

Khuyến nghị: MUA

Nguyễn Thị Kiều Hạnh

hanhntk@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	18,400
Giá đóng cửa	16,150
Upside	13.9%

Lê Quốc Trung

trunglq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	19,000
Giá cut loss	13,500

Dữ liệu thị trường

Số lượng CP (nghìn CP)	381,542
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,799
Giá cao nhất 52 tuần	16,700
KLGD TB 10 ngày (CP)	139,035
Sở hữu NĐTNN	6.02%

Cổ đông lớn (tại ngày 11/10/2018)

TCTCN Xi Măng Việt Nam	79.69%
Thanachart Securities	1.46%
CTCP VT&TM quốc tế	1.37%
Phatra Capital	1.35%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

Hà Tiên 1 là thương hiệu xi măng hàng đầu tại thị trường miền Nam với thị phần 28%. Sở hữu 2 nhà máy sản xuất clinker và 3 trạm nghiền, sản lượng tiêu thụ hàng năm của HT1 đạt trên 7.4 triệu tấn, chiếm 11% tổng tiêu thụ nội địa.

Các báo cáo khác

[Link](#)

VỊ THẾ ĐẦU NGÀNH

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HT1 với giá mục tiêu cho năm 2019 là **18,400 đồng/CP** theo dựa trên phương pháp định giá EV/EBITDA với số nhân EV/EBITDA mục tiêu là 5.5x. Giá mục tiêu này của chúng tôi tương đương với P/E fw 2019 = 10.8x (P/E trung bình 2 năm của HT1 là 10.1x).

Dự báo kết quả kinh doanh.

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2019 của HT1 đạt 8,758 tỷ đồng (+4.6% YoY) dựa trên giả định (1) tổng sản lượng xi măng và clinker tiêu thụ đạt 7.58 triệu tấn (+2.8% YoY) và (2) giá bán bình quân tăng 2%. LNST ước đạt 721 tỷ đồng (+11.8% YoY), tăng mạnh hơn doanh thu nhờ tiết giảm được chi phí tài chính, tương đương với EPS = 1,702 đồng/CP, P/E fw = 9.5x.

Luận điểm đầu tư (xem tiếp trang 2)

(1) **Nhu cầu xây dựng dân dụng và đầu tư công** (đặc biệt vào các dự án hạ tầng giao thông) tiếp tục hỗ trợ tiêu thụ. **Áp lực cạnh tranh ngành giảm bớt nhờ đẩy mạnh xuất khẩu**, đặc biệt sang Trung Quốc.

(2) **Vị thế đầu ngành với 28% thị phần tại thị trường miền Nam, tương đương 11% thị phần cả nước**, thương hiệu mạnh, do đó có khả năng chuyển một phần tăng giá đầu vào sang giá bán.

(3) **Dư nợ vay ngoại tệ giảm dần và ước tính được hoàn trả hết trong năm 2021** giúp giảm lãi vay và rủi ro tỷ giá.

Rủi ro đầu tư:

- **Rủi ro cạnh tranh:** Chúng tôi đánh giá mức độ cạnh tranh trong ngành giai đoạn này đã dịu bớt nhờ vào tăng được sản lượng xuất khẩu, đặc biệt sang Trung Quốc. Tuy nhiên, những diễn biến khó đoán từ thị trường Trung Quốc có thể tiềm ẩn rủi ro suy giảm nhu cầu đột ngột, gây khó khăn cho ngành bởi công suất thiết kế đang vượt quá nhu cầu tiêu thụ nội địa.

- **Rủi ro giá than:** Ước tính 1% thay đổi trong giá than có thể làm biên LNG giảm 0.2%.

- **Rủi ro tỷ giá:** Ước tính 1% tăng lên của tỷ giá của EUR/VND và USD/VND có thể khiến HT1 ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện 3 tỷ đồng.

Cập nhật doanh nghiệp

(1) **Kết quả kinh doanh 2018:** Doanh thu 2018 đạt 8,376 tỷ đồng (+2% YoY), sản lượng tiêu thụ xi măng 6.5 triệu tấn (+1.6% YoY), clinker 550 nghìn tấn (+28.7% YoY). LNST đạt 645 tỷ, tăng trưởng mạnh 32.3% YoY

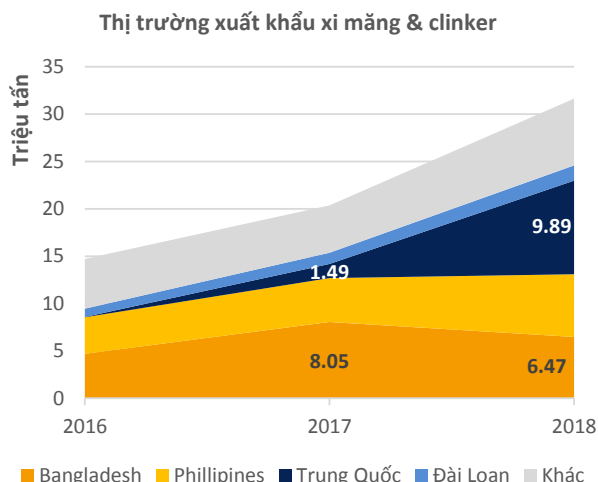
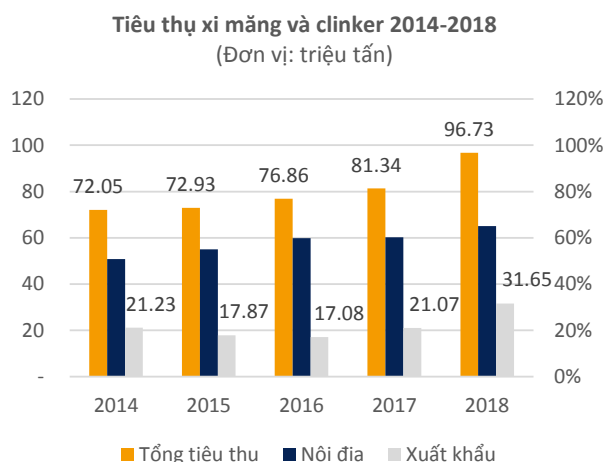
(2) **Kế hoạch kinh doanh 2019:**

Hà Tiên 1 đặt kế hoạch kinh doanh năm 2019 sẽ tiêu thụ 7.2 triệu tấn xi măng (+5.61% YoY) và 650 nghìn tấn clinker (+17.61% YoY). Doanh thu thuần kế hoạch đạt 8,927 tỷ đồng (+6.58% YoY), LNTT 917 tỷ (+13.77% YoY).

Luận điểm đầu tư:

(1) Nhu cầu xây dựng dân dụng và đầu tư công (đặc biệt vào các dự án hạ tầng giao thông) tiếp tục hỗ trợ tiêu thụ. **Áp lực cạnh tranh ngành giảm bớt nhờ đẩy mạnh xuất khẩu, đặc biệt sang Trung Quốc.**

Kế hoạch chi đầu tư phát triển của ngân sách nhà nước năm 2019 là 429,300 tỷ đồng (+2.6%), trong đó chi ĐTVT của Bộ Giao thông vận tải là tỷ 41,171 tỷ. Một số dự án hạ tầng trọng điểm đang hoặc sắp được triển khai trong thời gian tới là: cao tốc Bắc-Nam (đoạn nối Cầu Giẽ Ninh Bình; Cam Lộ - La Sơn, Cầu Mỹ Thuận 2 với TMĐT: 16,500 tỷ); cao tốc Vân Đồn - Móng Cái; tuyến đường vành đai 3 đoạn Nhơn Trạch - TP HCM GDD1 (TMĐT: 5,300 tỷ); Cầu Cát Lái (TMĐT: 7,200 tỷ).



Nguồn: Hiệp hội xi măng; Tổng cục Hải Quan

Năm 2018, sản lượng tiêu thụ toàn ngành đạt 93.22 triệu tấn (+20.8% YoY), nội địa 65.08 triệu tấn (+10.3% YoY), xuất khẩu 31.65 triệu tấn (+50.2% YoY). Trung Quốc vượt qua Bangladesh, vươn lên là thị trường xuất khẩu lớn nhất của xi măng và clinker Việt Nam với 9.89 triệu tấn; gấp 6.6 lần cùng kỳ. Xuất khẩu xi măng sang Trung Quốc tăng nhanh kể từ năm 2017, do Trung Quốc đẩy mạnh chiến dịch hạn chế các hoạt động sản xuất công nghiệp nặng (thép, xi măng...) để giảm ô nhiễm không khí. Theo ước tính của DBS, chiến dịch này có thể làm giảm 2% sản lượng clinker tại quốc gia này, tương đương 45-47 triệu tấn, gấp 4.5 lần sản lượng nhập khẩu từ Việt Nam.

(2) Hà Tiên 1 là doanh nghiệp đầu ngành với 28% thị phần ở miền Nam, tương đương 11% thị phần cả nước. Hà Tiên 1 chiếm chủ yếu tiêu thụ ở các tỉnh vùng, khoảng cách về thị phần với các đối thủ như Insee (trước đây là Holcim), Fico Tây Ninh... tương đối lớn. Với vị thế về thị phần và thương hiệu mạnh, chúng tôi đánh giá HT1 có thể chủ động tăng giá bán để bù đắp một phần tăng chi phí nguyên nhiên liệu đầu vào.

(3) Dự nợ vay ngoại tệ giảm dần và ước tính được hoàn trả hết trong năm 2021 giúp giảm lãi vay và rủi ro tỷ giá. Theo ước tính của chúng tôi đến cuối năm 2018, dự nợ vay ngoại tệ của HT1 còn khoảng 23.5 triệu EUR và 6.5 triệu USD. Đây là những khoản vay đầu tư nhà máy trong giai đoạn trước 2010, được Bộ Tài chính bảo lãnh. Lãi suất tham chiếu cho các khoản vay này là EURIBOR 6T và LIBOR 6T, trong đó lãi suất EURIBOR giảm xuống dưới 0 kể từ năm 2015, và vẫn tiếp tục giữ ở mức thấp, giúp HT1 hưởng lợi từ nguồn vốn vay chi phí thấp.

Cập nhật doanh nghiệp**(1) Kết quả kinh doanh 2018**

- Doanh thu 2018 đạt 8,376 tỷ đồng (+2% YoY), sản lượng tiêu thụ xi măng 6.5 triệu tấn (+1.6% YoY), clinker 550 nghìn tấn (+28.7% YoY).
- Biên LNG được cải thiện từ 16.4% lên 16.8% trong bối cảnh giá than (30% giá vốn) tăng 15% nhờ tăng giá bán và giảm tỷ trọng sản lượng nhờ việc tăng giá bán xi măng (khoảng 40,000 đồng/tấn, tương ứng +3%) và giảm sản lượng gia công tại trạm nghiền Hạ Long
- Chi phí tài chính ròng năm 2018 -39% YoY nhờ lãi vay giảm 11.5% YoY (dư nợ vay trung bình năm 2018 -13.4% YoY) và lỗ tỷ giá -92.8% YoY (năm 2018, tỷ giá EUR/VND -3.2% YTD trong khi cùng kỳ 2017 +14.5% YTD) giúp LNST tăng trưởng mạnh 32.3% YoY.

(2) Kế hoạch kinh doanh 2019

- Hà Tiên 1 đặt kế hoạch kinh doanh năm 2019 sẽ tiêu thụ 7.2 triệu tấn xi măng (+5.61% YoY) và 650 nghìn tấn clinker (+17.61% YoY). Doanh thu thuần kế hoạch đạt 8,927 tỷ đồng (+6.58% YoY), LNTT 917 tỷ (+13.77% YoY).
- Phương án di dời trạm nghiền Thủ Đức: (i) nghiên cứu đầu tư 1 dây chuyền sản xuất xi măng mới; (ii) hoàn tất phá dỡ và di dời, thực hiện chuyển mục đích sử dụng đất.

Dự báo kết quả kinh doanh và định giá

BSC dự báo doanh thu 2019 đạt 8,758 tỷ (+4.6% YoY) dựa trên các giả định:

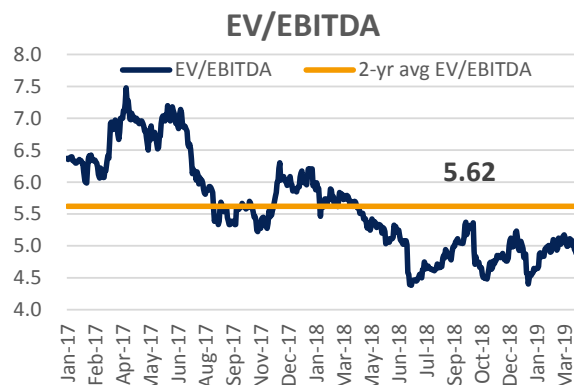
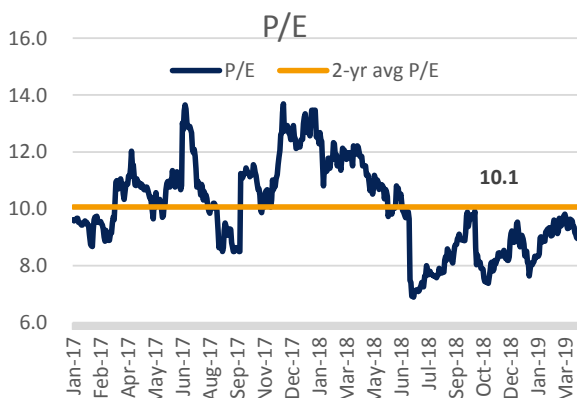
- (1) Sản lượng tiêu thụ xi măng và clinker đạt 7.58 triệu tấn (+2.8% YoY)
- (2) Giá bán trung bình năm 2019 tăng 2% so với cùng kỳ. Như đã phân tích phía trên, chúng tôi đánh giá cao khả năng tăng giá của HT1 để bù đắp một phần tăng giá than và điện trong năm. Thực tế, kể từ 20/03/2019, HT1 đã tăng giá bán sản phẩm thêm 30,000 đồng/tấn (bao gồm cả VAT) (tương đương 2-2.5%).

Về lợi nhuận sau thuế, dự báo của chúng tôi cho năm 2019 là 721 tỷ (+11.8% YoY), EPS = 1,702 đồng/CP, P/E fw = 9.5x với các giả định về chi phí:

- (1) Giá than (30% giá vốn) +5% YoY và điện (10-15% chi phí) +8% YoY khiến biên LN gộp giảm từ 16.8% về 16.1%, EBIT +0.9%
- (2) Trả nợ gốc vay 800-900 tỷ đồng (45-50% dư nợ vay dài hạn tại 31/12/2018). Tỷ giá VND/EUR và VND/USD tăng 1%.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh EV/EBITDA để định giá cổ phiếu HT1. Mức EV/EBITDA mục tiêu chúng tôi sử dụng để định giá HT1 là 5.5x, tương đương với mức trung bình 2 năm của cổ phiếu là 5.6x. Giá mục tiêu này của chúng tôi tương đương với P/E fw 2019 = 10.8x



HT1 - CTCP Xi măng Hà Tiên 1

Phân tích tài chính

04/04/2019

BSC

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	6,758	7,608	8,237	8,209	8,376
LN gộp	1,334	1,674	1,623	1,339	1,403
DT tài chính	292	99	79	18	32
CP tài chính	(746)	(464)	(378)	(477)	(314)
Lãi vay	(523)	(417)	(347)	(312)	(276)
CP bán hàng	(321)	(86)	(138)	(123)	(135)
CP QLDN	(164)	(282)	(213)	(192)	(188)
Lãi/lỗ HĐKD	394	942	975	564	798
TNhap khác (ròng)	1	9	44	32	8
LN trước thuế	396	950	1,019	596	806
LN sau thuế	305	739	809	471	645
LN CĐ thiếu số	-	-	-	(2)	0
LN Cty mẹ	305	739	809	473	645
EPS					

TS ngắn hạn	1,726	1,364	1,760	1,704	1,931
Tiền và ĐT ngắn hạn	255	353	493	347	787
Phải thu ngắn hạn	497	387	455	511	462
Tồn kho	959	610	797	827	654
TS ngắn hạn khác	15	14	14	18	28
TS dài hạn	10,936	10,556	10,020	9,373	8,705
Phải thu dài hạn	-	11	12	11	12
TSCĐ	10,699	9,248	8,627	8,149	7,479
TS dở dang dài hạn	-	1,013	1,116	956	990
TS dài hạn khác	181	243	212	217	199
Tổng TS	12,662	11,919	11,780	11,076	10,636
Nợ phải trả	8,948	7,493	6,586	5,902	5,455
Nợ ngắn hạn	3,851	3,070	3,065	3,260	3,729
Vay ngắn hạn	2,110	1,542	1,634	1,984	2,120
Nợ dài hạn	5,097	4,423	3,521	2,642	1,727
Vay dài hạn	5,097	4,417	3,515	2,635	1,719
Vốn chủ sở hữu	3,714	4,426	5,195	5,174	5,181
Vốn góp	3,180	3,180	3,816	3,816	3,816
LN chưa phân phối	316	969	1,071	908	767
Tổng nguồn vốn	12,662	11,919	11,780	11,076	10,636

% yoy DT	#N/A	44%	41%	29%	24%
Biên ln gộp	19.7%	22.0%	19.7%	16.3%	16.8%
Lãi vay/DTT	7.7%	5.5%	4.2%	3.8%	3.3%
CP bán hàng/DTT	4.8%	1.1%	1.7%	1.5%	1.6%
CP QLDN/DTT	2.4%	3.7%	2.6%	2.3%	2.2%
Biên ln thuần	4.5%	9.7%	9.8%	5.7%	7.7%

- Doanh thu 2018 +2% YoY nhờ sản lượng tiêu thụ: xi măng 6.5 triệu tấn (+1.6% YoY), clinker 550 nghìn tấn (+28.7% YoY) và giá bán tăng khoảng 50 nghìn/tấn.
- CP tài chính ròng năm 2018 -39% YoY nhờ lãi vay và lỗ tỷ giá giảm lần lượt 11.5% YoY và 92.8% YoY

- Tỷ lệ các chi phí bán hàng và QLDN được giữ ổn định ở mức 3.9% doanh thu giúp cho EBIT +5.1% YoY.

- LNST tăng trưởng mạnh 32.3% YoY.

- TSDH chiếm 85% tổng tài sản, chủ yếu dưới dạng TSCĐ hữu hình (nhà máy, trạm nghiền, MMTB).
- TS dở dang dài hạn chiếm 9.3% tổng TS, là khoản ĐT ở dự án BOT Phú Hữu, các DA tại Bình Phước và Kiên Lương.

- Nợ vay dài hạn có khoảng 38% là các khoản vay bằng ngoại tệ (EUR và USD) được Bộ Tài chính bảo lãnh, lãi suất vay năm 2017 dưới 1% do lãi suất EURIBOR < 0%. Theo lịch trả nợ, HT1 sẽ tắt toán các khoản nợ ngoại tệ vào năm 2021.

- Giá bán tăng cùng với việc công ty giảm sản lượng gia công tại Hạ Long giúp biên LNG tăng từ 16.4% lên 16.8% mặc dù năm 2018 giá than (30% giá vốn) tăng 15%.

HT1 - CTCP Xi măng Hà Tiên 1

Phân tích tài chính

04/04/2019

BSC

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2014	2015	2016	2017	2018
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	0.45	0.44	0.57	0.52	0.52
Hsố TT nhanh	0.20	0.24	0.31	0.26	0.33
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.14	0.11	0.15	0.15	0.18
TSDH/ TTS	0.86	0.89	0.85	0.85	0.82
Hsố Nợ/ TTS	0.71	0.63	0.56	0.53	0.51
Hsố Nợ/ VCSH	2.41	1.69	1.27	1.14	1.05
Nợ ngắn hạn / TTS	0.30	0.26	0.26	0.29	0.35
Nợ DH / TTS	0.40	0.37	0.30	0.24	0.16
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	5.6	7.6	9.4	8.5	9.4
Vquay phải thu	16.9	20.5	22.6	19.7	22.0
Vquay phải trả	5.2	5.8	7.6	8.3	7.2
Số ngày HTK	65.4	48.3	38.9	43.1	38.8
Số ngày phải thu	21.6	17.8	16.1	18.5	16.6
Số ngày phải trả	70.7	63.1	47.9	43.8	50.9
CCC	16.3	3.0	7.1	17.9	4.4
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	4.5%	9.7%	9.8%	5.7%	7.7%
LNST/VCSH (%)	8.8%	18.1%	16.8%	9.1%	12.5%
LNST/TTS	2.4%	6.0%	6.8%	4.1%	5.9%
LN từ HĐKD/DTT	5.8%	12.4%	11.8%	6.9%	9.5%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	3.73	3.02	2.46	2.20	2.10
DT/TTS	0.52	0.62	0.70	0.72	0.77
EBIT/DT	0.14	0.18	0.17	0.11	0.13
EBT/EBIT	0.43	0.70	0.75	0.66	0.75
lãi ròng/LNTT	0.77	0.78	0.79	0.79	0.80
6. Định giá					
PE		5.1	6.6	11.2	9.9
PB		0.9	0.9	0.9	0.9
EPS		2,323	2,120	1,278	1,690
BVPS		13,920	13,613	13,577	13,308
7. Tăng trưởng (%)					
TTS	-3%	-6%	-1%	-6%	-4%
Nợ	16.2%	19.2%	17.4%	-0.4%	0.1%
DTT	6.1%	12.6%	8.3%	-0.3%	2.0%
LN gộp	-6.7%	25.5%	-3.0%	-17.5%	4.8%
LNST		142.3%	9.5%	-41.8%	37.0%
EPS					

- Khả năng thanh toán nhanh được cải thiện trong khi KNTT ngắn hạn tương đương 2017.

- Tỷ trọng TS dài hạn (chủ yếu là trạm nghiền và máy móc thiết bị chiếm tỷ trọng trên 80% tổng TS).
- Hệ số nợ giảm dần nhờ trả bớt nợ vay dài hạn, tỷ trọng khá cân bằng với vốn chủ sở hữu

- Tốc độ quay vòng hàng tồn kho và thu hồi khoản phải thu có xu hướng tăng, chu kỳ tiền mặt giảm mạnh từ 18 ngày về 4 ngày.

- Khả năng sinh lời tăng đáng kể nhờ kiểm soát tốt các chi phí và diễn biến tỷ giá có lợi trong năm 2018.

Điểm nhấn kỹ thuật

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá ngắn hạn.
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ âm, MACD bắt đầu cắt lên đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: Vùng trung lập, RSI phá kênh Bollinger trên.
- Đường MAs: MA20 đang hội tụ với MA50 và nằm trên MA200.

Nhận định

HT1 đã xác lập xu hướng tăng giá từ ngưỡng hỗ trợ 15. Thanh khoản trong phiên bứt phá hôm nay tăng đột biến và tạo nên xu hướng hồi phục mạnh mẽ. Chỉ báo MACD và RSI đều ủng hộ xu hướng tăng giá khi cả hai chỉ báo này đều tăng đột biến. Nhịp vận động 3 đường MA cho thấy cổ phiếu đang ở trạng thái tích lũy ngắn hạn và có dấu hiệu tăng trở lại khi MA20 đã đảo chiều thành xu hướng tăng. Các yếu tố trên cho thấy xu hướng hồi phục mạnh đang được hình thành. HT1 sẽ kiểm tra lại ngưỡng giá 18-19 trong thời gian tới.

Khuyến nghị

Nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu tại vùng giá 15-16 và chốt lời tại ngưỡng giá 19. Cắt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng giá 13,5.

Đồ thị kỹ thuật



Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>

Bloomberg: BSCV <GO>

Thuyết minh khuyến nghị:

Mua Mạnh: Lợi nhuận kỳ vọng cao hơn 20% (đã bao gồm cổ tức).

Mua: Lợi nhuận kỳ vọng từ mức 10% đến 20% (đã bao gồm cổ tức).

Theo dõi: Lợi nhuận kỳ vọng từ mức -15% đến 10% (đã bao gồm cổ tức)

N/A: Cổ phiếu chưa có định giá, đang trong quá trình theo dõi đánh giá.

