

# CTCP Xi Măng Hà Tiên 1 (HT1)

## MUA

**Dương Mỹ Thanh**  
Chuyên viên

### Báo cáo lần đầu

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>19.300</b>
<b>Giá hiện tại</b>	<b>12.100</b>
<b>TL tăng</b>	<b>60%</b>
<b>Lợi suất cổ tức</b>	<b>0%</b>
<b>Tổng lợi nhuận</b>	<b>60%</b>

#### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	168,0 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua USD	0,40 triệu
Sở hữu của khối ngoại	5%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	318mn
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	318mn
Mức cao nhất 12 tháng VND	12.500
Mức thấp nhất 12 tháng VND	4.700

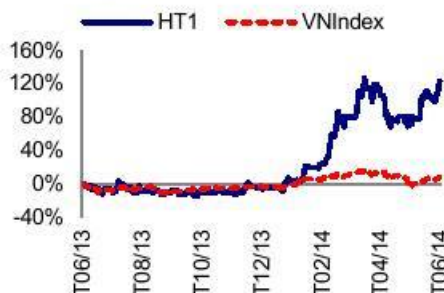
#### Cơ cấu cổ đông

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

#### 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 giá cổ phiếu HT1 và chỉ số VNI



## Ngành xây dựng phục hồi, gánh nặng nợ và lỗ chênh lệch tỷ giá được giảm bớt

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu dành cho HT1 với khuyến nghị MUA ở giá mục tiêu 19.300 đồng/cổ phiếu (tỷ lệ tăng 60%). Chúng tôi tin rằng từ năm 2014, HT1 sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng sau ba năm thua lỗ do chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá đã chiếm hết lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh. Trong giai đoạn năm 2015- 2018, chúng tôi dự báo EPS sẽ có tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm đạt 46% vì (1) HT1 có vị thế tốt ở thị trường miền Nam để tận dụng sự phục hồi của ngành xây dựng, (2) HT1 thực hiện tái cấu trúc các khoản nợ trong thời gian gần đây và (3) công ty sắp hoàn tất việc khấu hao khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 500 tỷ đồng.

**Vị thế tốt ở thị trường miền Nam giúp HT1 tận dụng cơ hội phát triển khi ngành bất động sản phục hồi.** Sức tiêu thụ xi măng đã tăng trở lại, đặc biệt là ở lĩnh vực xây dựng. Trong năm 2013, doanh số xi măng rời ở miền Nam tăng hơn 17% so với mức tăng trưởng 1,7% của phân khúc xi măng dân dụng. Trong 5 năm qua, HT1 đầu tư vào mạng lưới nhà máy và trạm nghiền trải dài từ khu vực Nam Trung Bộ xuống đến Đồng bằng Sông Cửu Long, nhờ đó công ty có được vị thế vô cùng thuận lợi nhằm tận dụng cơ hội phát triển khi ngành bất động sản phục hồi trở lại. Chúng tôi dự báo sản lượng năm 2014 sẽ tăng 8%, trong đó phân khúc xây dựng sẽ đóng góp 89%. Trong Quý 1/2014, doanh số của HT1 tăng 12% so với cùng kỳ năm 2013.

**Tái cấu trúc nợ giúp LNST năm 2014 tăng 46%.** Lộ trình trả nợ dài hạn của HT1 được gia hạn, điều này cho phép công ty có thể trả bớt các khoản nợ ngắn hạn. Trong năm 2014, chúng tôi cho rằng nợ ngắn hạn sẽ giảm 530 tỷ đồng, qua đó khiến cho chi phí lãi vay giảm hơn 42 tỷ đồng. Thêm vào đó, việc phát hành cổ phiếu cho VICEM nhằm hoán đổi khoản nợ 1.200 tỷ đồng sẽ giúp HT1 mỗi năm giảm được khoảng 80 tỷ đồng chi phí lãi vay. Công ty dự định sẽ không thanh toán cổ tức bằng tiền mặt cho đến năm 2017 để dùng lượng tiền mặt thặng dư trả bớt nợ. Trong Quý 1/2014, HT1 báo cáo chi phí lãi vay đã giảm 35% so với Quý 1/2013.

**LNST năm 2015 sẽ tăng gấp đôi vì HT1 sắp hoàn tất việc khấu hao khoản lỗ chênh lệch tỷ giá.** Chúng tôi dự báo trong năm 2014 HT1 sẽ kết thúc việc khấu hao khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 500 tỷ (khoản lỗ này phát sinh vào năm 2010 và được phép khấu hao trong vòng tối đa 5 năm). Cùng với giả định đồng nội tệ mỗi năm trượt giá 5% so với EUR và 2% so với USD, chúng tôi ước tính HT1 sẽ chịu khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 305 tỷ đồng trong năm 2014, trong đó 208 tỷ đồng là do khấu hao và phần còn lại là do đồng nội tệ trượt giá. Tuy nhiên, trong năm 2015, con số này sẽ giảm xuống còn 97 tỷ đồng do việc khấu hao kết thúc trong năm 2014.

**Định giá hấp dẫn: PER năm 2015 là 7,4 lần so với mức 18,0 lần của các công ty xi măng khác.** Tại mức giá đóng cửa 12.100 đồng/cổ phiếu, HT1 hiện đang giao dịch tại PER 2014 là 17,1 lần, mức này tương đối phù hợp so với trung vị của các công ty xi măng khác là 19,0 lần. Tuy nhiên, PER năm 2015 của HT1 sẽ giảm xuống chỉ còn 7,4 lần. Tỷ lệ giá trị doanh nghiệp (EV)/EBITDA của công ty là 5,8 lần so với trung vị của các công ty xi măng khác là 10,1 lần.

Các chỉ số chính	Thực tế 2013	Ước tính				
		2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu (tỷ đồng)	6.369	6.939	7.383	7.857	8.364	8.905
Biên LN gộp (%)	22,4%	23,5%	23,7%	24,0%	24,4%	24,7%
Biên LN từ HĐ (%)	15,9%	17,4%	17,6%	17,9%	18,3%	18,6%
LN từ HĐ/cổ phiếu (đồng)	5.029	3.802	4.080	4.435	4.819	5.219
Biên LN ròng (%)	0,0%	3,2%	7,0%	8,6%	10,1%	11,5%
EPS pha loãng hoàn toàn (đồng)	13	709	1.629	2.131	2.662	3.208
Tăng trưởng EPS (%)	-73%	5.547%	130%	31%	25%	21%
Cổ tức/cổ phiếu (đồng)	0	0	0	0	3.000	3.000
PER theo giá hiện nay (lần)	963,8	17,1	7,4	5,7	4,5	3,8
ROA (%)	0,0	1,8	4,3	5,9	7,7	9,7
ROE (%)	0,1	6,8	14,1	15,8	18,5	22,5
Nợ/CSH (%)	257	210	154	103	94	78



## Báo cáo Tài chính

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo			
	2013	2014	2015	2016	
<b>KQLN</b>					
Doanh thu	6.369	6.939	7.383	7.857	
- Giá vốn hàng bán	-4.939	-5.307	-5.635	-5.967	
Lợi nhuận gộp	1.430	1.632	1.748	1.889	
- Chi phí bán hàng	-302	-312	-332	-354	
- Chi phí quản lý DN	-113	-111	-118	-126	
LN hoạt động	1.014	1.209	1.297	1.410	
- Lỗ/lãi tỷ giá	-270	-305	-97	-80	
- Lợi nhuận khác	34	0	0	0	
EBIT	779	905	1.201	1.330	
- Chi phí lãi vay	-773	-615	-537	-461	
EBT	5	289	664	869	
- Thuế thu nhập	-3	-64	-146	-191	
Lợi nhuận sau thuế	3	225	518	678	
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	
LNST cổ đông CT Mẹ	3	225	518	678	
EBITDA	1.628	1.880	1.978	2.101	
Số CP lưu hành (triệu)	202	318	318	318	
EPS	10	709	1.629	2.131	

<b>Tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu %	9,4	9,0	6,4	6,4	
Tăng trưởng LN HDKD %	19,5	19,2	7,3	8,7	
Tăng trưởng EBIT %	-5,4	16,2	32,8	10,8	
Tăng trưởng EPS %	-79,0	7126,6	129,8	30,8	

<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>					
Tỷ suất lợi nhuận gộp %	22,4	23,5	23,7	24,0	
Biên LN ròng %	0,0	3,2	7,0	8,6	
ROE %	0,1	6,8	14,1	15,8	
ROA %	0,0	1,8	4,3	5,9	

<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					
Số ngày tồn kho	71,6	63,9	58,3	58,3	
Số ngày phải thu	18,3	18,9	17,5	17,5	
Số ngày phải trả	69,9	71,8	68,0	68,1	
TG luân chuyển tiền	20,0	11,0	7,8	7,7	

<b>Thanh khoản</b>					
CS thanh toán hiện hành	0,4	0,4	0,4	0,4	
CS thanh toán nhanh	0,2	0,1	0,1	0,2	
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,0	0,0	0,0	
Nợ/Tài sản	0,6	0,6	0,5	0,4	
Nợ/Vốn sử dụng	0,7	0,7	0,6	0,5	
Nợ/Vốn CSH	2,6	2,1	1,5	1,0	
Khả năng thanh toán lãi vay	1,0	1,5	2,2	2,9	

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo			
	2013	2014	2015	2016	
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
Tiền và tương đương	202	69	74	79	
Đầu tư TC ngắn hạn	5	5	5	5	
Các khoản phải thu	376	342	364	387	
Hàng tồn kho	986	872	926	981	
Tài sản ngắn hạn khác	104	104	104	104	
Tổng tài sản ngắn hạn	1.673	1.393	1.473	1.556	
Tài sản dài hạn	14.509	14.659	14.759	14.859	
- Khấu hao lũy kế	-3.459	-4.129	-4.810	-5.500	
Tài sản dài hạn	11.050	10.530	9.949	9.358	
Đầu tư tài chính dài hạn	56	56	56	56	
Tài sản dài hạn khác	341	341	341	341	
Tổng tài sản dài hạn	11.447	10.926	10.346	9.755	
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>13.120</b>	<b>12.319</b>	<b>11.819</b>	<b>11.311</b>	
Phải trả ngắn hạn	1.071	1.018	1.081	1.144	
Nợ ngắn hạn	2.498	1.968	1.848	1.773	
Phải trả ngắn hạn khác	629	685	729	776	
Nợ ngắn hạn	4.197	3.671	3.657	3.693	
Vay và nợ dài hạn	5.726	5.226	4.221	3.000	
Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0	
Nợ dài hạn	5.726	5.226	4.221	3.000	
<b>Tổng nợ</b>	<b>9.923</b>	<b>8.897</b>	<b>7.878</b>	<b>6.693</b>	
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	
Thặng dư	71	71	71	71	
Vốn điều lệ	3.180	3.180	3.180	3.180	
Lợi nhuận giữ lại	-54	172	690	1.368	
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.197</b>	<b>3.422</b>	<b>3.941</b>	<b>4.618</b>	
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>13.120</b>	<b>12.319</b>	<b>11.819</b>	<b>11.311</b>	

<b>Dòng tiền</b>					
Tiền đầu năm	190	202	69	74	
Lợi nhuận sau thuế	3	225	518	678	
Khấu hao	617	671	681	691	
Thay đổi vốn lưu động	270	0	0	0	
Điều chỉnh khác	297	151	31	33	
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>1.187</b>	<b>1.047</b>	<b>1.230</b>	<b>1.401</b>	
Chi mua sắm TSCĐ	-319	-150	-100	-100	
Đầu tư khác	0	0	0	0	
<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-318</b>	<b>-150</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	
Cổ tức đã trả	0	0	0	0	
Tăng (giảm) vốn	1.200	0	0	0	
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	-2.056	-1.029	-1.125	-1.296	
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-856</b>	<b>-1.029</b>	<b>-1.125</b>	<b>-1.296</b>	
Tổng lưu chuyển tiền tệ	12	-133	4	5	
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>202</b>	<b>69</b>	<b>74</b>	<b>79</b>	

## Kết quả hoạt động theo quý

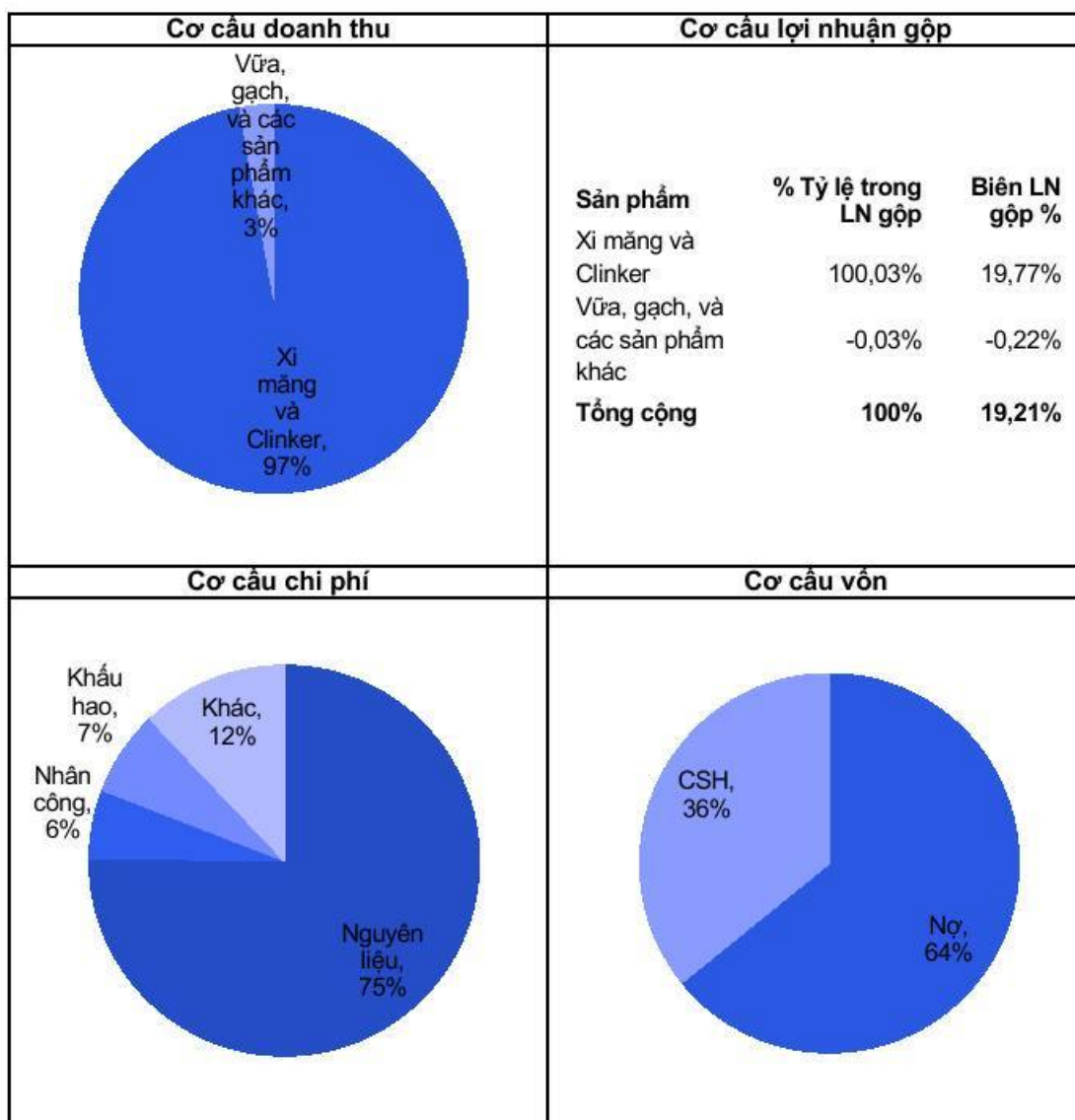
Tỷ đồng							
						Mục tiêu	
2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	HT1 2014	VCSC 2014
Doanh thu	1.578	N/A	N/A	N/A	1.578	7.020	6.939
Lợi nhuận gộp	341	N/A	N/A	N/A	341	N/A	1.632
Biên LN gộp (%)	21,6%	N/A	N/A	N/A	21,6%	N/A	23,0%
LN hoạt động	251	N/A	N/A	N/A	251	N/A	1.209
Biên LN hoạt động (%)	15,9%	N/A	N/A	N/A	15,9%	N/A	17,4%
LNST	2	N/A	N/A	N/A	2	16	225
Biên LNST (%)	0,2%	N/A	N/A	N/A	0,2%		
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
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	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
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	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
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%		

## Sơ lược về công ty

<b>Lĩnh vực kinh doanh</b>	Sản xuất xi măng
<b>Doanh thu</b>	6.369 tỷ đồng – 303 triệu USD (2013)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	3 tỷ đồng – 0,1 triệu USD (2013)

<b>Yếu tố doanh thu chính</b>	Xi măng và Clinker
<b>Yếu tố chi phí chính</b>	Nguyên liệu
<b>Yếu tố rủi ro chính</b>	Lãi suất, tỷ giá hối đoái
<b>Các khách hàng chính</b>	Hộ gia đình

<b>Lãnh đạo</b>	Ông Trần Việt Thắng (Chủ tịch HĐQT), Ông Nguyễn Tuấn Anh (TGD)
<b>Địa chỉ</b>	360 Bến Chương Dương, P.Cầu Kho, Q.1, TP. HCM
<b>Website</b>	hatien1@hatien1.com.vn
<b>Email</b>	www.hatien1.com.vn
<b>Điện thoại</b>	(08) 3836 8363



Nguồn: HT1 và ước tính của VCSC (2013)



## Nội dung cập nhật

- Điều kiện thị trường
- Thị trường của HT1: khu vực miền Nam
- Lợi thế cạnh tranh của HT1
- Kết quả kinh doanh năm 2013
- Đánh giá các thương vụ M&A của HT1
- Triển vọng giai đoạn năm 2014 - 2018
- Định giá

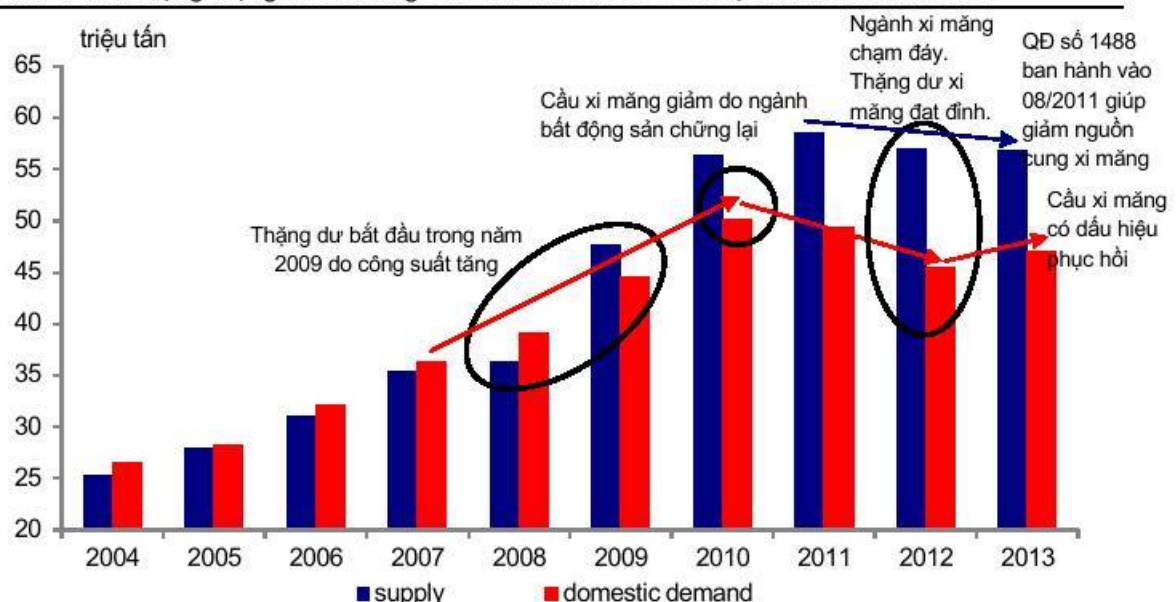
## Điều kiện thị trường

### Quy mô cả nước: dư cung nhưng sức tiêu thụ đang dần phục hồi

**Ngành xi măng chững lại do dư cung kể từ năm 2009.** Vật liệu xây dựng là một lĩnh vực cực kỳ nhạy cảm với chu kỳ kinh tế. Cụ thể, cầu xi măng phụ thuộc rất nhiều vào tình hình tăng trưởng của ngành bất động sản.

- Trước năm 2009, do thị trường bất động sản phát triển mạnh, ngành xi măng tại Việt Nam liên tục chịu tình trạng cung không đủ cầu (thiếu hụt 6 triệu tấn trong năm 2013, sau đó con số này tăng lên 12,7 triệu tấn trong năm 2014). Do đó, Chính phủ đã ban hành Quyết định 108/2005/QĐ-TTg nhằm thu hút vốn đầu tư vào các dự án xi măng. Sức tiêu thụ xi măng tại Việt Nam có tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm đạt 11,3% trong giai đoạn năm 2001 – 2005 và 9,4% trong giai đoạn 2006 – 2010.
- Tuy nhiên, sau năm 2009, nền kinh tế bị khủng hoảng nghiêm trọng, do đó ngành bất động sản cũng hứng chịu tình trạng tương tự. Lĩnh vực xi măng bị ảnh hưởng nặng nề do nhu cầu giảm và công suất của ngành đã tăng rất nhiều trong vòng vài năm trước đó. Thực tế, trong năm 2011, lần đầu tiên thị trường tiêu thụ xi măng đã sụt giảm và sang năm 2012, lượng xi măng thặng dư đạt 11,5 triệu tấn.

Hình 1: Tình trạng thặng dư xi măng bắt đầu từ năm 2009 và đạt đỉnh vào năm 2012



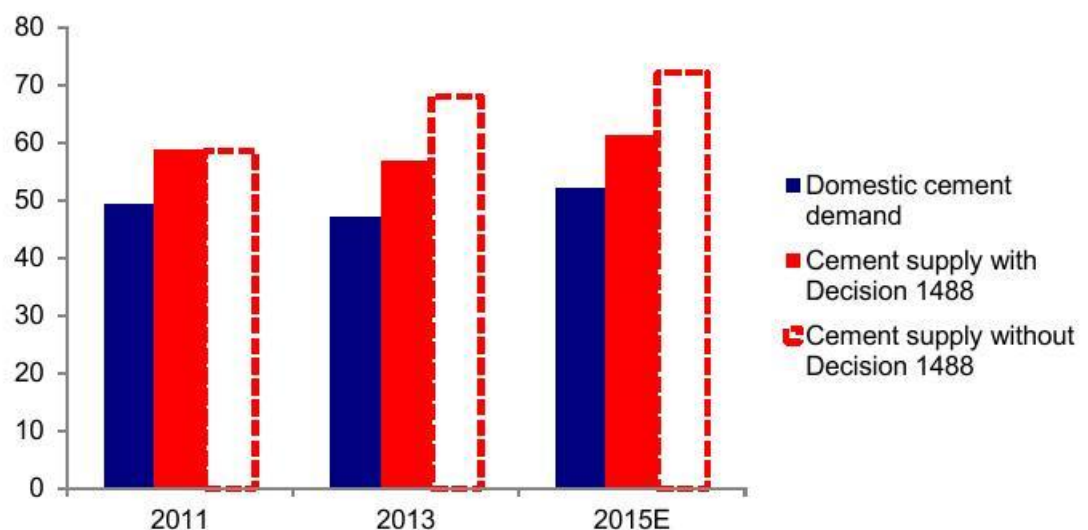
Nguồn: Tổng Cục Thống kê, Hiệp Hội Xi Măng Việt Nam (VNCA), VCSC

Vì vậy, vào tháng 08/2011, Chính phủ ban hành Quyết định 1488/2011/QĐ-TTG, đưa ra những quy định nghiêm ngặt trong việc cấp phép hoạt động cho các dự án xi măng mới. Theo Quyết định này, các dự án xi măng mới phải đáp ứng nhiều yêu cầu về công suất, hiệu suất hoạt động và tình hình tài chính thì mới được cấp phép. Các yêu cầu này cụ thể như sau:

- Công suất: tối thiểu 2.500 tấn clinker/ngày
- Tiêu thụ nhiệt lượng: ít hơn hoặc bằng 730 kcal/kg clinker
- Tiêu thụ điện năng: ít hơn hoặc bằng 90 kWh/tấn xi măng
- Nồng độ bụi phát thải: ít hơn hoặc bằng 30 mg/ Nm<sup>3</sup> (Nm<sup>3</sup>: mét khối khí thải chuẩn)
- Tình hình tài chính: vốn điều lệ tối thiểu bằng với 20% tổng đầu tư của dự án

**Chính sách của Chính phủ nhằm giảm 13 triệu tấn xi măng dư thừa giúp các công ty xi măng có tên tuổi được hưởng lợi.** Từ năm 2014 - 2016, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ xi măng sẽ có tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm đạt 5% dựa theo dự báo tăng trưởng GDP đạt 5,6% trong năm 2014 và 5,8% trong năm 2015. Trong khi đó, Quyết định số 1488 hạn chế các dự án xây nhà máy xi măng mới cũng như hủy bỏ nhiều dự án xi măng khỏi quy hoạch ngành. Dựa theo quyết định này, trong tháng 01/2014, Chính phủ đã chấp thuận loại bỏ 9 dự án và giãn tiến độ 7 dự án khác. Do đó, Quyết định số 1488 đang tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty xi măng có tên tuổi và giảm bớt tình trạng cung vượt cầu.

Hình 2: Quyết định số 1488 nhằm giảm bớt tình trạng dư cung xi măng

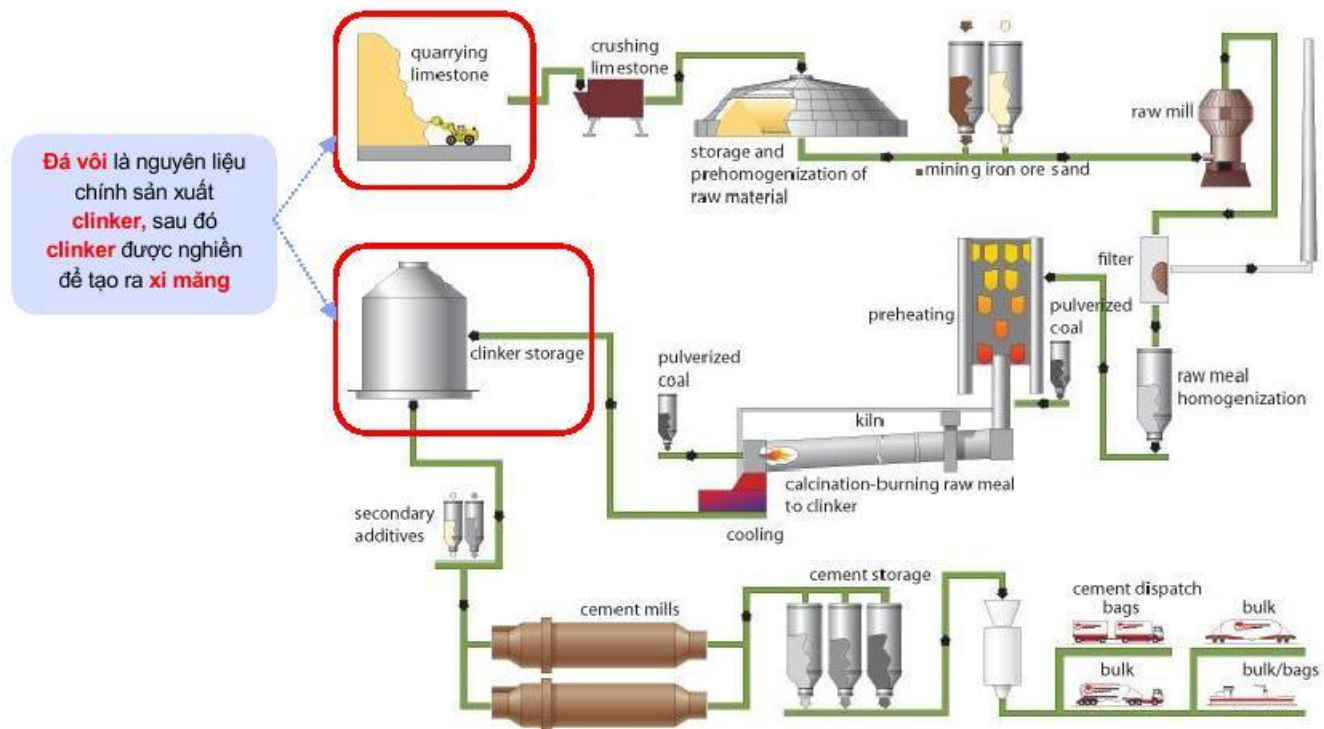


Nguồn: VCSC

## Tình trạng dư cung nghiêm trọng diễn ra ở miền Bắc chứ không phải tại miền Nam

Hầu hết các nhà máy sản xuất clinker và các trạm nghiền xi măng được đặt tại miền Bắc do nguồn nguyên liệu đầu vào phân bố tập trung ở khu vực này. Đá vôi là nguyên liệu chính dùng để sản xuất clinker. Sau đó clinker sẽ được nghiền để tạo ra xi măng. Tuy nhiên, phần lớn các mỏ đá vôi nằm ở miền Bắc và Bắc Trung Bộ, khiến nhiều nhà máy sản xuất clinker và xi măng tập trung ở hai khu vực này. Do đó, tổng công suất thiết kế của các công ty xi măng tại miền Bắc chiếm 65% tổng công suất sản xuất xi măng trên toàn quốc. Mặc dù miền Bắc có sức tiêu thụ xi măng lớn nhất cả nước với 19.700 tấn trong năm 2013, nguồn cung xi măng ở khu vực này ước đạt 37.300 tấn. Vì vậy lượng thặng dư lên đến 17.600 tấn.

Hình 3: Quy trình sản xuất xi măng



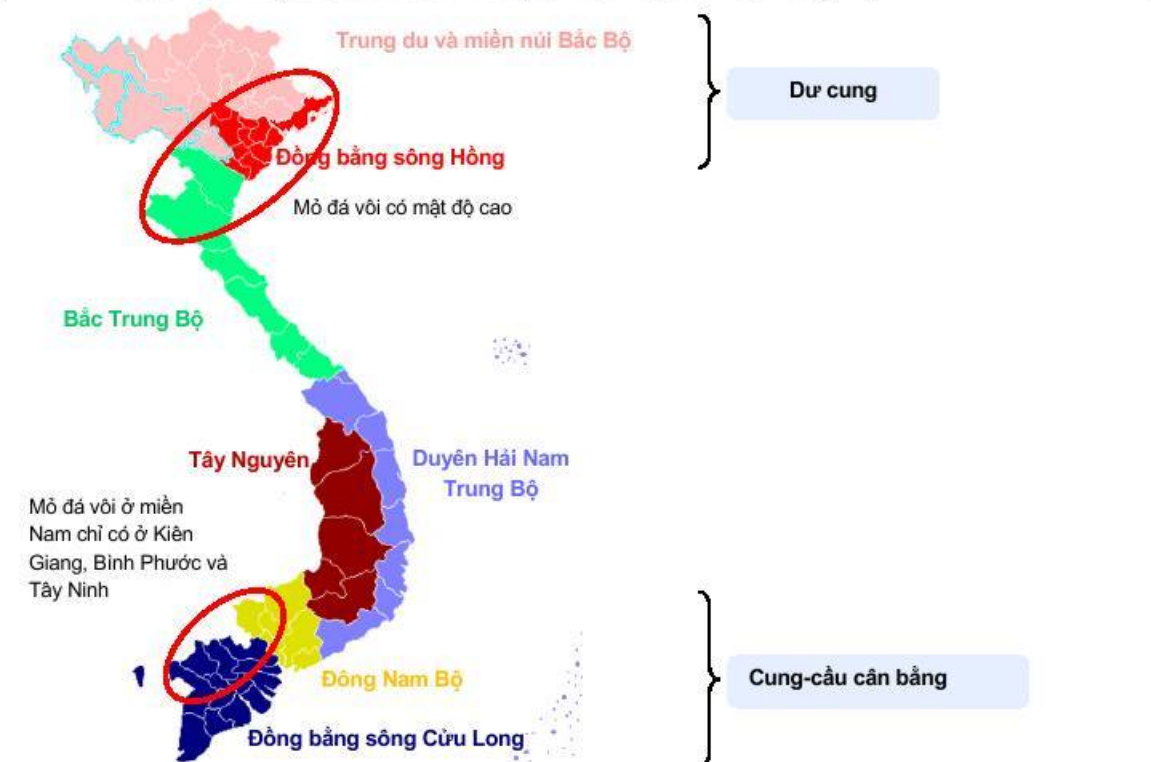
Nguồn: DSMAC Group



Trong khi đó, mỏ đá vôi ở miền Nam hầu như chỉ có tại hai tỉnh Bình Phước và Kiên Giang nhưng sức tiêu thụ xi măng ở khu vực này chiếm 34% tổng tiêu thụ cả nước. Tổng công suất của các công ty xi măng miền Nam và các trạm nghiền đặt tại khu vực này nhưng thuộc sở hữu của các công ty xi măng miền Bắc (như CTCP Xi măng Cẩm Phả, Công Ty Xi măng Chínfon, CTCP Xi măng Hạ Long và CTCP Xi măng Thăng Long) vào khoảng 17.200 tấn/năm. Để đáp ứng nhu cầu thị trường, các công ty xi măng và các trạm nghiền ở miền Nam phải hoạt động ở mức 90% công suất thiết kế. Tuy nhiên vào thời điểm hiện tại, HT1 và Holcim, hai công ty sản xuất xi măng lớn nhất tại khu vực này với tổng thị phần đạt 47%, có tỷ lệ hoạt động lần lượt là 65% và 77%. Vì vậy, với tình hình sản xuất hiện tại, các công ty xi măng và trạm nghiền ở miền Nam không thể đáp ứng được nhu cầu của khu vực này.

**Nhiều công ty xi măng miền Bắc vận chuyển xi măng vào bán tại miền Nam.** Hai giải pháp giúp giảm bớt tình trạng dư cung ở miền Bắc bao gồm xuất khẩu và vận chuyển xi măng vào miền Nam. Trong năm 2013, Việt Nam xuất khẩu được khoảng 14 triệu tấn xi măng và clinker, phần lớn trong số này là xi măng được sản xuất bởi các công ty tại miền Bắc. Các công ty này cũng vận chuyển khoảng 4 triệu tấn xi măng vào miền Nam, góp phần cân bằng cung-cầu tại khu vực này.

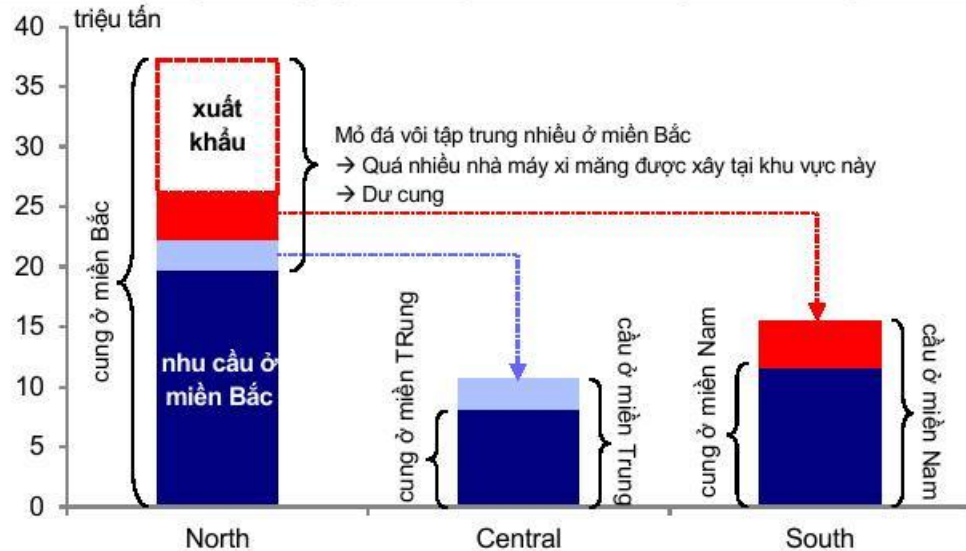
Hình 4: Mỏ đá vôi chủ yếu phân bố ở khu vực miền Bắc và Bắc Trung Bộ



Nguồn: VCSC



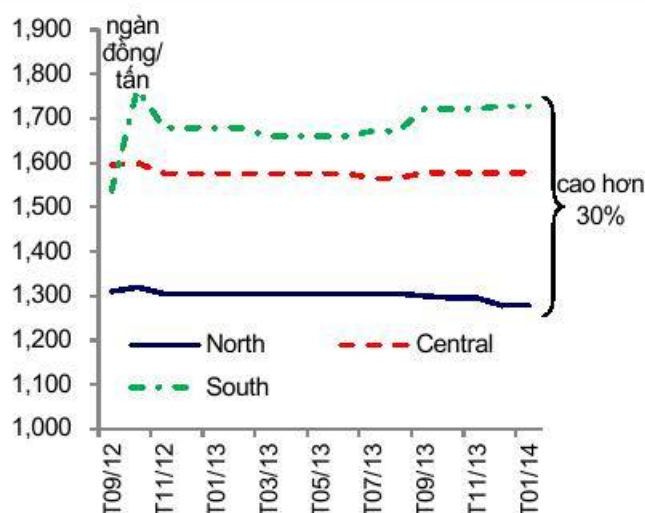
Hình 5: Tình trạng dư cung nghiêm trọng ở miền Bắc, cung-cầu cân bằng ở miền Nam



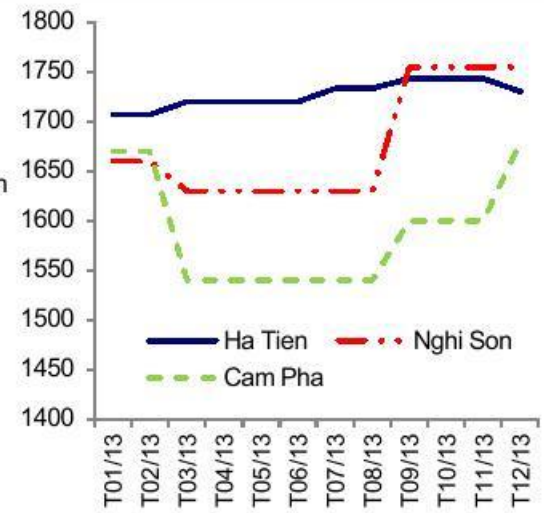
Nguồn: Tổng Cục Thống kê, Hiệp Hội Xi Măng Việt Nam (VNCA), VCSC

**Tuy nhiên, việc vận chuyển xi măng vào bán tại miền nam không đem lại lợi nhuận cho các công ty miền Bắc do chi phí vận chuyển cao.** Chi phí vận chuyển ước tính khoảng 800.000 đồng/tấn, cao hơn một nửa giá bán ở miền Bắc. Do đó, mặc dù giá xi măng của các công ty xi măng phía Bắc tại thị trường miền Nam cao hơn khoảng 30% so với giá bán của các công ty này ở thị trường phía Bắc, mức tăng này không thể bù đắp cho chi phí vận chuyển đắt đỏ. Ngoài ra, các công ty sản xuất xi măng ở miền Bắc không thể định giá bán cao hơn HT1 vì các công ty này phải cạnh tranh về mặt doanh số. Ngay cả các công ty xi măng miền Bắc có trạm nghiền tại miền Nam cũng phải chịu phí vận chuyển clinker vào miền Nam. Vì thế, các công ty xi măng miền Bắc bán sản phẩm tại miền Nam với mục đích chính là để trang trải chi phí cố định.

Hình 6a: Giá bán ở miền Nam thường tăng thêm 30%



Hình 6b: Giá bán của các công ty xi măng miền Bắc thấp hơn của HT1



Nguồn: Hiệp Hội Xi Măng Việt Nam (VNCA)

**Vi vậy, cung-cầu xi măng ở miền Nam hiện đang cân bằng.** Như đã đề cập ở trên, các nhà sản xuất xi măng miền Bắc gần như không thu được lợi nhuận từ số xi măng vận chuyển vào bán ở miền Nam do giá bán tăng không đủ bù đắp chi phí vận chuyển cao. Do đó, các công ty này thực hiện giải pháp trên là nhằm giảm lượng xi măng dư thừa và trang trải chi phí cố định.

Do nguồn cung xi măng tại miền Nam bị thiếu hụt và việc vận chuyển xi măng vào bán trong miền Nam không phải là ưu tiên hàng đầu đối với các công ty xi măng miền Bắc nguồn cung ở miền Nam sẽ cân bằng với nhu cầu của thị trường này.

## Thị trường của HT1: khu vực miền Nam

**HT1 là công ty sản xuất xi măng hàng đầu tại miền Nam với 27% thị phần.** Xi măng chiếm khoảng 85% doanh thu của HT1. So với tình hình dư cung ở miền Bắc, thị trường xi măng ở miền Nam hấp dẫn hơn hẳn: nhìn chung tình hình cung-cầu cân bằng tốt (nếu không có lượng xi măng vận chuyển từ miền Bắc vào, cung của khu vực miền Nam sẽ thiếu hụt một chút) và quy mô thị trường tăng trưởng nhanh (sức tiêu thụ xi măng ở miền Nam chiếm 34% sức tiêu thụ cả nước với tỷ lệ tăng trưởng 5,8%).

**Đặc biệt, Đông Nam Bộ là thị trường quan trọng nhất của HT1.** Doanh số tại thị trường này đóng góp 65% cho doanh thu của HT1 và công ty nắm giữ 33% thị phần tại khu vực này. Thống lĩnh thị phần tại Đông Nam Bộ là một lợi thế rất tốt vì đây là thị trường có quy mô lớn nhất và tốc độ phát triển nhanh nhất tại khu vực miền Nam.

Hình 7: Khu vực miền Nam: thị trường càng ngày càng mở rộng

	Các công ty lớn (thị phần)	Sản lượng tiêu thụ xi măng trong khu vực	Tăng trưởng trong khu vực (so với năm 2013)
<b>Miền Bắc</b> (Trung du và miền núi Bắc Bộ & Đồng bằng sông Hồng)	Chinfon (12%) Bút Sơn (12%) Bím Sơn (11%) Hoàng Thạch (9%)	19,7 triệu tấn	-1,2%
<b>Miền Trung</b> (Bắc Trung Bộ, Duyên Hải Nam Trung Bộ & Tây Nguyên)	Nghi Sơn (28%) Bím Sơn (11%) Hoàng Mai (10%) Luks (10%)	10,7 triệu tấn	+2,3%
<b>Miền Nam</b> (Đông Nam Bộ & Đồng bằng sông Cửu Long)	<b>Hà Tiên (27%)</b> Holcim (20%) Nghi Sơn (12%)	<b>15,5 triệu tấn</b>	<b>+5,8%</b>



Hình 8: Đông Nam Bộ là thị trường quan trọng nhất của HT1



HT1	Thị phần (2013)	Tăng trưởng doanh số 2013	% thay đổi thị phần
Đông Nam Bộ	33,0%	+14,8%	+1,9%
Đồng bằng sông Cửu Long	21,4%	-10,4%	-1,7%
Duyên Hải Nam Trung Bộ & Tây Nguyên	17,8%	+3,4%	-0,5%

Nguồn: HT1

## Lợi thế cạnh tranh của HT1

**HT1 là công ty con lớn nhất của VICEM và là công ty xi măng lớn nhất cả nước**

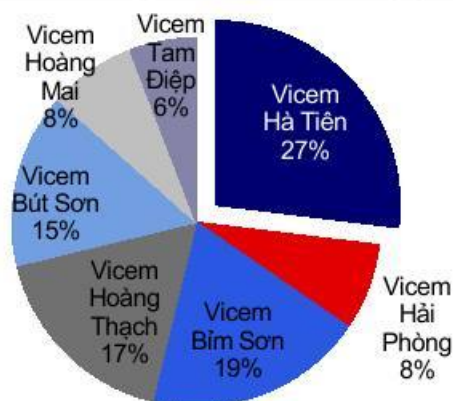
**VICEM là đơn vị sản xuất xi măng hàng đầu tại Việt Nam.** Các công ty xi măng tại Việt Nam có thể được chia thành ba nhóm, bao gồm (1) Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam (VICEM), (2) các công ty liên doanh với các công ty xi măng nước ngoài, và (3) các công ty liên kết và các công ty tư nhân khác. Trong ba nhóm này, VICEM là đơn vị có sức ảnh hưởng lớn nhất trong việc quy định giá xi măng trên thị trường:

- Doanh số hàng năm của VICEM chiếm 35% tổng doanh số toàn ngành
- Các đối thủ chính của VICEM bao gồm Công ty Holcim, Công ty Xi măng Chinfon, Công ty Xi măng Nghi Sơn, LUKS (các công ty liên doanh với các nhà sản xuất xi măng nước ngoài) sở hữu thị phần đáng kể ở một số khu vực nhưng hầu như không có sức ảnh hưởng ở các khu vực khác.
- Trong khi đó, VICEM có nhà máy sản xuất xi măng và clinker trên toàn quốc. Vì vậy, VICEM có thể phân phối việc sản xuất và kinh doanh xi măng và clinker tại nhiều tỉnh thành. Đây là một lợi thế rất to lớn đối với VICEM.

Hình 9a: Thị phần theo sản lượng bán ra (2013)



Hình 9b: Sản lượng bán ra của các công ty con VICEM (2013)

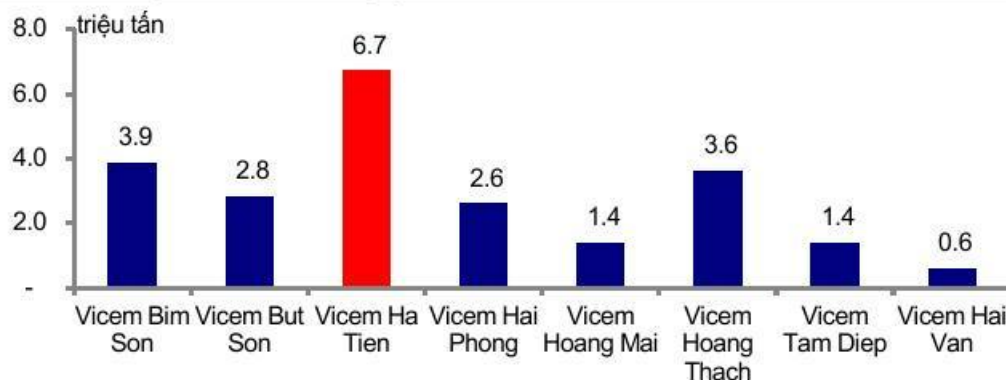


Nguồn: VNCA

**HT1 là công ty con duy nhất của VICEM hoạt động tại khu vực phía Nam.** Hiện VICEM sở hữu 79,9% cổ phần HT1. HT1 là công ty con lớn nhất và cũng là công ty con duy nhất của VICEM hoạt động tại khu vực phía Nam. Các công ty còn lại hoạt động tại khu vực phía Bắc hoặc Bắc Trung Bộ. Vì vậy, HT1 hưởng lợi từ vị thế dẫn đầu của VICEM nhưng không phải cạnh tranh trực tiếp với các công ty con khác của VICEM.

**HT1 cũng là công ty con lớn nhất của VICEM.** Công suất thiết kế của HT1 là 6,7 triệu tấn xi măng/năm, và công ty hiện đang đáp ứng hơn 1/4 nhu cầu tiêu thụ tại khu vực phía Nam và chiếm 8% thị trường cả nước.

Hình 10: Công suất của các công ty con VICEM, 2013



Nguồn: Vicem

### Các hoạt động M&A và đầu tư trong 5 năm qua mang lại bộ phận vững chắc cho tăng trưởng trong tương lai

Các hoạt động M&A và đầu tư trong năm năm qua đã giúp tăng công suất hoạt động cho HT1 và đem lại cho công ty mạng lưới các nhà máy và trạm nghiền trải dài từ Nam Trung Bộ đến Đồng bằng sông Cửu Long để nắm bắt các cơ hội tăng trưởng nhờ lĩnh vực BĐS phục hồi:

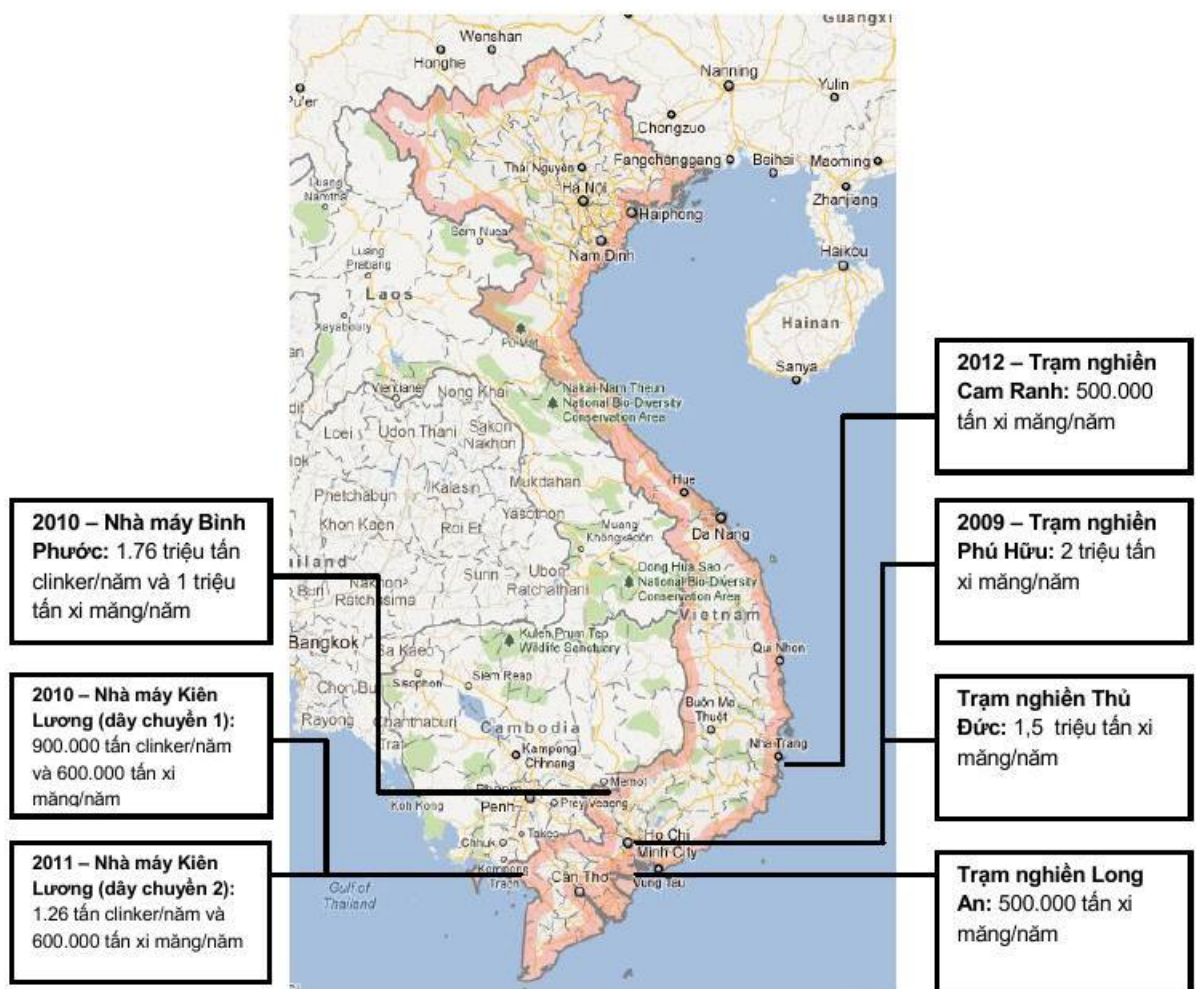
- Hợp nhất với HT2 năm 2010:** Trước khi hợp nhất với HT2, HT1 chỉ sở hữu một số trạm nghiền. Tại thời điểm đó, HT1 phải mua clinker từ bên ngoài và tự chủ được nguồn nguyên liệu đầu vào. Trong khi đó, HT2 là công ty sản xuất clinker lớn nhất phía Nam, được phép khai thác các mỏ đá vôi tại tỉnh Kiên Giang. Vì vậy, việc hợp nhất trở lại thông qua sáp nhập với HT2 mang lại cho HT1 những lợi thế to lớn về chi phí so với các công ty sản xuất xi măng khác không thể tự sản xuất clinker hay các công ty xi măng miền Bắc, phải vận chuyển xi măng hoặc clinker từ miền Bắc vào miền Nam với chi phí vận chuyển cao.



Việc sáp nhập này cũng đưa **Trạm nghiền Long An** tại tỉnh Long An vào mạng lưới của HT1. Vì Long An là cửa ngõ kết nối Đồng bằng sông Cửu Long với khu vực Đông Nam Bộ, HT1 có thể kiểm soát tốt hơn hai khu vực này.

- **Mua lại Trạm nghiền Cam Ranh từ Vicem Đà Nẵng (HSX:DXV) năm 2012:** Thương vụ này giúp HT1 thâm nhập tốt hơn thị trường duyên hải Nam Trung Bộ. Năm 2013, lượng xi măng tiêu thụ tại khu vực duyên hải Nam Trung Bộ và Tây Nguyên tăng 6,22%, trong khi cả nước tăng 2% và các thị trường của HT1 tăng 4,1% (gồm các tỉnh từ Quảng Ngãi đến Cà Mau). Chỉ trong 9 tháng đầu năm 2013, nhà máy đã cho ra lò 434.569 tấn xi măng, trong khi công suất là 500.000 tấn/năm. Nhờ có trạm nghiền trong khu vực này nên HT1 đã trúng thầu cung cấp xi măng cho dự án Hàm đường bộ Đèo Cả.
- **Xây dựng Trạm nghiền Phú Hữu và Nhà máy xi măng Bình Phước:** Hai dự án này giúp tăng công suất thêm 3 triệu tấn xi măng và 1,76 triệu tấn clinker/năm. Nằm tại khu vực Đông Nam Bộ, các nhà máy này đóng vai trò quan trọng đối với HT1 trong việc đáp ứng nhu cầu ngày càng cao của khu vực. Trạm nghiền Phú Hữu sẽ thay thế trạm nghiền Thủ Đức, sẽ được di dời năm 2017.

Hình 11: Mạng lưới nhà máy clinker và trạm nghiền của HT1

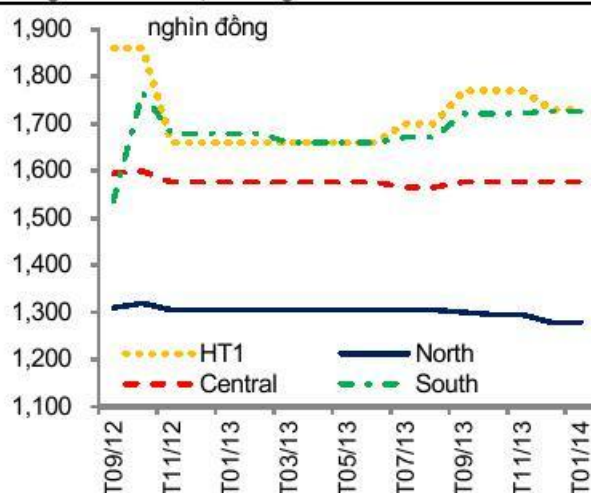


Nguồn: VCSC

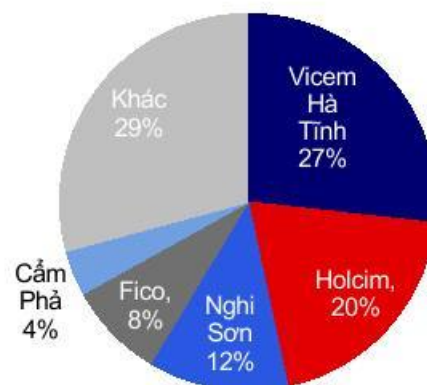
## Thương hiệu của HT1 là lợi thế cạnh tranh lâu dài

**Chất lượng và thương hiệu rất quan trọng đối với ngành công nghiệp xi măng phía Nam.** Thương hiệu, chứ không phải giá sản phẩm, đóng vai trò quyết định tại thị trường này. Ví dụ, HT1 và Holcim thường bán sản phẩm với giá cao hơn 5% so mức trung bình của thị trường nhưng lượng tiêu thụ sản phẩm của hai công ty này vẫn ở mức cao nhất vì xi măng chất lượng cao của HT1 và Holcim được đánh giá cao rộng rãi. Tầm quan trọng của thương hiệu cũng được chứng minh với mức độ tập trung cao của ngành này: 5 công ty sản xuất xi măng lớn nhất (tính theo sản lượng bán ra) có tổng thị phần là 70%, trong khi hai công ty lớn nhất và HT1 và Holcim chiếm đến 47%.

Hình 12a: Giá bán của HT1 cao hơn so với mức trung bình của thị trường



Hình 12b: Thị phần của HT1 (theo sản lượng bán ra, 2013)



Nguồn: VNCA

**Lợi thế là công ty đi tiên phong đã mang lại cho HT1 độ nhận biết thương hiệu mạnh.** Với 50 năm hoạt động và là công ty sản xuất xi măng tiên phong tại khu vực phía Nam, HT1 sở hữu thương hiệu mạnh và thương hiệu xi măng Hà Tiên với biểu tượng con kỳ lân màu xanh đã khắc sâu vào tâm trí người dân Nam Bộ. Dù HT1 giá bán cao hơn 4%-7% so với mức trung bình của thị trường, công ty vẫn giữ được vị trí dẫn đầu.

## Khách hàng của HT1

### Dẫn đầu phân khúc xi măng dân dụng

**Độ nhận biết thương hiệu cao cũng cho phép HT1 ưu tiên và dẫn đầu phân khúc xi măng dân dụng.** Phần lớn người dân Việt Nam cho rằng tuổi thọ của nhà ở rất quan trọng, nên có xu hướng lựa chọn các sản phẩm chất lượng cao khi xây nhà. Vì vậy, chất lượng, vốn thường được gắn liền với thương hiệu, mang tính quyết định trong việc giành thị phần trong ngành xi măng, nhất đối với phân khúc xi măng dân dụng.

Nhờ thương hiệu mạnh và định vị ở phân khúc chất lượng cao, HT1 áp đảo thị trường xi măng dân dụng tại khu vực phía Nam, đặc biệt là khu vực Đông Nam Bộ. Trong 9 tháng đầu năm 2013, xi măng bao chiếm đến 87% tổng sản lượng bán ra của công ty, tương đương 29% nguồn cung xi măng bao tại miền Nam, duyên hải Nam Trung Bộ và Tây Nguyên.

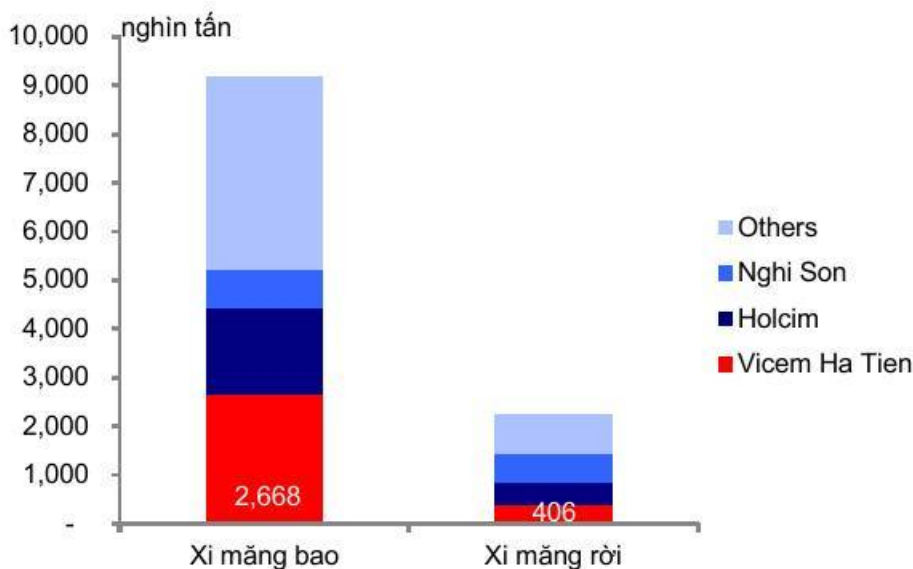


Hình 13: Xi măng dân dụng



Nguồn: HT1

Hình 14: HT1 tập trung vào sản xuất xi măng bao (xi măng dân dụng)



Nguồn: VCSC

### BDS đang phục hồi: mở rộng vào phân khúc xây dựng

**BDS thoát đáy mở ra nhiều cơ hội để tăng doanh thu thông qua phân khúc xây dựng.** Trong 9 tháng đầu năm 2013, tổng lượng xi măng tiêu thụ tại khu vực Đông Nam Bộ, Đồng bằng sông Cửu Long và duyên hải Nam Trung Bộ và Tây nguyên tăng 450.000 tấn, trong đó phân khúc xây dựng chiếm 73%. Điều này là hợp lý trong bối cảnh thị trường BDS phục hồi. Tại khu vực Đông Nam Bộ - thị trường quan trọng nhất của HT1, lượng xi măng dân dụng vẫn tăng tốt nhưng phân khúc xây dựng chiếm 68% lượng xi măng bán ra tăng thêm.

**HT1 đã nắm bắt thành công các cơ hội này.** Xi măng dân dụng vẫn chiếm tỷ lệ lớn trong số các khách hàng của HT1. Tuy nhiên, việc BDS phục hồi và HT1 hiện chỉ hoạt động với 65% công suất thiết kế khuyến khích công ty thâm nhập vào phân khúc xây dựng. Trong 9 tháng đầu năm 2013, việc mở rộng vào phân khúc xây dựng giúp bù đắp lại việc doanh thu từ xi măng dân dụng giảm 1,2% (do nhu cầu tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long giảm) nên tổng sản lượng bán ra của HT1 vẫn tăng 6,4%. Chúng tôi cũng xin lưu ý là HT1 tăng trưởng nhanh hơn mức trung bình của thị trường

Hình 15: Sản lượng bán ra của HT1 tăng chủ yếu nhờ phân khúc xây dựng

9 tháng đầu 2013	Cá nhân	Xây dựng	Tổng cộng
Nam Bộ, Nam Trung Bộ và Tây Nguyên	+1,4%	+17,1%	+4,1%
<b>HT1 tại Nam Bộ, Nam Trung Bộ và Tây Nguyên</b>	<b>-1,2%</b>	<b>+115,2%</b>	<b>+6,4%</b>
Đông Nam Bộ	+3,6%	+19,1%	+8,1%
<b>HT1 tại Đông Nam Bộ</b>	<b>+4,2%</b>	<b>+121,1%</b>	<b>+14,8%</b>

Nguồn: HT1

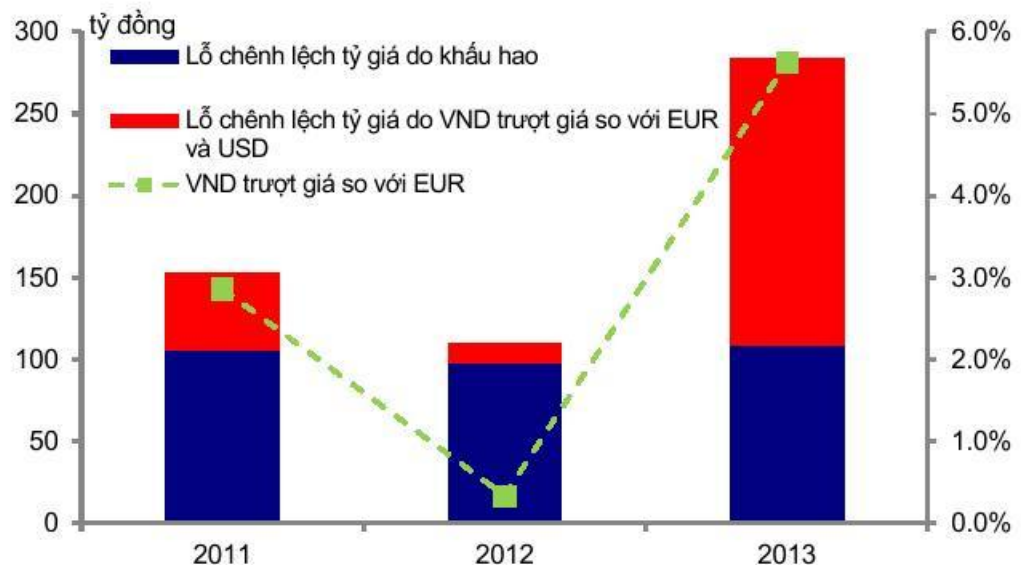
**HT1 thâm nhập phân khúc xây dựng bằng cách nào? – Câu trả lời là VICEM.** Kể từ năm 2013, HT1 bắt đầu cung cấp xi măng cho nhiều dự án có vốn ODA của Nhật Bản. Trước đó, Nhà máy xi măng Nghi Sơn là nhà cung cấp chính cho các dự án này vì Nghi Sơn là công ty liên doanh giữa hai công ty xi măng của Nhật Bản (Taiheiyo Cement Corporation và Mitsubishi Materials Corporation) và VICEM. Tuy nhiên, Nghi Sơn hiện đang rơi vào tình trạng hoạt động quá công suất trong khi việc xây dựng nhà máy xi măng mới cần đến 2-3 năm và bị Quyết định 1488 hạn chế. Vì vậy, là công ty con duy nhất của VICEM hoạt động tại khu vực phía Nam, HT1 đã thay thế hoặc cùng với Nghi Sơn cung cấp xi măng cho các dự án này.

## Tình hình tài chính 2013

### Kết quả tài chính 2013 cho thấy thị trường đang phục hồi

HT1 báo cáo doanh thu năm 2013 đạt 6.369 tỷ đồng (tăng 9,4% so với năm 2012) và LNST đạt 3 tỷ đồng (giảm 72,6%). Doanh thu tăng chủ yếu nhờ sản lượng bán ra tăng, trong đó doanh thu từ xi măng tăng 5% và doanh thu từ clinker tăng 165%. Điều này không gây ngạc nhiên do lĩnh vực BĐS hiện đang phục hồi. Trong khi đó, LNST thấp là do chi phí lãi vay lên đến 773 tỷ đồng (giảm 6%) và lỗ chênh lệch tỷ giá 270 tỷ đồng (tăng 148%) dù lợi nhuận từ hoạt động tăng 19,5% lên 1.014 tỷ đồng. Lỗ chênh lệch tỷ giá tăng mạnh do tiền đồng Việt Nam mất giá khoảng 6% so với đồng Euro.

Hình 16: Lỗ chênh lệch tỷ giá tăng mạnh trong năm 2013 do tiền đồng Việt Nam mất giá mạnh so với đồng Euro

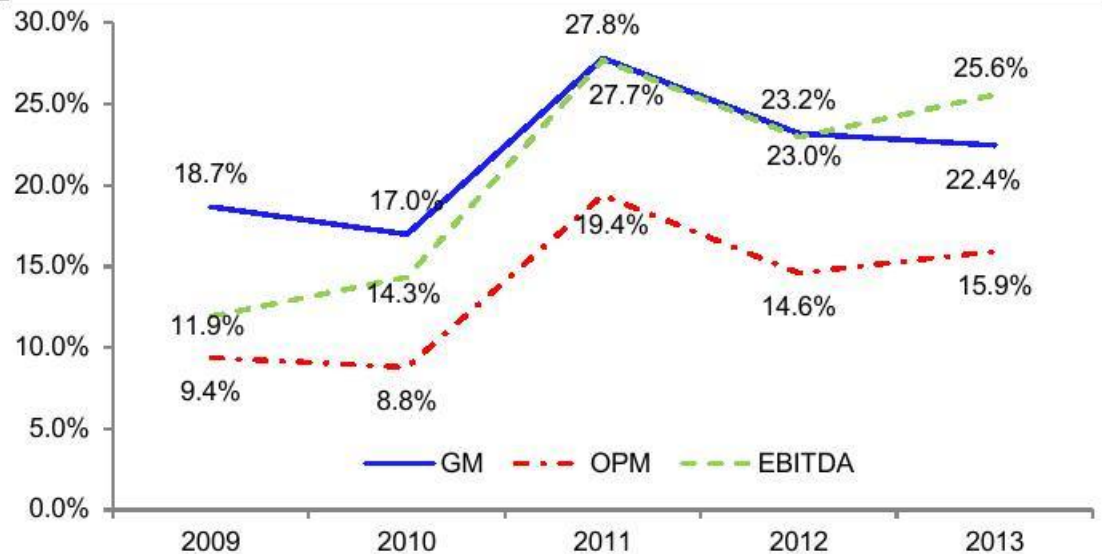


Nguồn: HT1, ước tính của VCSC



Năm 2013, biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ 0,8% do giá bán xi măng giảm 5%. Tuy nhiên, biên lợi nhuận từ hoạt động và biên EBITDA tăng lần lượt 1,3% và 2,4% nhờ chi phí bán hàng giảm 23% so với năm 2012 (chủ yếu do chiết khấu và chi phí khuyến mãi giảm).

Hình 17: Biên lợi nhuận từ hoạt động và biên EBITDA bắt đầu phục hồi trong năm 2013

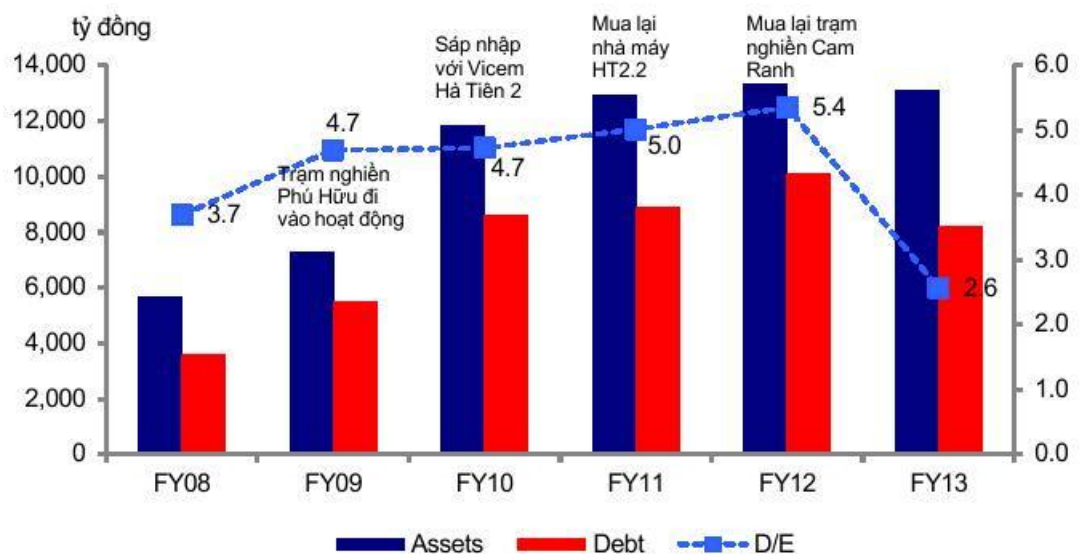


Nguồn: HT1

### HT1 hiện không có kế hoạch M&A và đầu tư; giảm bớt áp lực lên dòng tiền

**HT1 hoàn tất thêm một giai đoạn trong việc mở rộng trong năm 2013.** Sau khi xây dựng xong Nhà máy Phú Hữu tại Quận 9, TP. HCM để chuẩn bị cho việc di dời hoạt động sản xuất từ Trạm nghiền Thủ Đức vào năm 2017, HT1 không hề đưa ra ý định xây dựng thêm nhà máy trong vòng 5 năm tới. Công ty cũng không lên kế hoạch M&A nào trong giai đoạn 2014-2018 dù việc hợp nhất trong lĩnh vực này vẫn đang diễn ra. Vì vậy, áp lực dòng tiền sẽ giảm trong 5 năm tới, tạo cơ hội cho HT1 giảm đòn bẩy.

Hình 18: M&A và mở rộng cơ sở tài sản khiến đòn bẩy tăng mạnh



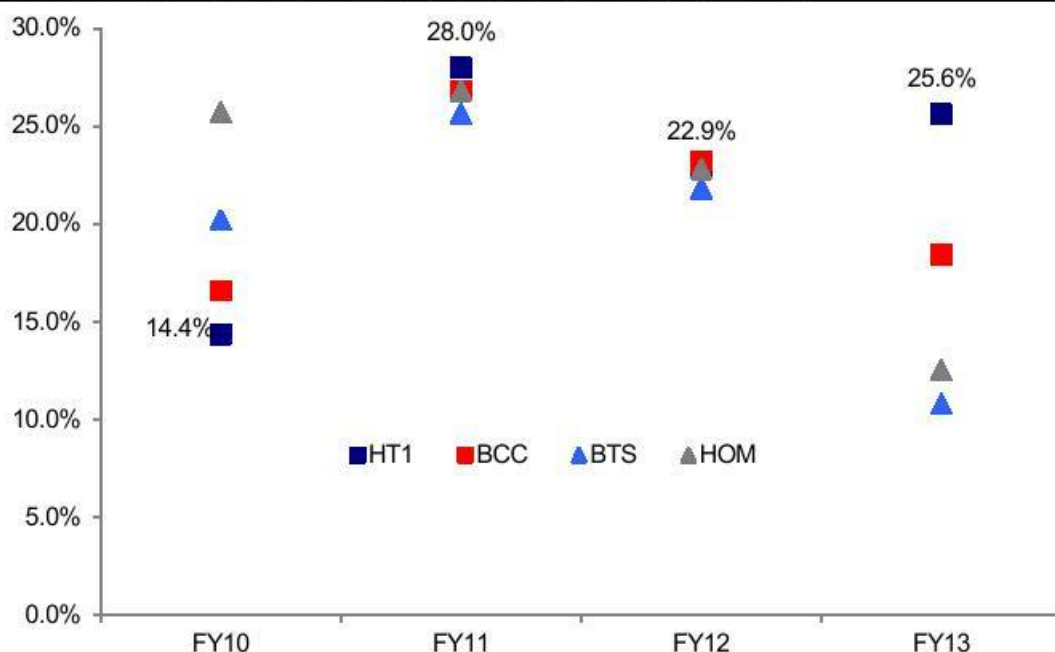
Nguồn: HT1

**Các hoạt động đầu tư khiến nợ của HT1 tăng hơn 50% trong giai đoạn 2009-2012.** Từ năm 2009, Chính phủ đã khuyến khích hợp nhất công suất trong ngành xi măng để giải quyết vấn đề dư cung. Vì vậy, trong giai đoạn này, HT1 đã hợp nhất với VICEM Hà Tiên 2 (HT2) trong năm 2010, mua lại nhiều trạm nghiền, trong đó có Trạm nghiền Long An (2010), HT2.2 (2011), và Cam Ranh (2012). Hơn nữa, HT1 đã tăng công suất bằng cách xây dựng trạm nghiền Phú Hữu và Nhà máy Bình Phước. Các hoạt động M&A này, cùng với việc thị trường đi xuống, đã khiến nợ của HT1 tăng từ 3.600 đồng trong năm 2008 lên 10.093 tỷ đồng năm 2012.

**Các khoản nợ này khiến HT1 chịu lỗ lớn từ chênh lệch tỷ giá vì 50% nợ của công ty được vay từ nước ngoài.** Các khoản vay bằng đồng Euro do Societe Generale và Credit Agricole cấp cho các dự án Nhà máy Bình Phước và HT2.2 khiến HT1 lỗ gần 500 tỷ đồng từ chênh lệch tỷ giá trong năm 2010 do đồng nội tệ giảm giá mạnh so với đồng Euro. Bộ Tài chính cho phép HT1 ghi nhận khoản lỗ này vào bảng cân đối kế toán và khấu hao trong vòng 5 năm, từ năm 2011-2015. Hơn nữa, biến động của tỷ giá EUR/VND từ năm 2011 đã khiến HT1 tiếp tục lỗ chênh lệch tỷ giá, đặc biệt là các năm 2011 và 2013.

Các hoạt động này khiến HT1 nợ và lỗ lớn từ chênh lệch tỷ giá nhưng cũng mang lại nhiều lợi thế cho công ty như đã trình bày trên đây, đặc biệt là khi ngành công nghiệp xi măng đang phục hồi. Biên EBITDA của HT1 cải thiện mạnh, phần nào cho thấy tác động tích cực của các hoạt động đầu tư này. Năm 2010, biên EBITDA của HT1 là 14,4%, thấp hơn so với BTS, BCC và HOM. Tuy nhiên, năm 2013, con số này đã tăng mạnh lên 25,6% và HT1 dẫn đầu nhóm này.

Hình 19: So sánh niên EBITDA của HT1 với các công ty xi măng khác



Nguồn: Bloomberg



## Triển vọng 2014-2018

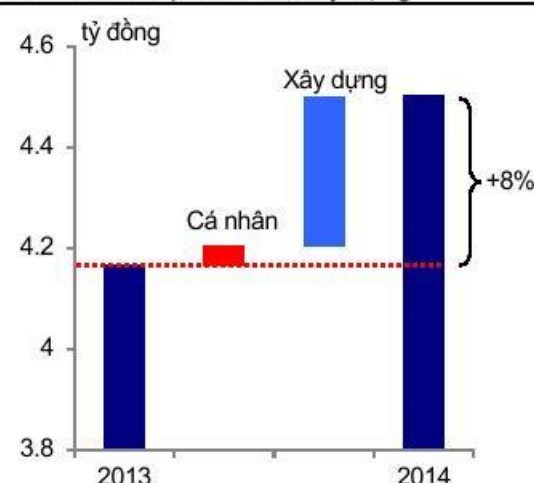
### Thâm nhập phân khúc xây dựng, sản lượng bán ra tăng 8% năm 2014

**Phân khúc xây dựng đóng vai trò chính trong tăng trưởng sản lượng.** Chúng tôi dự báo sản lượng bán ra có thể tăng 8% trong năm 2014, trong đó 89% từ phân khúc xây dựng. Chúng tôi dự đoán sau đó tăng trưởng sẽ đạt 5%, trên cơ sở thị trường xi măng miền Nam năm ngoái tăng trưởng 4,3%, với thị trường BĐS đảo chiều.

Hình 20a: Tăng trưởng doanh thu và sản lượng bán ra của HT1 (2013-2018)



Hình 20b: Dự báo tăng trưởng sản lượng năm 2014 từ phân khúc xây dựng



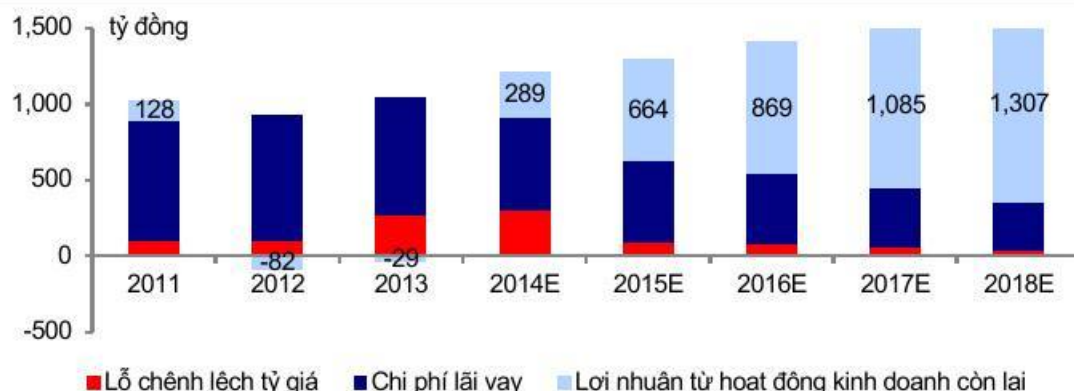
Nguồn: ước tính của VCSC

### Biên lợi nhuận ròng sẽ tăng mạnh: Chuyển đổi và gia hạn nợ

**Chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá lấy đi phần lớn lợi nhuận từ hoạt động.** Dù lợi nhuận ròng của HT1 từ năm 2011 đến nay đều không đáng kể, công ty thực tế đã đạt được lợi nhuận từ hoạt động tại mức cao với biên lợi nhuận hoạt động bình quân đạt 17% từ năm 2011-2013. Nguyên nhân của sự chênh lệch quá lớn giữa lợi nhuận từ hoạt động và lợi nhuận ròng là chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá. Chi phí lãi vay của HT1 thường chiếm đến 80% lợi nhuận từ hoạt động. 20% còn lại là lỗ chênh lệch tỷ giá do khấu hao lỗ chênh lệch tỷ giá và tỷ giá EUR/VND biến động trong ba năm qua.

**Vì vậy, lợi nhuận ròng của HT1 thấp không phải là do hoạt động không hiệu quả.** Trái lại, đây là kết quả của chi phí lãi vay cao và lỗ chênh lệch tỷ giá. Vì vậy, việc các chi phí tài chính này hiện ngày càng giảm sẽ giúp tăng lợi nhuận ròng của HT1.

Hình 21: Lãi suất giảm, hoàn tất khấu hao lỗ chênh lệch tỷ giá sẽ giúp cải thiện biên LN ròng



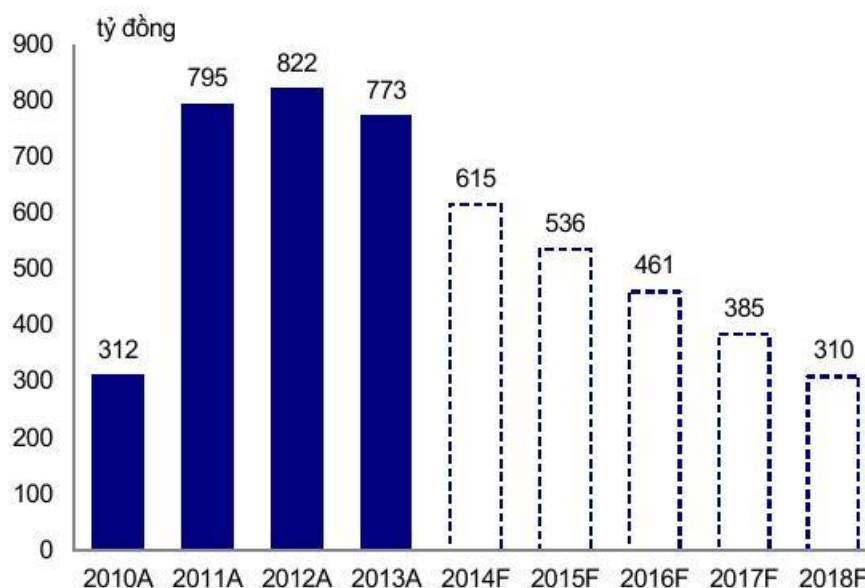
Nguồn: HT1, ước tính của VCSC

Từ năm 2014, chi phí lãi vay của HT1 có thể giảm đến 20% nhờ chuyển đổi nợ và gia hạn nợ

- **Chuyển đổi nợ:** Năm 2013, HT1 đã chuyển đổi 1.200 tỷ đồng nợ VICEM thành cổ phiếu, qua đó tăng số cổ phiếu lưu hành từ 198 triệu lên 318 triệu. Việc chuyển đổi có thể giảm chi phí lãi vay của HT1 80 tỷ/năm.
- **Gia hạn nợ:** 47% nợ dài hạn của HT1 được gia hạn 3-8 năm, như vậy có thể tăng dự trữ tiền mặt của HT1 thêm 200 tỷ đồng/năm. Số tiền này sẽ được dùng để trả nợ ngắn hạn, giảm hơn nữa chi phí lãi vay. Chúng tôi dự báo nợ ngắn hạn sẽ giảm 530 tỷ đồng trong năm 2014 và sau đó giảm trung bình 100 tỷ đồng/năm.

Vì vậy, chúng tôi ước tính chi phí lãi vay của HT1 sẽ giảm 158 tỷ đồng trong năm 2014 và sau đó sẽ giảm trung bình 75 tỷ đồng/năm.

Hình 22: Chi phí lãi vay của HT1 hiện đang giảm



Nguồn: HT1, ước tính của VCSC

## Biên lợi nhuận ròng sẽ tăng mạnh: hoàn tất khấu hao lỗ chênh lệch tỷ giá trong năm 2014

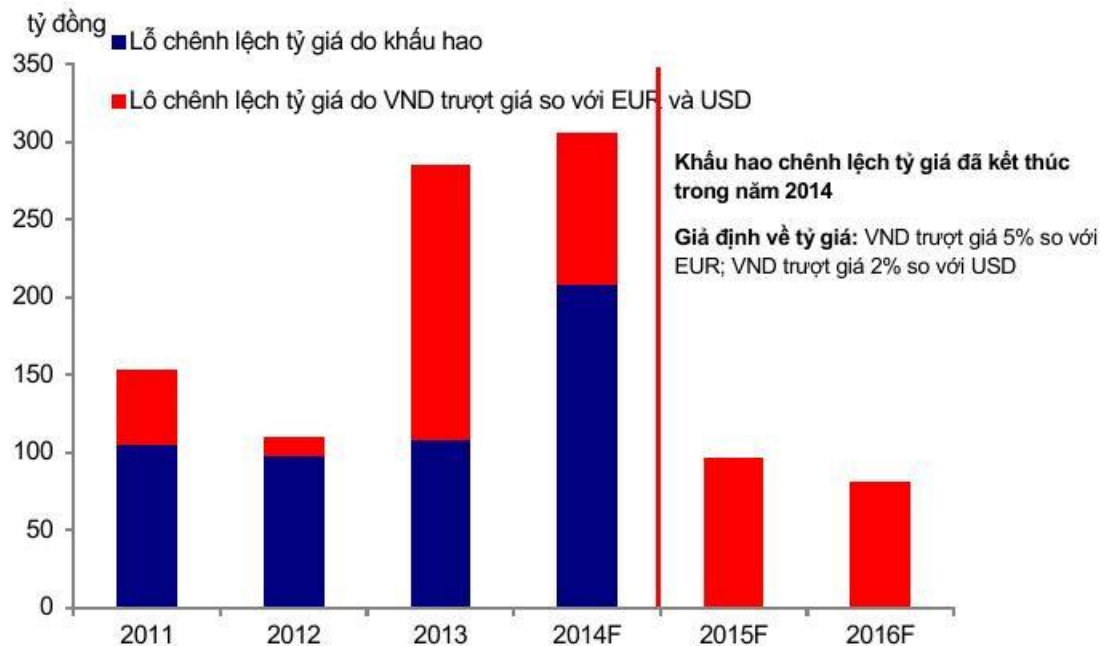
**Hoàn tất khấu hao lỗ chênh lệch tỷ giá sẽ cải thiện biên lợi nhuận ròng.** Việc HT1 vay 91 triệu Euro và 17 triệu USD từ Société Generale để tài trợ dự án Bình Phước và 1.162 tỷ đồng từ Agricole Bank (phần lớn bằng Euro) để tài trợ dự án HT2.2, cùng với việc tiền đồng Việt Nam mất giá mạnh so với đồng Euro trong năm 2010 dẫn đến khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 472 tỷ đồng trên bảng cân đối kế toán năm 2010. Khoản lỗ này được khấu hao trong 5 năm và chúng tôi cho rằng khấu hao sẽ kết thúc trong năm 2014. Vì vậy, từ năm 2015 trở đi, mỗi năm HT1 có thể giảm 100 tỷ đồng lỗ chênh lệch tỷ giá, so với giai đoạn 2011-2013.

**Các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong tương lai dựa trên cơ sở giả định thận trọng đồng nội tệ của Việt Nam mất giá 5% so với đồng Euro và 2% so với USD.** Tuy nhiên, theo dự báo của HSBC và Citibank, tỷ giá EUR/VND sẽ biến động ít hơn trong năm 2014 và 2015. Ngoài ra, chính sách thả nổi có quản lý đối với tỷ giá VND/USD, theo đó việc điều chỉnh tỷ giá được khống chế tại mức 1%-2%, hứa hẹn tính ổn định. Vì 50% nợ của HT1 là bằng ngoại tệ, tỷ giá ổn định là một yếu tố quan trọng giúp cải thiện khả năng sinh lời của HT1.



**Trong Quý 1/2014, HT1 đã ghi nhận 100 tỷ đồng khấu hao lỗ chênh lệch tỷ giá vào lợi nhuận.** Chúng tôi cho rằng HT1 sẽ ghi nhận 100 tỷ đồng khấu hao còn lại trong Quý 2/2014, nghĩa là lỗ từ chênh lệch tỷ giá năm 2014 có thể lên đến 305 tỷ đồng (208 tỷ đồng từ khấu hao và phần còn lại từ giả định đồng nội tệ trượt giá). Vì vậy, từ năm 2015 trở đi, lỗ chênh lệch tỷ giá mà HT1 phải chịu là từ biến động của tỷ giá EUR/VND. Với giả định đồng nội tệ trượt giá 5% so với EUR và 2% so với USD, lỗ chênh lệch tỷ giá năm 2015 chỉ còn 95 tỷ đồng. Việc kết thúc khấu hao giúp đóng góp khoảng 50% tăng trưởng lợi nhuận sau thuế.

Hình 23: Lỗ chênh lệch tỷ giá dựa trên giả định tỷ giá và khấu hao lỗ chênh lệch tỷ giá của chúng tôi

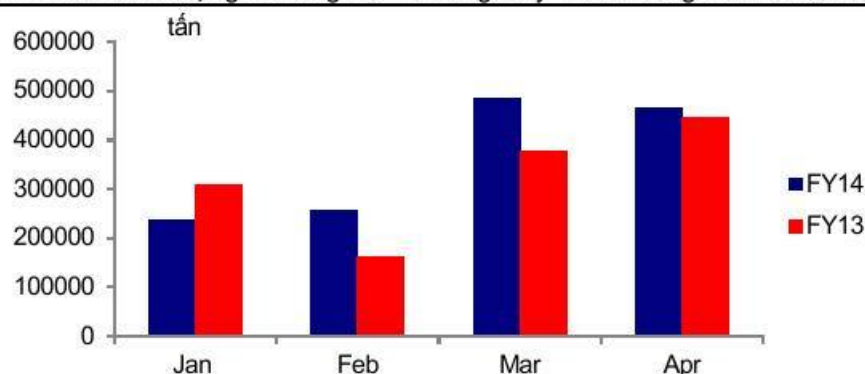


Nguồn: HT1, ước tính của VCSC

### KQLN Quý 1/2014 khẳng định luận điểm tăng trưởng của chúng tôi

**Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh tăng 32%.** Trong báo cáo tài chính chưa kiểm toán Quý 1/2014, HT1 cho biết doanh thu ròng đạt 1.578 tỷ đồng (tăng 37% so với cùng kỳ năm 2013) trong đó sản lượng xi măng bán ra tăng 12%. Sản lượng bán ra tăng nhờ quy mô thị trường lẫn doanh thu từ các dự án xây dựng của HT1 cũng tăng. Biên lợi nhuận từ hoạt động của HT1 vẫn ở mức 16% và HT1 đạt 251 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động (tăng 32% so với cùng kỳ). Các con số khẳng định luận điểm của chúng tôi là việc tiêu thụ xi măng đang phục hồi và HT1 có tăng trưởng cao hơn so với mức trung bình của thị trường.

Hình 24: Sản lượng xi măng bán ra trong Quý 1/2014 tăng 12% so với cùng kỳ năm 2013



Nguồn: HT1

## Định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm và được kết quả giá trị hợp lý của HT1 là 19.300 đồng/cổ phiếu với EPS 2014-2018 có tăng trưởng kép hàng năm là 46%. Tại mức giá hiện tại 12.100 đồng, HT1 hiện đang giao dịch với PER dự phóng 2014 là 17,1 lần và PER 2015 là 7,4 lần.

Tên cơ sở so sánh giá cổ phiếu với các công ty xi măng khác trong khu vực, giá HT1 là khá đắt nếu so sánh PER 2014 của công ty tại mức giá mục tiêu 19.300 đồng với các công ty xi măng khác trong khu vực.

Tuy nhiên, giá trị doanh nghiệp/EBITDA cho thấy HT1 hiện đang giao dịch thấp hơn. Giá trị doanh nghiệp/EBITDA 2014 của HT1 theo giá mục tiêu là 7,1 lần trong khi trung vị của các công ty khác là 10,1 lần. Hơn nữa, vì năm 2014 chỉ là năm khởi đầu của giai đoạn tăng trưởng và năm 2015 HT1 có thể tiết kiệm thêm 200 tỷ đồng do hoàn tất khấu hao lỗ chênh lệch tỷ giá, xem xét các chỉ báo năm 2015 sẽ mang lại cái nhìn chính xác hơn. PER dự phóng 2015 của HT1 với giá mục tiêu giảm xuống 11,8 lần (so với trung vị của các công ty xi măng khác là 18 lần).

Vì vậy, dựa trên cả phương pháp chiết khấu dòng tiền lẫn giá cổ phiếu các công ty con khác, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu HT1 thấp hơn so với giá trị thực và đáng để nhà đầu tư dài hạn mua vào.

### Định giá chiết khấu dòng tiền

Hình 25: Các giả định chiết khấu dòng tiền

Giả định	2014	2015	2016	2017	2018
Lãi suất phụ rủi ro	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Phí bảo hiểm rủi ro	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Chi phí vốn CSH	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%
Chi phí nợ	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Hệ số beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Tỷ lệ nợ	67,2%	59,8%	49,4%	46,1%	39,5%
WACC	11,8%	12,4%	13,2%	13,4%	13,9%



Hình 26: Các giả định biên lợi nhuận và doanh thu

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>6.939</b>	<b>7.383</b>	<b>7.857</b>	<b>8.364</b>	<b>8.905</b>
Tăng trưởng sản lượng bán ra	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Giá tăng	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>23,5%</b>	<b>23,7%</b>	<b>24,0%</b>	<b>24,4%</b>	<b>24,7%</b>
Biên lợi nhuận từ hoạt động	17,4%	17,6%	17,9%	18,3%	18,6%
Biên lợi nhuận ròng	3,2%	7,0%	8,6%	10,1%	11,5%
<b>Biên lợi nhuận EBITDA</b>	<b>27,1%</b>	<b>26,8%</b>	<b>26,7%</b>	<b>26,7%</b>	<b>26,6%</b>

Hình 27: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm

<b>Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền theo nhiều giai đoạn</b>	<b>FCFF</b>
Số năm trong thời gian dự báo	5
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	5.785
Giá trị hiện tại	8.385
<b>Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do và giá trị hiện tại</b>	<b>14.170</b>
Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	207
Nợ ngắn và dài hạn	8.224
<b>Equity value including minority interest</b>	<b>6.153</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	318
<b>Giá cổ phiếu</b>	<b>19.351</b>

### So sánh

Mã	Công ty	GTVH (triệu USD)	FY14 PER (x)	FY15 PER (x)	FY14 EV/EBITD A (x)	FY15 EV/EBITD A (x)	PBR (x)	EBITDA 12 tháng qua (%)
HT1 VN Equity	HATIEN 1 CEMENT JSC	168,0	15,7	6,8	5,7	4,8	1,0	25,6
SCCC TB Equity	SIAM CITY CEMENT PUB CO LTD	3.016,3	18,1	17,1	12,5	11,8	4,6	23,9
TPIPL TB Equity	TPI POLENE PUBLIC CO LTD	808,0	19,5	17,7	7,5	6,8	0,5	10,2
LMC MK Equity	LAFARGE MALAYSIA BHD	2.475,2	20,1	18,8	11,2	10,6	2,5	22,5
TC MK Equity	TASEK CORP BHD	563,6	18,4	18,2	9,1	8,8	2,0	23,4
	<b>Trung bình</b>	<b>1.715,8</b>	<b>19,0</b>	<b>18,0</b>	<b>10,1</b>	<b>9,5</b>	<b>2,4</b>	<b>20,0</b>
	<b>Trung vị</b>	<b>1.641,6</b>	<b>19,0</b>	<b>18,0</b>	<b>10,1</b>	<b>9,7</b>	<b>2,3</b>	<b>23,0</b>



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Dương Mỹ Thanh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc 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

### 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

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

**CV cao cấp,** Ngô Bích Vân

**CV PTKT cao cấp,** Nguyễn Thế Minh

**Chuyên viên,** Nguyễn Quốc Hòa

**Chuyên viên,** Đặng Văn Pháp

**Chuyên viên,** Văn Đình Vỹ

**Chuyên viên,** Dương Mỹ Thanh

**Chuyên viên,** Nguyễn Hồng Quang

**Chuyên viên,** Ngô Đăng Quế

**Chuyên viên,** Nguyễn Thị Anh Đào

**Chuyên viên,** Trần Minh Đức

**Chuyên viên,** Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& Cá nhân nước ngoài*

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

## Phòng Môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

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

### Hà nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

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