

Lý Thị Mỹ Dung
 Chuyên viên

CTCP Xi Măng Hà Tiên 1 (HT1)
Sản xuất xi măng

Giá thị trường: 26.100 VND	Giá mục tiêu 1 năm: 33.300 VND	TL tăng 27,7% / LS cổ tức 0%
SL cổ phiếu lưu hành 318tr / Pha loãng: 318tr	Thấp nhất 52 tuần 19.000 / Cao nhất 30.300	Cổ phần Nhà nước 79,7% / Nội bộ 1,2%
Giá trị vốn hóa: 370,96tr USD	GTGD trung bình/ngày (30 ngày): 0,05tr USD	Sở hữu KN 10% / Room KN 49%

16/02/2016

	2014A	2015A	2016F	2017F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.758	7.608	8.299	8.962
Tăng trưởng %	6,1%	12,6%	10,6%	7,3%
LNST và sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	305	753	953	1.146
Tăng trưởng %	N/M	147,0%	26,6%	20,2%
Tăng trưởng EPS theo báo cáo (*)	N/M	143,2%	26,6%	20,2%
Tăng trưởng EPS chuẩn hóa (*)	N/M	177,5%	38,1%	18,4%
PER theo giá thị trường (theo báo cáo)	29,8	12,2	9,7	8,0
PER theo giá thị trường (chuẩn hóa)	36,4	13,1	9,5	8,0
PBR theo giá thị trường	2,3	1,9	1,5	1,5
ROE %	8,8%	18,5%	19,5%	21,4%
Cổ tức / cổ phiếu (đồng)	0	0	0	N/A
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	0,0%	0,0%	0,0%	N/A
Nợ ròng / Vốn chủ sở hữu	187,2%	126,4%	76,0%	66,6%

Ghi chú: (1) Việc tính EPS có phần ảnh hưởng đóng góp vào quỹ khen thưởng, phúc lợi cho nhân viên trích từ LNST theo Thông tư 200; EPS chuẩn hóa được tiếp tục điều chỉnh bằng cách loại trừ tác động của các khoản mục bất thường.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu dành cho CTCP Xi Măng Hà Tiên 1 (HT1) lên 33.300VND và nâng khuyến nghị lên MUA:
Thị trường BĐS và các dự án cơ sở hạ tầng sôi động sẽ kích thích tăng trưởng trong năm 2016.

Doanh thu 2015 của HT1 tăng 12,6% so với năm 2014, gần gấp đôi mục tiêu tăng trưởng do ban lãnh đạo đề ra. Sản lượng xi măng bán ra tăng 16,6% lên 5,7 triệu tấn, phù hợp với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng HT1 sẽ duy trì được tỷ lệ tăng trưởng doanh thu ở mức cao trong năm 2016 nhờ thị trường BĐS và các dự án cơ sở hạ tầng tiếp tục tăng trưởng tích cực, cùng với vị thế vững chắc của HT1 tại miền Nam.

Lợi thế kinh tế nhờ quy mô lớn giúp giảm chi phí sản xuất. Năm 2015, giá bán trung bình của xi măng HT1 không đổi, nhưng công ty đã tận dụng được lợi thế kinh tế nhờ quy mô lớn để cắt giảm chi phí sản xuất và qua đó, tăng biên lợi nhuận gộp từ 19,7% lên đến 22,2%. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp năm 2016 sẽ tăng nhẹ lên 22,4%.

Hoàn tất khấu hao lợi thế thương mại sẽ giúp biên EBIT tăng. HT1 đã hoàn tất khấu hao 108 tỷ đồng lợi thế thương mại còn lại trong năm 2015 (tương đương USD 4.8 triệu) và chi phí này sẽ được loại bỏ trong dự báo chi phí quản lý 2016 của chúng tôi. Biên EBIT vì vậy được dự báo sẽ tăng lên 18,8% trong năm 2016.

Nợ bằng ngoại tệ không còn là một vấn đề đáng lo ngại. Năm 2015, HT1 ghi nhận lãi 58 tỷ đồng từ chênh lệch tỷ giá (tương đương USD 2.6 triệu). Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên giả định tỷ giá VND/EUR năm 2016 sẽ không đổi và đồng VND chỉ trượt giá 5% so với đồng USD. Chúng tôi xin lưu ý thêm rằng HT1 sẽ trả xong nợ bằng EUR trong 5 năm tới, qua đó sẽ giảm dần tác động đến KQLN.

Định giá hấp dẫn: HT1 hiện đang giao dịch với mức chiết khấu thấp hơn nhiều so với các công ty xi măng khác trong khu vực xét về mặt Giá trị doanh nghiệp/EBITDA. Điều này tỏ ra không hợp lý vì công ty có mức tăng trưởng lợi nhuận cao hơn. Giá mục tiêu của chúng tôi cho thấy PER mục tiêu 2016 là 12,4 lần với EPS dự báo là 2.698VND, tăng 26,6% so với năm 2015. Tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm của EPS theo dự báo của chúng tôi là 18,1% trong giai đoạn 2016-2019.

KQLN 2015 đầy ấn tượng nhờ tận dụng quy mô sản xuất lớn

Hình 1: KQLN Quý 4/2015 của HT1

	Q4/2015	Dự báo VCSC	KQ vs. dự báo	2015A	2014A	Tăng trưởng
Doanh thu	2.037	2137	-4,7%	7.608	6.758	12,6%
Lợi nhuận gộp	462	493	-6,4%	1.691	1.334	26,8%
Chi phí quản lý và bán hàng	-122	-96	27,2%	-367	-485	-24,3%
Lợi nhuận từ hoạt động	339	397	-14,5%	1.323	848	56,0%
Lỗ/lãi từ chênh lệch tỷ giá	49	-31	-259,3%	58	70	-16,6%
LNST theo báo cáo	218	190	14,8%	753	305	147,0%
LNST cốt lõi	169	221	-23,6%	695	235	195,6%

Nguồn: HT1 và VCSC

(Lưu ý: LNST cốt lõi không bao gồm lỗ/lãi từ chênh lệch tỷ giá)

KQLN 2015 đầy ấn tượng với tăng trưởng LNST hoạt động cốt lõi đạt 195,6%, thấp hơn 6,3% so với dự báo của chúng tôi. HT1 ghi nhận LNST tăng 147% so với năm 2014, đạt 753 tỷ đồng, gấp hai lần mục tiêu ban lãnh đạo đề ra. Trong đó, 58 tỷ đồng là lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá, nên LNST từ hoạt động cốt lõi đạt 695 tỷ đồng, thấp hơn 6,3% so với dự báo của chúng tôi là 742 tỷ đồng.

Có ba lý do chính giúp LNST lĩnh vực cốt lõi tăng trưởng mạnh:

1. Sản lượng xi măng bán ra tăng trưởng mạnh 16,6%, phù hợp với dự báo của chúng tôi nhờ thị trường BĐS và các dự án cơ sở hạ tầng tiếp tục tăng trưởng sôi động.
2. Biên lợi nhuận gộp và EBITDA của HT1 tăng mạnh nhờ chi phí sản xuất giảm.
3. Đồng euro trượt giá so với đồng VND giúp HT1 giảm được lỗ từ chênh lệch tỷ giá.

HT1 đạt tăng trưởng sản lượng xi măng bán ra cao hơn so với của toàn ngành. Năm 2015, HT1 ghi nhận sản lượng xi măng bán ra đạt 5,7 triệu tấn, so với dự báo của chúng tôi là 5,8 triệu tấn. Như vậy, tăng trưởng so với năm 2014 đạt 16,6% (so với 12% năm 2014 và 5,5% năm 2013) và cao hơn 7,5% so với mục tiêu 5,3 triệu tấn của ban lãnh đạo năm ngoái. Tăng trưởng sản lượng bán ra của HT1 cao hơn so với mức tăng trưởng toàn ngành vì theo Hiệp hội xi măng Việt Nam, năm 2015, cả nước tiêu thụ 56,6 triệu tấn, tăng 11,5% so với năm 2014. Năm 2015, HT1 có thị phần 8% trên cả nước và 28,7% tại miền Nam.

Cắt giảm chi phí và tăng biên lợi nhuận gộp nhờ quy mô lớn. Biên lợi nhuận gộp 2015 của HT1 tăng mạnh từ 19,7% lên 22,2%. Năm 2015, giá bán trung bình của xi măng HT1 tương đối ổn định, nhưng công ty nhờ tận dụng được lợi thế kinh tế nhờ quy mô lớn nên đã giảm được chi phí sản xuất. Biên EBITDA 2015 tăng từ 22% lên 25,3% so với năm 2014 (dự báo của chúng tôi là 26%). Trong khi đó, chi phí quản lý và bán hàng cao hơn 7,6% so với dự báo của chúng tôi.

Đồng euro trượt giá giúp giảm lỗ từ chênh lệch tỷ giá và tăng LNST từ lĩnh vực cốt lõi. Chúng tôi nhận thấy từ nay trở đi HT1 không chịu nhiều ảnh hưởng từ tỷ giá như trước. HT1 ghi nhận 58 tỷ đồng lãi từ chênh lệch tỷ giá trong năm 2015. Khoản lỗ do đồng USD tăng giá đã được bù trừ bằng khoản lời do đồng euro trượt giá so với đồng VND vì 32% nợ của HT1 bằng đồng tiền này. Tính đến cuối năm 2015, nợ bằng euro của HT1 là 57 triệu euro (khoảng 1.414 tỷ đồng). Ước tính mỗi năm công ty sẽ thanh toán khoảng 13,8 triệu euro nên trong 5 năm sẽ hoàn tất. Tuy nhiên, do đồng euro diễn biến khó đoán, chúng tôi giả định tỷ giá VND/EUR sẽ không đổi và dự báo đồng VND chỉ trượt giá 5% so với đồng USD trong năm 2016.

Triển vọng 2016: Lĩnh vực cốt lõi tăng trưởng tốt nhờ sản lượng xi măng bán ra tăng mạnh

Thị trường BĐS và các dự án cơ sở hạ tầng lớn tăng trưởng tốt sẽ tiếp tục kích thích tăng trưởng doanh thu của HT1. Sản lượng và tiêu thụ xi măng tại Việt Nam đã tăng mạnh trong các năm qua, song song với đà phục hồi của thị trường BĐS và việc phát triển cơ sở hạ tầng. Năm 2015, số giao dịch BĐS thành công tại Hà Nội và TP. HCM lên đến 38.000, gấp 1,7 lần so với năm 2014. Bộ Xây dựng dự báo thị trường BĐS năm 2016 sẽ còn tăng trưởng mạnh hơn nữa. Trong khi đó, năm 2016 và 2017, nhiều dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm tại miền Nam như Xa lộ Bến Lức – Long Thành, Cầu Thủ Thiêm 2, tuyến Metro số 2 (Bến Thành – Tham Lương) sẽ đi vào giai đoạn cao điểm thi công, dự kiến sẽ giúp tăng mạnh lượng xi măng tiêu thụ.

Bộ Xây dựng dự báo lượng xi măng tiêu thụ năm 2016 ước đạt 75-77 triệu tấn, tăng 4%-7% so với năm 2015. Tiêu thụ trong nước sẽ vào khoảng 60 triệu tấn, tăng 8,1% so với năm 2015. Miền Nam theo dự báo sẽ tăng trưởng mạnh hơn và HT1 sẽ hưởng lợi từ tình hình này. Với thị phần lớn nhất tại miền Nam (30%) cùng với thương hiệu mạnh và hệ thống phân phối rộng khắp, chúng tôi cho rằng sản lượng của HT1 sẽ tăng trưởng 10% năm 2016, cao hơn so với mức tăng trưởng toàn ngành.

Biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận trước thuế dự báo tăng nhẹ nhờ tối ưu hóa sản xuất để giảm chi phí và khấu hao xong lợi thế thương mại. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp và EBITDA của HT1 năm 2016 sẽ tăng nhẹ lần lượt lên 22,4% và 26,9% nhờ tối ưu hóa sản xuất và sản lượng bán ra tăng. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận sẽ bắt đầu giảm nhẹ trong năm 2019 do tỷ lệ clinker mua ngoài cao hơn.

Ngoài ra, năm 2015, HT1 đã hoàn tất khấu hao 108 tỷ đồng lợi thế thương mại còn lại. Khấu hao lợi thế thương mại sẽ không còn được ghi nhận vào chi phí quản lý 2016 nữa, nên lợi nhuận trước thuế sẽ tăng thêm 108 tỷ đồng.

Định giá

Chúng tôi tính giá mục tiêu dành cho HT1 bằng cách kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và dựa trên cơ sở so sánh Giá trị doanh nghiệp/EBITDA với tỷ trọng 90:10. Trên cơ sở cả chiết khấu dòng tiền và so sánh với các công ty xi măng khác, chúng tôi cho rằng HT1 hiện đang có giá hấp dẫn cho đầu tư dài hạn.

Hình 2: Tính giá mục tiêu

Giả định	Giá trị hợp lý (VND/CP)	Hệ số (%)	Đóng góp (VND/CP)	Ghi chú
Chiết khấu dòng tiền	31.698	90%	28.528	
Giá trị DN/EBITDA	48.131	10%	4.813	Trên cơ sở 9,7 lần
Giá mục tiêu (VND/CP)			33.341	
TL tăng (%)			27,7%	
Lợi suất cổ tức (%)			0,0%	0,0%
Tổng mức sinh lời (%)			27,7%	

Nguồn: VCSC

Phương pháp chiết khấu dòng tiền cho kết quả giá mục tiêu dành cho HT1 là 31.700VND/cổ phiếu, với EPS tăng trưởng kép hàng năm là 18,1% giai đoạn 2015-2019. Chúng tôi áp dụng mô hình nhiều giai đoạn để phản ánh việc HT1 thanh toán dần nợ như dự kiến.

Hình 3: Giá định trong mô hình chiết khấu dòng tiền

Giá định	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
Lãi suất phi rủi ro	6,5%		Giữ nguyên		
Phần bù rủi ro thị trường	8,0%		Giữ nguyên		
Hệ số Beta	1,0		Giữ nguyên		
Chi phí vốn CSH	14,5%		Giữ nguyên		
Chi phí nợ	8,0%		Giữ nguyên		
Tỷ lệ nợ	57,3%	44,2%	41,2%	35,8%	20,4%
WACC	9,8%	10,9%	11,2%	11,6%	12,8%

Nguồn: VCSC
Hình 4: Mô hình định giá chiết khấu dòng tiền

Mô hình định giá CKDT nhiều giai đoạn	FCFF
Giai đoạn dự báo (năm)	5
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	5.788
Giá trị cuối cùng	9.904
Tổng GT hiện tại của dòng tiền TD và GT cuối cùng	15.692
+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	353
- Nợ ngắn và dài hạn	5.965
Giá trị vốn CSH, bao gồm lợi ích CĐTS	10.080
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	318
Giá cổ phiếu	31.698

Nguồn: VCSC

Chúng tôi so sánh với các công ty xi măng khác trong khu vực thay vì các công ty Việt Nam vì cơ cấu thị trường miền Bắc và miền Nam có sự khác biệt. HT1 hiện đang giao dịch với giá chiết khấu so với các công ty xi măng khác trong khu vực trên cơ sở Giá trị doanh nghiệp/EBITDA điều chỉnh. Chúng tôi cho rằng điều này không hợp lý vì HT1 có tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao hơn, và do đó chúng tôi áp dụng tỷ lệ trung bình của các công ty khác vào mô hình định giá.

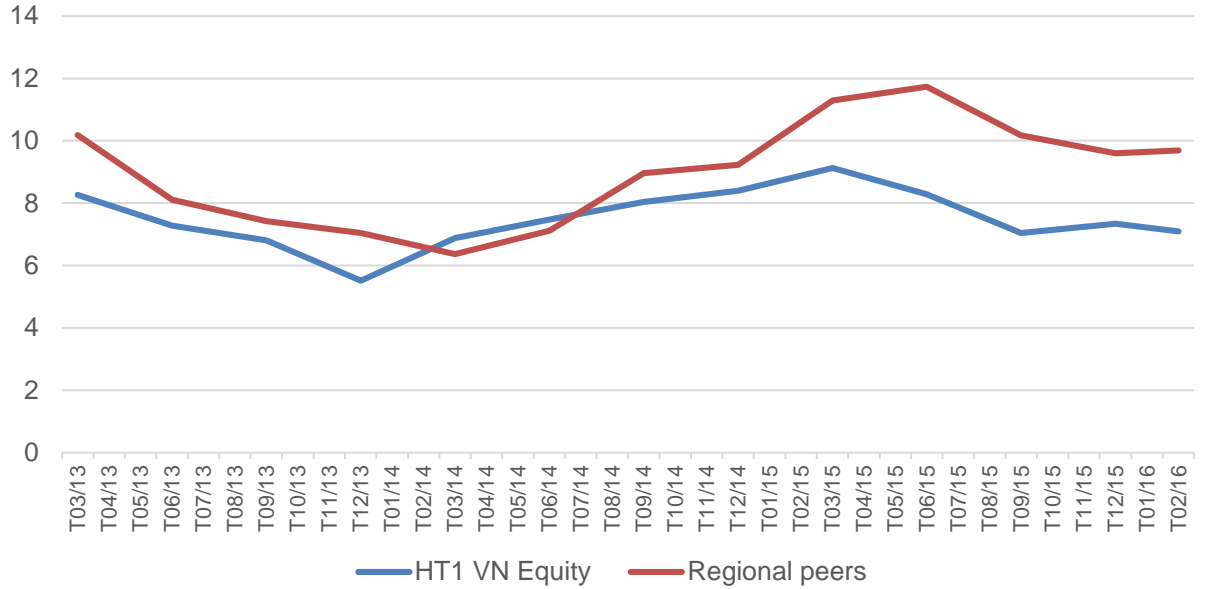
Hình 5: Phân tích so sánh với các công ty xi măng trong khu vực

(triệu USD)	Quốc gia	Giá trị vốn hóa	DT thuần 12 tháng	y-o-y %	LN từ HĐ 12 tháng	y-o-y %	Nợ/CSH	ROE	P/E 12 tháng	P/E điều chỉnh	LQ P/B	GTD N/EBIT DA	GTDN/EBITDA điều chỉnh
Lafarge Malaysia Bhd	Malaysia	1.850,0	743,3	-3,3%	93,0	5,8%	0,0%	8,3%	29,5	17,9	2,5	15,1	9,2
Tasek Corp Bhd	Malaysia	425,2	188,0	7,7%	31,0	4,0%	1,4%	13,1%	17,7	10,7	2,5	9,6	5,9
Siam city Cement TPI	Thái Lan	1.780,0	936,5	-1,2%	169,2	-10,3%	38,8%	20,7%	14,7	9,2	2,9	10,0	6,3
Portland Cement	Thái Lan	1.300,0	856,2	-7,8%	9,7	-67,8%	48,2%	-0,5%	NA	NA	0,8	28,2	17,6
Trung bình		1.338,8	681,0	-1,2%	75,7	-17,1%	0,7%	10,4%	20,6	12,6	2,5	15,7	9,7
Trung vị		1.540,0	799,8	-2,3%	62,0	-3,1%	0,7%	10,7%	17,7	10,7	2,5	12,6	7,7
HT1		370,96	347,4	12,6%	60,4	17,4%	126,4%	18,5%	11,9	11,9	1,9	7,1	7,1

Lưu ý: Các tỷ lệ điều chỉnh được tính bằng cách lấy tỷ lệ của công ty / trung bình thị trường tương ứng x trung bình chỉ số VNI

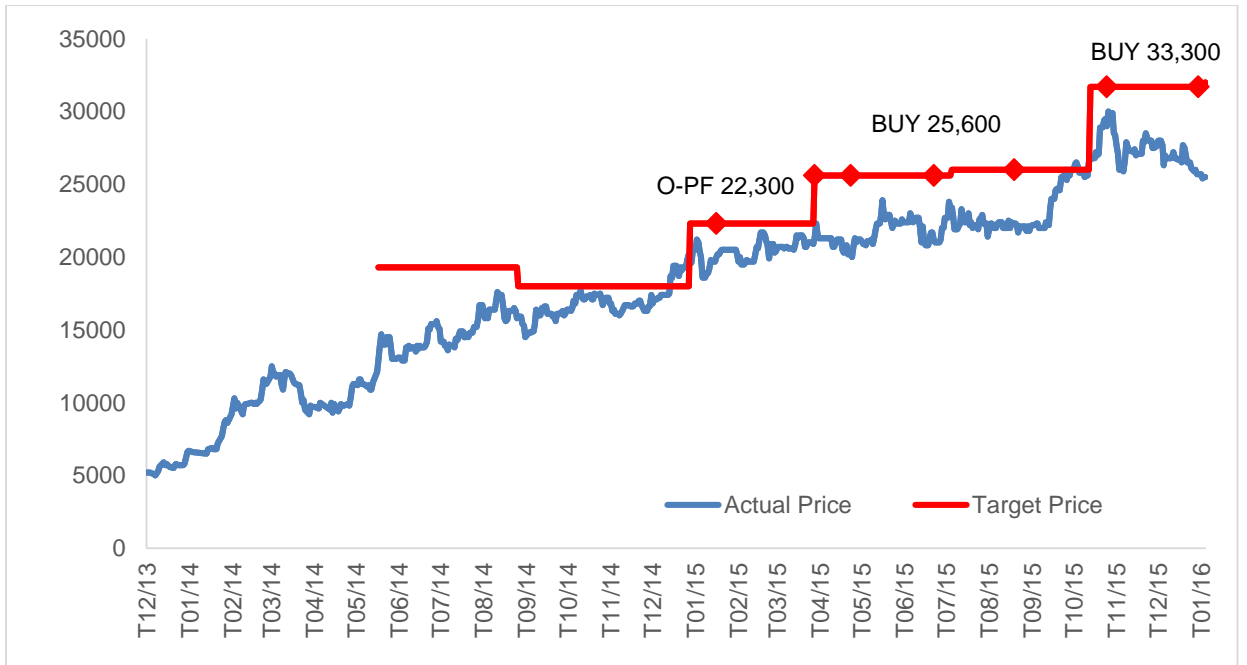
Nguồn: Bloomberg

Hình 6: So sánh diễn biến GTDN/EBITDA của HT1 và các công ty xi măng khác trong khu vực



Nguồn: Bloomberg

Lịch sử Khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg

Báo cáo Tài chính các năm

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN tỷ đồng	2015A	2016F	2017F	BẢNG CƢĐKT tỷ đồng	2015A	2016F	2017F
Doanh thu thuần	7.608	8.299	8.962	Tiền và tương đương	346	166	179
Giá vốn hàng bán	-5.747	-6.439	-6.880	Đầu tư TC ngắn hạn	7	7	7
Lợi nhuận gộp	1.691	1.860	2.082	Các khoản phải thu	379	614	737
Chi phí bán hàng	-86	-106	-115	Hàng tồn kho	610	927	991
Chi phí quản lí DN	-282	-174	-188	TS ngắn hạn khác	14	14	14
LN thuần HĐKD	1.323	1.580	1.779	Tổng TS ngắn hạn	1.356	1.728	1.927
Lỗ/lãi từ chênh lệch tỷ giá	58	-19	-14	TS dài hạn (gộp)	14.946	15.146	15.446
Lỗ/lãi ngoài HĐKD	2	1	1	- Khấu hao lũy kế	-4.668	-5.318	-5.998
Trong đó, chi phí lãi vay	-417	-370	-333	TS dài hạn (ròng)	10.278	9.828	9.448
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	41	41	41
LNTT	967	1.192	1.432	TS dài hạn khác	245	245	245
Thuế TNDN	-214	-238	-286	Tổng TS dài hạn	10.564	10.114	9.733
LNST trước CƢĐTS	753	953	1.146	Tổng Tài sản	11.920	11.841	11.661
Lợi ích CƢ thiểu số	0	0	0	Phải trả ngắn hạn	905	1.211	1.294
LN ròng trừ CƢĐTS, báo cáo	753	953	1.146	Nợ ngắn hạn	1.542	1.542	1.776
LN ròng trừ CƢĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	678	858	1.031	Nợ ngắn hạn khác	609	819	885
EBITDA	1.925	2.230	2.459	Tổng nợ ngắn hạn	3.056	3.572	3.955
EPS cơ bản báo cáo, VND	2.368	2.998	3.604	Nợ dài hạn	4.423	2.676	2.016
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	2.131	2.698	3.243	Nợ dài hạn khác	0	0	0
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	2.368	2.998	3.604	Tổng nợ dài hạn	4.423	2.676	2.016
				Tổng nợ	7.479	6.248	5.971
TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	3.180	3.180	3.180
Tăng trưởng doanh thu	12,6%	9,1%	7,2%	Thặng dư vốn CP	71	71	71
Tăng trưởng LN HĐKD	56,0%	19,4%	12,6%	Lợi nhuận giữ lại	983	1.862	1.958
Tăng trưởng LNTT	50,7%	12,8%	13,1%	Vốn khác	206	481	481
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	143,2%	26,6%	20,2%	Lợi ích CƢĐTS	0	0	0
Khả năng sinh lời				Vốn chủ sở hữu	4.440	5.593	5.690
Biên LN gộp %	22,2%	22,4%	23,2%	Tổng cộng nguồn vốn	11.919	11.841	11.661
Biên LN từ HĐ %	17,4%	19,0%	19,9%				
Biên EBITDA	25,3%	26,9%	27,4%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
LN ròng trừ CƢĐTS điều chỉnh	8,9%	10,3%	11,5%	Tiền đầu năm	219	152	166
ROE %	18,5%	19,6%	21,4%	Lợi nhuận sau thuế	753	953	1.146
ROA %	6,1%	8,0%	9,8%	Khấu hao	602	650	680
				Thay đổi vốn lưu động	47	-57	-81
Chỉ số hiệu quả vận hành				Điều chỉnh khác	64	-35	-38
Số ngày tồn kho	44,2	43,6	51,0	Tiền từ hoạt động KD	1.466	1.512	1.707
Số ngày phải thu	21,0	21,8	27,6	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-158	-200	-300
Số ngày phải trả	61,1	60,0	66,7	Đầu tư	0	0	0
TG luân chuyển tiền	4,1	5,4	12,0	Tiền từ HĐ đầu tư	-158	-200	-300
				Cổ tức đã trả	0	0	-954
Thanh khoản				Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	0,4	0,5	0,5	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-1.163	-1.298	-674
CS thanh toán nhanh	0,2	0,2	0,2	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-211	0	234
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,0	0,0	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
Nợ/Tài sản	0,5	0,4	0,3	Tiền từ hoạt động TC	-1.374	-1.298	-1.393
Nợ/Vốn sử dụng	0,6	0,4	0,4	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-67	14	13
Nợ/Vốn CSH	1,3	0,8	0,7	Tiền cuối năm	152	166	179
Khả năng thanh toán lãi vay	3,2	4,3	5,2				

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.

Tổng kết KQLN theo quý

	1QA	2QA	3QF	4QF	KQ từ đầu năm	Mục tiêu của công ty	Dự báo của VCSC
2015							
Doanh thu, tỷ đồng	1.600	2.063	1.909	2.036	7.608	7.159	7.709
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	286	725
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	742
Biên lợi nhuận gộp	22,2%	21,0%	23,1%	22,7%	22,2%	N/A	22,3%
Biên LN từ hoạt động	15,4%	18,5%	18,8%	28,7%	17,4%	N/A	17,9%
Biên LNST và sau lợi ích CĐTS	15,0%	7,1%	7,2%	13,7%	147,0%	N/A	9,4%
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	1,4%	19,4%	19,4%	9,9%	12,6%	N/A	14,1%
2014							
Doanh thu, tỷ đồng	21,6%	16,6%	16,2%	24,1%	19,7%		
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	15,9%	9,3%	8,6%	16,2%	12,6%		
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	0,1%	0,7%	4,9%	18,4%	4,5%		
Biên lợi nhuận gộp	37,1%	-7,6%	1,2%	4,9%	6,1%		
Biên LN từ hoạt động	21,6%	16,6%	16,2%	24,1%	19,7%		
Biên LNST và sau lợi ích CĐTS	15,9%	9,3%	8,6%	16,2%	12,6%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	0,1%	0,7%	4,9%	18,4%	4,5%		
2013							
Doanh thu, tỷ đồng	1.152	1.870	1.581	1.766	6.369		
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Biên lợi nhuận gộp	20,37%	23,62%	19,80%	24,94%	22,45%		
Biên LN từ hoạt động	16,50%	16,94%	13,84%	16,33%	15,92%		
Biên LNST và sau lợi ích CĐTS	0,06%	0,05%	-4,59%	4,13%	0,04%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	-0,78%	10,74%	10,90%	14,02%	9,36%		

Dự báo KQLN

Tỷ đồng	2015A	2016F (trước đây)	2016F (hiện nay)	Dự báo 2016 hiện nay so với 2015	Ghi chú (bao gồm lý do điều chỉnh dự báo)
Doanh thu	7.608	8.318	8.299	9,1%	
Xi măng	7.077	7.954	7.862	11,1%	Sản lượng xi măng bán ra dự kiến tăng 10% (năm 2015 đạt 17%) Giá bán trung bình dự báo tăng 1% trong năm 2016.
Clinker	345	190	246	-28,5%	Sản lượng clinker bán ra dự báo giảm 50% xuống 270.000 tấn từ 540.000 tấn vì sản lượng xi măng tăng khiến sản lượng clinker bán ra ngoài giảm.
Khác	186	174	190	2,0%	
Lợi nhuận gộp	1.691	2.038	1.860	10,0%	
Xi măng	1.811	2.022	1.818	0,4%	
Clinker	-58	32	41	-170,3%	
Khác	6	-15	1	-87,3%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-86	-106	-106	24,1%	
Chi phí quản lý	-282	-175	-174	-38,1%	
Khấu hao lợi thế thương mại	108	0	0	-100,0%	Khấu hao lợi thế thương mại 108 tỷ đồng phân bổ vào chi phí quản lý 2015 là khoản cuối cùng. Vì vậy, quá trình phân bổ sẽ kết thúc trong năm 2016.
Lợi nhuận từ hoạt động	1.323	1.597	1.580	19,4%	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	-61	0	17	-127,6%	
FX loss/gain (VND depreciation/appreciation)	52	-65	-17	-133,3%	Giả định tiền đồng Việt Nam trượt giá 5% so với đồng USD.
EBIT	1.384	1.535	1.562	12,8%	
Chi phí lãi vay	-417	-398	-370	-11,3%	
Lợi nhuận trước thuế	967	1.138	1.192	23,2%	
Thuế TNDN	-214	-228	-238	11,3%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	753	910	953	26,6%	
EBITDA	1.925	2.247	2.230	15,8%	
<i>Biên lợi nhuận gộp %</i>	22,2%	24,5%	22,4%		
<i>Xi măng %</i>	25,6%	25,4%	23,1%		
<i>Clinker %</i>	-16,9%	16,6%	16,6%		
<i>Khác %</i>	3,2%	-8,7%	0,4%		
<i>Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu</i>	-1,1%	-1,3%	-1,3%		
<i>Chi phí quản lý/ doanh thu</i>	-3,7%	-2,1%	-2,1%		
<i>Biên LN từ hoạt động</i>	17,4%	19,2%	19,0%		
<i>Biên EBIT</i>	18,2%	18,5%	18,8%		
<i>Biên EBITDA</i>	25,3%	27,0%	26,9%		
<i>Biên LNST</i>	9,9%	10,9%	11,5%		
<i>Thuế suất</i>	-22%	-20%	-20%		

Phân tích kỹ thuật

HT1 hiện đang lại gần ngưỡng kháng cự ngắn hạn 23.800VND mà theo dự báo của chúng tôi, sẽ thu hút một dòng tiền ngày càng lớn trong ngắn hạn. Tuy nhiên, các chỉ báo xu hướng ngắn hạn của chúng tôi vẫn chưa xác nhận việc đảo xu hướng, nên việc phục hồi trong giai đoạn tới sẽ chủ yếu nhờ phân tích kỹ thuật.

Biểu đồ hàng tuần vẫn chưa cho thấy tín hiệu nào về việc đảo xu hướng, nên trong trung hạn có rủi ro. Phân tích của chúng tôi cho thấy mốc 20.500VND là ngưỡng kháng cự mạnh trong trung hạn.

Ngày 16/02/2016	(VND/CP)
Thời gian phân tích ngắn hạn	1 đến 3 tháng
Ngưỡng kháng cự ngắn hạn	27.700
Ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn	23.800
Xu hướng ngắn hạn	TRUNG LẬP
Thời gian phân tích trung hạn	3 đến 6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	30.300
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	20.500
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 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. 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.

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
+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

BDS, Xây dựng và Vật liệu

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174
Vương Khắc Huy, Chuyên viên ext 139
Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143
Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

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

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

Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142
Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181
Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

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.