-117,8%	Giả định VND trượt giá 3% so với USD
EBIT	1.367	1.562	1.453	6,3%	
Chi phí lãi vay	-417	-370	-387	-7,1%	
L%87rest expenseo t g	950	1.192	1.066	12,1%	
Thufit be	739	910	852	15,4%	
LNST (sau l minority in	1.924	2.247	2.128	10,6%	
Biên lợi nhuận gộp %	22,0%	22,4%	21,8%		
Xi măng %	25,2%	23,1%	22,8%		
Clinker %	-48,2%	16,7%	11,9%		
Khác %	-8,1%	0,5%	-8,1%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	-1,1%	-1,3%	-2,8%		
Chi phí quản lý/ doanh thu	-3,7%	-2,1%	-3,7%		
Biên LN từ hoạt động	17,2%	19,0%	15,3%		
Biên EBIT	18,0%	18,8%	15,2%		
Biên EBITDA	25,3%	27,1%	22,3%		
Biên LNST	9,7%	11,0%	8,9%		
Thuế suất	-22%	-20%	-20%		

Nguồn: VCSC

Chúng tôi điều chỉnh tăng nhưng giữ nguyên giả định thận trọng cho tăng trưởng khối lượng xi măng bán ra của HT1 từ 10% lên 25% do:

- Lượng xi măng bán ra cao hơn dự kiến trong quý 1/2016 nhờ vào đà tăng mạnh mẽ kéo dài của thị trường BĐS, dự án cơ sở hạ tầng và nhận thức thương hiệu của HT1.
- Nỗ lực của HT1 để mở rộng thị phần với công ty dự phóng tăng trưởng khối lượng hàng bán 31,6% khi tập trung vào xi măng rời.

- Chúng tôi giữ nguyên giả định thận trọng cho tăng trưởng lượng hàng bán ra 25% dựa theo tăng trưởng chung toàn ngành khoảng 10% trong quý 1/2016 và quan điểm của chúng tôi và mức thị phần tăng thêm trên thực tế.

HT1 công bố kế hoạch 2016 hướng đến tăng trưởng doanh số mạnh mẽ và tăng thị phần. Trong năm 2015, tăng trưởng khối lượng hàng bán của HT1 là 16,6% so với cùng kỳ năm trước và chiếm 28,5% thị phần tại phía Nam. Trong năm 2016, tăng trưởng khối lượng xi măng bán ra dự kiến đạt 31,6%, gần gấp 3 lần so với dự báo trước đây của chúng tôi, trong đó khối lượng hàng bán trong nước và xuất khẩu tăng lần lượt 32,3% và 16,7%. Nhằm đạt được mục tiêu tăng trưởng cao này, HT1 có kế hoạch tái cơ cấu sang xi măng rời và gia tăng tỷ trọng xi măng rời khi giữ nguyên mức tỷ trọng cao 30% trong quý 1/2016. Công ty có kế hoạch thực hiện điều này bằng việc thúc đẩy doanh số bán cho các nhà thầu xây dựng, đẩy mạnh marketing, mở cửa trung tâm nhằm thúc đẩy việc đấu thầu xây dựng, tổ chức các hội thảo xây dựng, chào bán mức giá tốt hơn và chiết khấu, cũng như hỗ trợ kỹ thuật và dịch vụ khách hàng tốt hơn. Tuy nhiên...

Chúng tôi vẫn giữ giả định thận trọng cho tăng trưởng lượng hàng bán ra của HT1 do...

- *Ngành xi măng trong nước dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ khiêm tốn 8,1% trong năm 2016.* Theo Bộ Xây dựng, sản lượng xi măng dự kiến trong năm 2016 sẽ đạt khoản 75-77 triệu tấn, tăng 4-7% so với năm trước và lượng tiêu thụ trong nước sẽ khoảng 60 triệu tấn, tăng 8,1% so với năm trước. Trong quý 1/2016, tổng mức tăng trưởng chung của ngành là 9,8% so với năm trước, đạt 15,7 triệu tấn, tương ứng với 20,7% kế hoạch năm 2016.
- *Chúng tôi giả định phân khúc bán lẻ xi măng đóng bao của HT1 sẽ tiếp tục tăng trưởng 10% và xi măng rời sẽ tăng trưởng 60% năm 2016.* Điều này là do thị trường BĐS và các cơ sở hạ tầng lớn sẽ tăng trưởng nhanh hơn năm 2015 khoảng 60% do 1) tổng giao dịch thành công của thị trường BĐS tại TPHCM và Hà Nội đạt 57.000, gấp đôi so với con số năm 2014. Do đó, trong năm 2016, các nhà thầu xây dựng sẽ đẩy nhanh việc hoàn tất xây dựng; và 2) nhiều dự án cơ sở hạ tầng lớn sẽ bắt đầu xây dựng trong năm 2016 như cầu Thủ Thiêm 4, dự án Kênh Tẻ 2 và nâng cấp tuyến đường Nguyễn Văn Linh. Với tỷ trọng dự kiến 70:30 cho xi măng đóng bao và xi măng rời, tổng mức xi măng tăng trưởng dự kiến là 25% so với năm trước.

Tập trung vào xi măng rời sẽ ảnh hưởng đến biên LN. Với sự thúc đẩy thị phần và tái tập trung vào xi măng rời sẽ khiến biên LN gộp giảm từ 22,0% còn 21,8% và đáng chú ý hơn, biên LN ròng sẽ giảm từ 17,2% còn 15,3% do xi măng rời có biên LN thấp hơn xi măng đóng bao, cũng như mức gia tăng chi phí SG&A để thúc đẩy doanh số cho các nhà thầu xây dựng.

Nhà máy nghiền tại quận Thủ Đức, TPHCM dự kiến sẽ bắt đầu quá trình giảm công suất. Đầu năm nay, HT1 đã dần dần chuyển nhu cầu nghiền xi măng sang cho các công ty đối tác thứ ba là nhà máy nghiền Hạ Long, trong khi lên kế hoạch cho một giải pháp dài hạn phát triển một dây chuyền nghiền xi măng mới (công suất 1 triệu tấn/năm), hiện vẫn chưa quyết định địa điểm tại khu vực Đông Nam Bộ.

Nhu cầu cho việc mở rộng công suất trở nên cấp thiết hơn trong năm 2017. Hiện tại, tổng công suất dự kiến vào khoản 8 triệu tấn/năm (bao gồm 6,7 triệu tấn từ công suất hiện tại của HT1 không tính nhà máy Thủ Đức và 1,2 triệu tấn từ nhà máy nghiền Hạ Long) vẫn đủ để HT1 đáp ứng tăng trưởng nhu cầu mạnh mẽ của thị trường trong năm 2016, nhưng tạo ra áp lực cho việc đề ra một chiến lược phát triển rõ ràng hơn trong tương lai, như M&A hoặc đưa vào xây dựng giai đoạn 2 nhà máy nghiền Bình Phước sớm hơn, vốn được dự kiến xây dựng năm 2019 và hoàn thành năm 2021. Giai đoạn 2 nhà máy nghiền Bình Phước có tổng giá trị đầu tư 450 triệu USD, và bất kỳ quyết định nào đẩy nhanh tiến độ và kế hoạch cụ thể sẽ cần mức thay đổi đáng kể trong mô hình định giá của chúng tôi.

HT1 có vài phương án khả thi để gia tăng công suất nhằm đạt kế hoạch doanh số. HT1 đang gia tăng doanh số nhanh chóng vào thời điểm đang di dời nhà máy ra khỏi Thủ Đức, TPHCM. Công suất xi măng tự sản xuất sẽ đạt mức tối đa vào một thời điểm nào đó của năm nay, nhưng với việc là một thành viên trực thuộc Vicem sẽ có lợi cho HT1, khi công ty đã được thỏa thuận tiếp nhận các nhà máy đang không hoạt động vừa được Vicem thu mua. Giải pháp ngắn hạn là công suất 1,2 triệu tấn từ nhà máy Hạ Long và một số phương án khác trong tương lai bao gồm M&A hoặc đẩy nhanh tiến độ xây dựng giai đoạn 2 nhà máy nghiền Bình Phước.

Vị trí nhà máy Thủ Đức sẽ được chuyển đổi thành đầu tư khu BĐS dân cư. HT1 hiện đang chuẩn bị tham gia vào phân khúc đầu tư BĐS tọa lạc tại vị trí nhà máy hiện tại tại nhà máy Thủ Đức. Dự án này dự kiến sẽ bắt đầu xây dựng từ năm 2018. Do dự án hiện đang trong giai đoạn lên kế hoạch, chúng tôi vẫn chưa ghi nhận dự án này vào mô hình định giá của chúng tôi.

Định giá

Chúng tôi định giá HT1 sử dụng kế hoạch phân tích DCF và so sánh EV/EBITDA theo tỷ lệ 90:10. Dựa theo cả DCF và so sánh với các công ty cùng ngành, chúng tôi cho HT1 đang có giá trị định giá thấp tính theo chu kỳ đầu tư dài hạn.

Hình 3: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND/CP)	Trọng số (%)	Đóng góp (VND/CP)	Ghi chú
DCF	34.620	90,0%	31.158	
EV/EBITDA	51.738	10,0%	5.174	11,0x
Giá mục tiêu (VND/CP)			36.300	
P/E (trừ 365(VND/sh)) ở dự định kế hoạch			17,36	
P/E 2016 theo giá mh)) ở			15,05	

Hình 4: Mô hình DCF

Chi phí vốn	Báo cáo trước đây	Điều chỉnh	FCFF (5 năm)	
Beta	0,95	0,95	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	6.888
Phần bù rủi ro thị trường %	8,00	8,35	Giá trị cuối cùng (2% g)	9.733
LS phi rủi ro %	6,5	6,5	Tổng DTTDCK và GTCC	16.621
Chi phí Vốn CSH %	14,5	14,9	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	353
Chi phí nợ %	8,0	8,0	- Nợ	5.965
Nợ %	57,3	44,6	- Lợi ích CĐTTS	0
Vốn CSH %	251	251	Giá trị vốn CSH (tỷ đồng)	11.009
Thuế TNDN %	20	20	Cổ phiếu (triệu)	318
WACC %	12,7%	14,4%	Giá cổ phiếu. đồng	34.620

Nguồn: VCSC

Hình 5: Dòng tiền

DCF	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
EBIT	1.453	1.641	1.971	2.120	2.272
+ Khấu hao	666	721	777	844	918
- Thuế	(213)	(260)	(338)	(401)	(432)
- Đầu tư XDCCB	-378	-429	-476	-516	-560
- Tăng vốn lưu động	48	-3	60	53	59
Dòng tiền tự do	1.576	1.671	1.994	2.099	2.258
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.421	1.358	1.455	1.360	1.293

Tổng Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do 1.421 2.780 4.235 5.595 6.888

Nguồn: VCSC

So sánh với các công ty cùng ngành

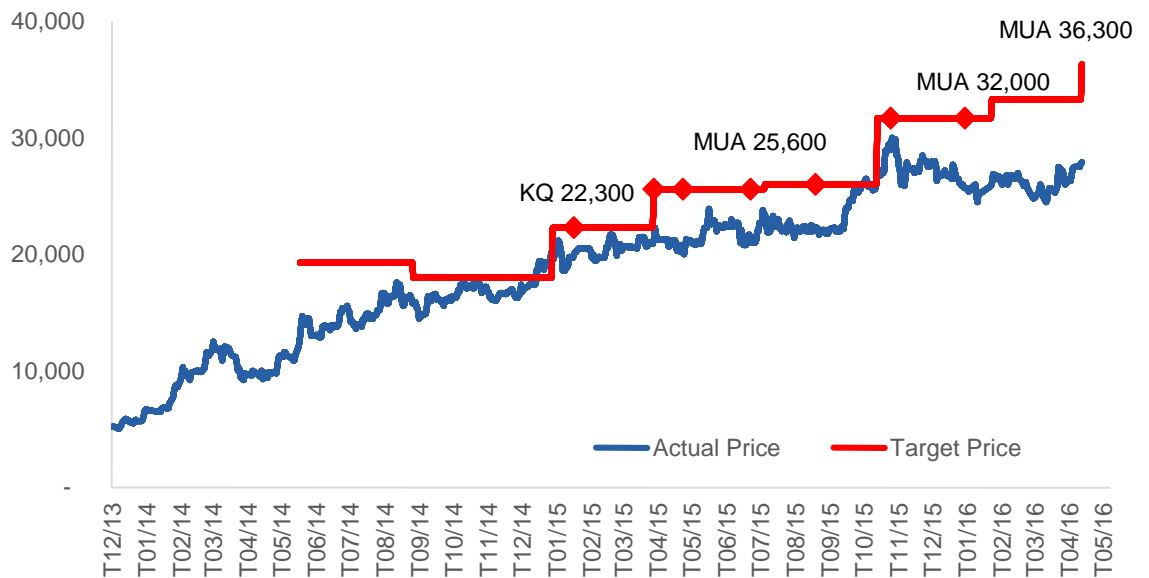
Chúng tôi sử dụng các công ty cùng ngành trong khu vực để so sánh thay vì các công ty trong nước do cơ chế thị trường khác nhau giữa khu vực miền Bắc và miền Nam. HT1 hiện đang giao dịch thấp hơn các công ty cùng ngành dựa theo tỷ lệ EV/EBITDA điều chỉnh. Chúng tôi cho rằng điều này là không hợp lý do doanh thu và tăng trưởng lớn hơn của HT1, do đó chúng tôi sử dụng tỷ lệ trung vị trong mô hình định giá của chúng tôi.

Hình 6: So sánh với các công ty khác cùng ngành trong khu vực

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hóa	DT thuần 12T	Y-o-Y %	LNST trượt 12T	Y-o-Y %	Nợ/ CSH %	ROE %	P/E trượt 12T	P/E trượt 12T điều chỉnh	P/B quý gần nhất	EV/ EBITDA	EV/ EBITDA điều chỉnh
Lafarge Malaysia Bhd	Malaysia	1.789	689	0,3	63	-1,9	11,0	8,1	28,4	20,7	2,3	14,6	12,9
Tasek Corp Bhd	Malaysia	455	177	7,1	23	-12,9	1,6	13,1	20,2	14,7	2,6	10,3	9,1
Siam city Cement TPI	Thái Lan	2.072	884	-2,3	130	-10	37,7	21,3	15,9	11	3,3	10,4	10,0
Portland Cement india	Thái Lan	1.411	771	-4,8	10	-81,4	55,7	0,5		154,9	0,9	24,3	23,2
Cement Ltd	Ấn Độ	410	759	-0,5	0	98,6	102,8	-0,1	NA	NA	0,8	8,1	6,9
Semen Baturaja Persero TBK PT	Indonesia	363	111	20,3	27	-7,6		12,6	15,6	21	1,6	8,6	12,0
Trung bình		1.083	565	3,3	42,1	-2,5	34,8	9,2	60,7	44,5	1,9	12,7	12,3
Trung vị		933	724	-0,1	24,8	-8,8	24,3	10,3	20,2	20,7	2	10,4	11,0
HT1		371	347	12,6	60	17,2%	126,4%	18,5%	11,8	11,8	1,9	7,3	7,3

Ghi chú: Tỷ lệ điều chỉnh tương ứng với tỷ lệ công ty/trung bình thị trường tương ứng x trung bình VN-Index
 Nguồn: Bloomberg

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Doanh thu	7.608	9.536	10.991
Giá vốn hàng bán	-5.934	-7.454	-8.628
Lợi nhuận gộp	1.674	2.082	2.363
Chi phí bán hàng	-86	-267	-308
Chi phí quản lí DN	-282	-353	-407
LN thuần HĐKD	1.306	1.463	1.649
Thu nhập tài chính	58	-10	-8
Chi phí tài chính	2	1	1
Trong đó, chi phí lãi vay	-417	-387	-340
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	1	2
Lỗ/lãi thuần khác	950	1.066	1.302
LNTT	-211	-213	-260
Thuế TNDN	739	852	1041
LNST trước CĐTS	0	0	0
Lợi ích CĐ thiểu số	739	852	1.041
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	665	767	937
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh (1)	1.924	2.128	2.370
EBITDA	2.323	2.681	3.275
EPS cơ bản, báo cáo, VND	2.091	2.413	2.947
EPS cơ bản, điều chỉnh (1), VND	2.091	2.413	2.947

TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	12,6%	25,3%	15,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	54,0%	12,0%	12,7%
Tăng trưởng LNTT	48,8%	6,3%	13,0%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	138,6%	15,4%	22,2%

Khả năng sinh lời	2015A	2016F	2017F
Biên LN gộp %	22,0%	21,8%	21,5%
Biên LN từ HĐ %	17,2%	15,3%	15,0%
Biên EBITDA	25,3%	22,3%	21,6%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	8,7%	8,0%	8,5%
ROE %	18,1%	17,2%	19,0%
ROA %	6,0%	7,1%	8,5%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2015A	2016F	2017F
Số ngày tồn kho	42,8	41,2	49,0
Số ngày phải thu	21,2	20,9	26,7
Số ngày phải trả	59,4	56,6	64,0
TG luân chuyển tiền	4,6	5,5	11,7

Thanh khoản	2015A	2016F	2017F
CS thanh toán hiện hành	0,4	0,5	0,5
CS thanh toán nhanh	0,2	0,2	0,3
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,0	0,0
Nợ/Tài sản	0,5	0,4	0,3
Nợ/Vốn sử dụng	0,6	0,4	0,4
Nợ/Vốn CSH	1,3	0,8	0,7
Khả năng thanh toán lãi vay	3,3	3,8	4,8

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Tiền và tương đương	346	191	220
Đầu tư TC ngắn hạn	7	7	7
Các khoản phải thu	387	705	903
Hàng tồn kho	610	1.073	1.242
TS ngắn hạn khác	14	14	14
Tổng TS ngắn hạn	1.364	1.990	2.386
TS dài hạn (gộp)	14.946	15.324	15.753
- Khấu hao lũy kế	-4.684	-5.350	-6.071
TS dài hạn (ròng)	10.262	9.974	9.681
Đầu tư TC dài hạn	41	41	41
TS dài hạn khác	253	253	253
Tổng TS dài hạn	10.556	10.268	9.976
Tổng Tài sản	11.920	12.258	12.362
Phải trả ngắn hạn	911	1.402	1.623
Nợ ngắn hạn	1.542	1.542	1.839
Nợ ngắn hạn khác	603	941	1.085
Tổng nợ ngắn hạn	3.056	3.885	4.546
Nợ dài hạn	4.423	2.885	2.325
Nợ dài hạn khác	0	0	0
Tổng nợ	4.423	2.885	2.325
	7.479	6.770	6.872
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	3.180	3.180	3.180
Thặng dư vốn CP	71	71	71
Lợi nhuận giữ lại	983	1.762	1.764
Vốn khác	206	476	476
Lợi ích CĐTS	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4.440	5.488	5.491
Tổng cộng nguồn vốn	11.920	12.258	12.362

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Tiền đầu năm	219	152	191
Lợi nhuận sau thuế	739	852	1.041
Khấu hao	618	666	721
Thay đổi vốn lưu động	56	48	-3
Điều chỉnh khác	47	-63	-77
Tiền từ hoạt động KD	1.460	1.503	1.683
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-158	-378	-429
Đầu tư	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-158	-378	-429
Cổ tức đã trả	0	0	-954
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	1	2
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-1.157	-1.086	-568
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-211	0	297
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-1.368	-1.086	-1.225
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-67	39	29
Tiền cuối năm	152	191	220

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) EPS cơ bản điều chỉnh là EPS được điều chỉnh có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi theo thông tư 200; (2) EPS pha loãng được tính bằng cách lấy số lượng cổ phiếu lưu hành pha loãng.

Phân tích kỹ thuật

Nhận định:

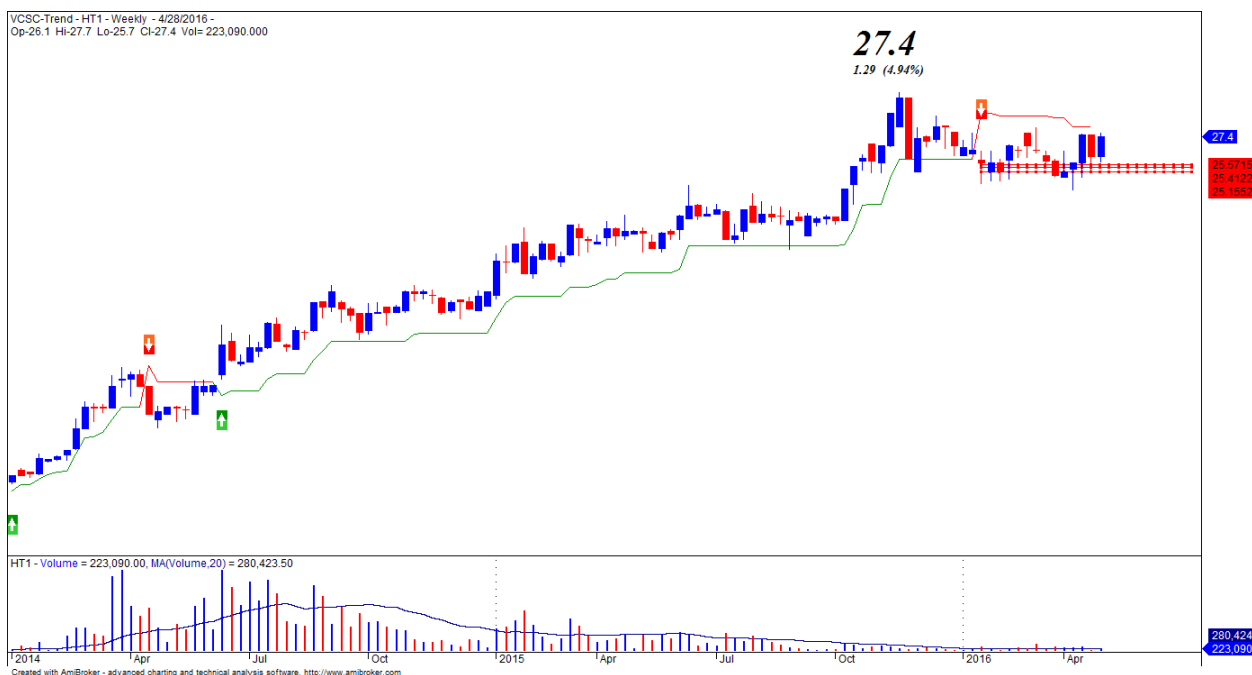
Đồ thị giá đi ngang trong vùng giá 24.700 – 27.600 kể từ đầu năm đến nay. Đồng thời, khối lượng giao dịch sụt giảm đáng kể so với năm 2014 và năm 2015.

Theo hệ thống chỉ báo kỹ thuật, chúng tôi cho rằng đồ thị giá vẫn giao dịch trong kênh tăng giá dài hạn kể từ đầu năm 2014 đến nay. Đồng thời, xu hướng trung hạn vẫn chưa có dấu hiệu khả quan và đồ thị giá vẫn có thể sẽ tiếp tục biến động trong vùng giá 24.700 – 27.600.

Khuyến nghị:

Các nhà đầu tư trung hạn chỉ nên mua vào khi đồ thị giá vượt mức kháng cự 27.600 hoặc đồ thị giá giảm về mức hỗ trợ 24.700.

Tính đến ngày 14/04/2016	(VND/cp)
Chu kỳ phân tích trung hạn	3-6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	27.600
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	24.700
Xu hướng trung hạn	GIẢM



Nguồn: VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lý Thị Mỹ Dung, 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	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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 tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy 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 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. Vì thế, 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.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

Logistics và Nông nghiệp

Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 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.

