

CÔNG TY CỔ PHẦN XI MĂNG HÀ TIÊN 1

Thông tin cổ phiếu

Ngày 13.08.2015

Mã	HT1
Ngành	Xi măng
Sàn	HOSE
Giá đóng cửa (VND)	22.000
Vốn hóa thị trường (tỉ đồng)	7.313
KLĐLH	317.952.000
P/E trailing	10,11
P/B	1,71
EPS trailing (đồng)	2.177

- Ngành xi măng 6T đầu năm 2015 có những diễn biến tích cực** nhờ thị trường BĐS ấm lên, sản lượng tiêu thụ tăng 6%/yoy, đạt 47% KH năm. Tuy nhiên, tình trạng mất cân bằng cung cầu xi măng vẫn diễn ra, miền Bắc dư thừa lượng lớn clinker trong khi miền Nam thiếu hụt khiến giá xi măng phía Nam cao hơn đáng kể (15-25%). Nhu cầu tiêu thụ xi măng nội địa được dự báo tiếp tục tăng trưởng với CAGR 5% trong 15 năm tới.
- HT1 là doanh nghiệp có động lực tăng trưởng tốt nhất trong ngành** nhờ (1) vị thế và năng lực sản xuất hàng đầu với 30% thị phần miền Nam và công suất 6,6 triệu tấn xi măng/năm; (2) lợi thế cạnh tranh về nguyên liệu (đủ dùng hơn 30 năm) và vị trí địa lý chiến lược phía Nam; (3) cơ hội lớn từ sự phục hồi mạnh của thị trường BĐS miền Nam.
- HDKD cốt lõi của HT1 đã tăng trưởng mạnh mẽ trong 6T/2015**, DTT hợp nhất đạt 3.663 tỉ đồng (+10,8%/yoy), LNST hợp nhất đạt 396.8 tỉ đồng, gấp 13 lần 6T/2014. Dự báo cả năm 2015, HT1 sẽ tiêu thụ được 5,5 triệu tấn xi măng, đạt 7.640 tỉ đồng DTT và 847 tỉ đồng LNTT. EPS đạt 2.078 đồng.
- Theo 2 phương pháp định giá** so sánh tương đối và chiết khấu dòng tiền FCFF, giá trị hợp lý của cổ phiếu HT1 là **24.787 đồng/cp**. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** HT1 do giá cổ phiếu đã tăng 280% từ 2014 đến nay và hiện đã khá sát giá mục tiêu.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014
TTS (Tỉ đồng)	12.922	13.314	13.120	12.662
Vốn chủ sở hữu (Tỉ đồng)	1.778	1.886	3.197	3.714
Doanh thu thuần (Tỉ đồng)	5.281	5.824	6.369	6.758
%yoy	22,69%	10,28%	9,36%	6,11%
LNST (Tỉ đồng)	-8,94	9,23	2,53	304,93
%yoy	N/A	N/A	-72,59%	11.952%
Nợ/ TTS (%)	0,86	0,86	0,76	0,71
TSLN gộp (%)	27,83%	23,18%	22,45%	19,73%
TSLN ròng (%)	-0,17%	0,16%	0,04%	4,51%
ROAA (%)	-0,07%	0,07%	0,02%	2,37%
ROAE (%)	-0,50%	0,50%	0,10%	8,82%
BV (đồng)	8.397	8.949	9.699	11.319
EPS - TTM (đồng)	-45	47	8	959

NỘI DUNG:

- Tổng quan về doanh nghiệp: Trang 02
- Hoạt động kinh doanh: Trang 04
- Sức khỏe tài chính: Trang 07
- Phân tích SWOT: Trang 08
- Triển vọng kinh doanh: Trang 08
- Định giá: Trang 10
- Quan điểm đầu tư: Trang 12
- Phụ lục: Trang 13

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 19

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Trần Quý Tùng
+84 967 233 901
tqtung@vcbs.com.vn

13.08.2015
Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích
VCBS

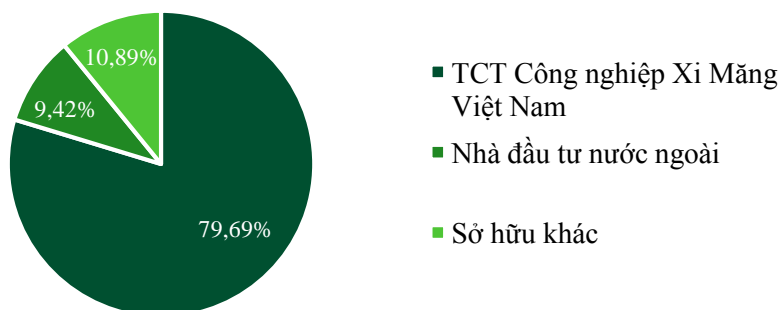
TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Xi măng Hà Tiên 1 tiền thân là Nhà máy Xi măng Hà Tiên, chính thức hoạt động từ năm 1964. Năm 1993, nhà máy được tách thành NMXM Hà Tiên 1 (HT1) và NMXM Hà Tiên 2 (HT2). Năm 2007, công ty chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần. Cuối năm 2009, HT1 và HT2 được sáp nhập lại với nhau. HT1 chuyên sản xuất và kinh doanh Clinker CPC50, clinker bền sulfat; Xi măng PCB40; Xi măng hỗn hợp PCB40; Xi măng MS-PCB40; Xi măng xá và jumbo. Công ty đã cung cấp cho thị trường trên 33 triệu tấn xi măng các loại với chất lượng cao, ổn định, phục vụ các công trình trọng điểm cấp quốc gia, các công trình xây dựng công nghiệp và dân dụng. Sản phẩm của công ty chủ yếu được tiêu thụ tại thị trường miền Nam (chỉ riêng khu vực TP HCM và Đồng Nai chiếm khoảng 65% tổng lượng xi măng tiêu thụ của HT1). HT1 có hơn 2.800 lao động. Tính đến tháng 04/2015, vốn điều lệ của công ty là 3.180 tỉ đồng.

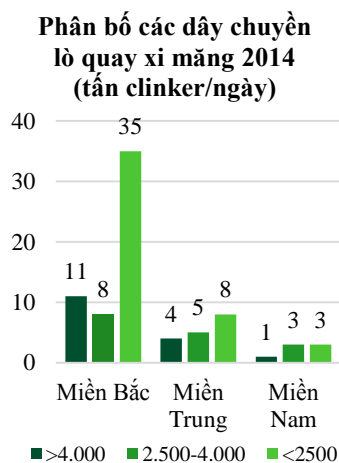
Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông HT1 (tại 13/08/2015)



TCT Công nghiệp Xi Măng Việt Nam là cổ đông lớn nhất, cũng là công ty mẹ của HT1 với tỷ lệ sở hữu là 79,69%. Phần vốn của VICEM được đại diện bởi 6 cá nhân trong HĐQT, với tỷ lệ đại diện từ 10-17% và Trường BKS đại diện 4,69%. Đáng chú ý là NĐT nước ngoài đã tăng tỷ lệ sở hữu tại HT1 từ 2% ngày 1/1/2014 lên mức 9,42% tại ngày 13/8/2015.

Tổng quan ngành kinh doanh



Nguồn: ximang.vn

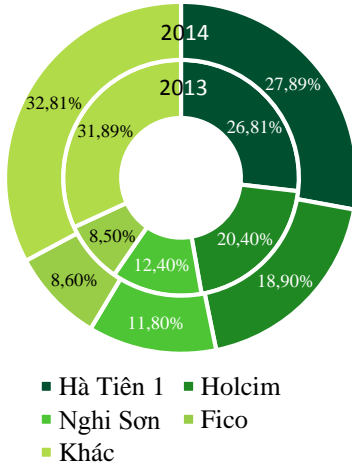
Hoạt động chính của HT1 là sản xuất và kinh doanh xi măng và clinker (chiếm đến 97% doanh thu), ngoài ra HT1 cũng sản xuất các sản phẩm vật liệu xây dựng khác với số lượng nhỏ như cát, gạch và vữa.

Ngành xi măng phân hóa theo đặc thù địa lý từng vùng miền: giá bán xi măng tại miền Nam cao hơn miền Bắc khoảng 25% và cao hơn miền Trung khoảng 15%. Do chi phí vận chuyển cao, các công ty xi măng phải đặt nhà máy gần nguồn cung nguyên liệu và thị trường tiêu thụ. Các mỏ đá vôi - nguyên liệu chính của sản xuất xi măng tập trung chủ yếu ở miền Bắc và Bắc Trung Bộ, dẫn đến tình trạng dư cung lớn ở các địa bàn này, trong khi nguồn cung clinker tại chỗ của miền Nam chỉ đáp ứng khoảng 60% nhu cầu.

Ngành xi măng phụ thuộc nhiều vào thị trường bất động sản và các dự án hạ tầng : ngành đã trải qua giai đoạn khó khăn 2011-2013 do thị trường BĐS bị đóng băng, đầu tư công bị cắt giảm, trong khi số nhà máy mới tăng mạnh dẫn đến chênh lệch cung cầu lớn. Tuy nhiên, ngành đã có những dấu hiệu hồi phục từ năm 2014. Hàng tồn kho được giải quyết nhờ đẩy mạnh xuất khẩu (cho dù giá bán xuất khẩu thấp hơn trong nước 15-25%).

Vị thế năng lực

Thị phần xi măng thị trường phía Nam (2013-2014)



Nguồn: BCTN HT1

HT1 chiếm lĩnh khoảng 30% thị phần xi măng miền Nam với năng lực sản xuất 6,6 triệu tấn/năm (công suất thiết kế). Công ty sở hữu mạng lưới 2 nhà máy, 4 trạm nghiền tại các vị trí chiến lược của miền Nam.

Lợi thế cạnh tranh của HT1 là chi phí sản xuất thấp nhờ (1) liên tục đầu tư dây chuyền công nghệ mới trong giai đoạn 2007-2012 và (2) sở hữu nguồn nguyên liệu dồi dào thứ 2 miền Nam (sau Holcim Việt Nam).

HT1 có thị phần tiêu thụ nội địa dẫn đầu cả nước và miền Nam: Công ty Cổ phần Xi măng Hà Tiên 1 là công ty con lớn nhất của Tổng công ty xi măng Việt Nam (Vicem), có thị phần 9,11% trên cả nước và 27,89% tại thị trường Miền Nam (2014). Thị trường của công ty chủ yếu tập trung tại khu vực phía Nam, từ Bình Định đến Cà Mau. Trong năm 2014, công ty tiêu thụ được 4,64 triệu tấn xi măng nội địa, dẫn đầu cả nước.

Năng lực sản xuất lớn nhất VICEM: HT1 đang sở hữu 3 dây chuyền sản xuất clinker công nghệ lò quay, một dây chuyền đặt tại Nhà máy Xi măng Bình Phước (6.000 tấn/ngày) và hai tại Nhà máy Xi măng Kiên Lương (3.000 và 3.300 tấn/ngày). Tổng công suất nung clinker đạt khoảng 4 triệu tấn/năm (đứng thứ 2 cả nước sau The Vissai, đứng đầu các công ty thành viên VICEM) và công suất nghiền xi măng 6,6 triệu tấn/năm. Tuy nhiên, HT1 có khả năng vận hành các dây chuyền đạt 120-125% công suất thiết kế khi cần thiết.

Mạng lưới trạm nghiền và hệ thống phân phối rộng khắp miền Nam: 4 trạm nghiền của HT1 được đặt tại các vị trí chiến lược tại khu vực Nam Bộ. HT1 hiện đang phân phối xi măng ngay tại các trạm nghiền và qua 55 nhà phân phối, tập trung chủ yếu ở Khu vực Đông Nam Bộ và Tây Nam Bộ.

Cơ sở	Năm hoàn thiện - Vốn đầu tư	C/suất Clinker (tấn/năm)	C/suất Xi măng (tấn/năm)
Nhà máy Kiên Lương (Kiên Giang)	HT2.1 (1964) HT2.2 (2012) - 160 triệu USD	2.200.000	1.200.000
Nhà máy Bình Phước (Bình Phước)	2010 - 270 triệu USD	1.760.000	1.000.000
Trạm nghiền Phú Hữu (Quận 9, TP. HCM)	2008		2.000.000
Trạm nghiền Thủ Đức (TP. HCM)	1964		1.400.000
Trạm nghiền Long An (Long An)	2009		500.000
Trạm nghiền Cam Ranh (Khánh Hòa)	2011 - 26 triệu USD		500.000
Tổng sản lượng		3.960.000	6.600.000

Nguồn: Hà Tiên 1

HT1 có lợi thế lớn về chi phí sản xuất nhờ công nghệ hiện đại và nguồn nguyên liệu dồi dào: HT1 đang khai thác 4 mỏ đá vôi với tổng trữ lượng 100 triệu tấn, và hiện đang quy hoạch mỏ Thanh Lương (Bình Phước) 80 triệu tấn, nguồn nguyên liệu này dù ít hơn Holcim Việt Nam nhưng có thể giúp công ty đủ khả năng tự sản xuất clinker phục vụ nghiền xi măng trong hơn 30 năm. Ngoài ra, 2 dây chuyền mới của HT1 sử dụng công nghệ châu Âu có thể dùng rác thêm vào nguyên liệu đốt. Do đó, chi phí sản xuất clinker của HT1 chỉ 800.000 đồng/tấn, rẻ hơn đến 20% so với clinker nhập từ VICEM hay nước

ngoài. Chi phí nguyên vật liệu của HT1 chỉ chiếm khoảng 76% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của công ty.

HT1 là nhà sản xuất xi măng có kinh nghiệm và uy tín hàng đầu tại Việt Nam: Với lịch sử cung ứng xi măng tại thị trường miền Nam hơn 50 năm, HT1 đã ghi dấu ấn trên thị trường với các sản phẩm chất lượng cao (PCB40) được tin dùng cho các công trình xây dựng lớn, do vậy giá bán xi măng của HT1 luôn cao hơn các sản phẩm khác trên thị trường miền Nam khoảng 1-5%.

So sánh với DN trong ngành

Mã CK	TTS (tỷ đồng)	VCSH (tỷ đồng)	TSLN gộp (ttm)	TSLN ròng (ttm)	Nợ/ TTS	ROA (ttm)	ROE (ttm)
HT1	12.449	4.085	21,01%	9,73%	0,67	5,48%	18,14%
BCC*	5.363	1.574	20,52%	6,53%	0,70	4,98%	19,94%
BTS	4.419	1.240	21,31%	8,71%	0,72	5,80%	23,00%
HOM	1.952	890	16,38%	2,72%	0,54	2,45%	5,33%
QNC*	2.120	214	10,80%	1,17%	0,89	0,58%	5,96%
SCJ	540	294	12,83%	5,68%	0,46	3,46%	6,57%
HVX	1.126	411	12,15%	-0,24%	0,64	-0,18%	-0,49%
Trung bình	3.996	1.244	16,43%	4,90%	0,66	3,22%	11,21%

Nguồn: VCBS tổng hợp, * là DN chưa công bố BCTC Quý 2/2015

Có 12 doanh nghiệp xi măng đang niêm yết trên 2 sàn, trong đó HT1 giữ vị trí số 1 về quy mô Tổng tài sản, vốn CSH và vốn hóa thị trường. HT1 nằm trong nhóm 3 công ty có biên LN gộp cao nhất trong ngành, đạt 21,01% (ttm Q2/2015). Tuy nhiên, do HT1 áp dụng Thông tư 200 từ Q1/2015 nên trên thực tế, TSLN gộp của HT1 cao hơn đáng kể các công ty khác, ước đạt 22,25% theo chuẩn mực kế toán cũ. Các chỉ số tài chính khác của HT1 đều thuộc top đầu các công ty xi măng niêm yết.

Tuy nhiên, đối thủ cạnh tranh chính của HT1 là các công ty xi măng lớn không niêm yết. Holcim Việt Nam và Fico có nhà máy tại miền Nam, thì Nghi Sơn vận chuyển xi măng từ nhà máy ở Thanh Hóa vào miền Nam tiêu thụ bằng đường biển. Holcim Việt Nam nắm giữ 18,9% thị phần tại miền Nam, sở hữu 1 nhà máy tại Hòn Chông (2 triệu tấn xi măng/năm) và 3 trạm nghiền tại TP. HCM và Vũng Tàu.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

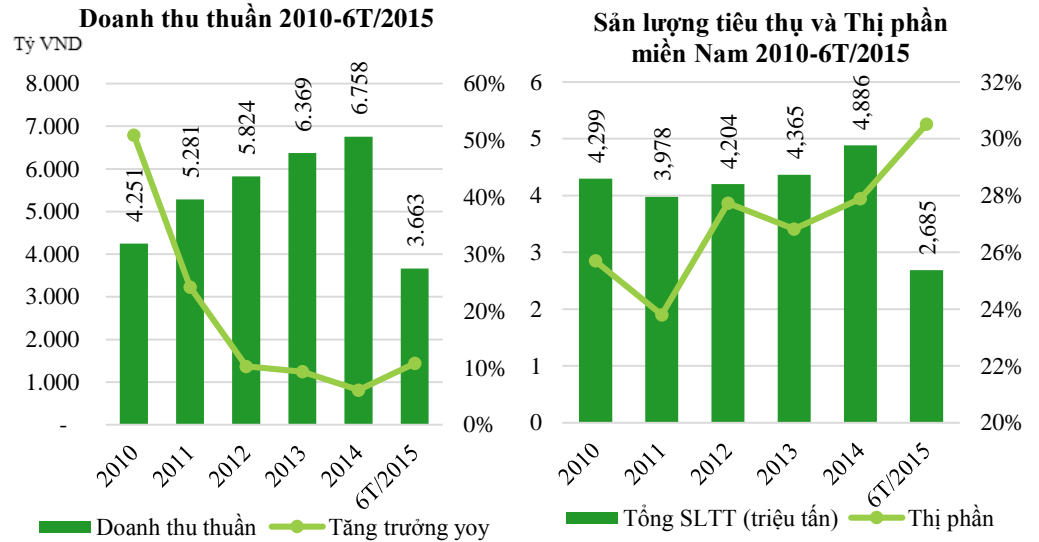
Doanh thu, lợi nhuận

HT1 có doanh thu thuần và thị phần tăng trưởng khá tốt ngay cả trong giai đoạn khó khăn 2011-2013 của ngành xi măng.

Doanh thu thuần và thị phần của HT1 tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2010-2014.

Trong bối cảnh khó khăn của ngành xi măng giai đoạn 2011-2013 thì tốc độ tăng trưởng doanh thu của HT1 dù giảm nhưng luôn cao hơn nhiều tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ của thị trường miền Nam và cả nước, đạt CAGR 12,3% giai đoạn 2010-2014. Sản lượng tiêu thụ xi măng Hà Tiên cũng liên tục tăng từ năm 2011 đến nay, do vậy thị phần tiêu thụ xi măng của HT1 giai đoạn này được cải thiện đáng kể và đạt 27,89% năm 2014.

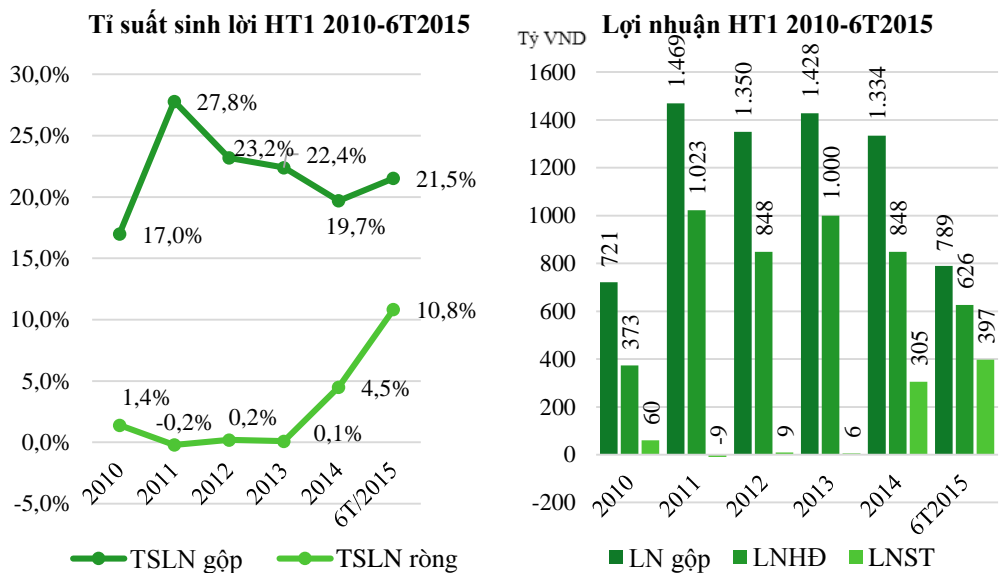
HT1 luôn duy trì một lượng lớn vay nợ dài hạn bằng ngoại tệ từ năm 2009 do đầu tư nhà máy Bình Phước, cụ thể là đồng Euro, hiện nay công ty vẫn còn nợ hơn 70 triệu Euro. Do vậy, chúng tôi phân tích cả lợi nhuận gộp và lợi nhuận hoạt động (LNHD) của HT1 để thấy rõ sự thay đổi trong hoạt động kinh doanh chính của công ty.



Nguồn: VCBS tổng hợp

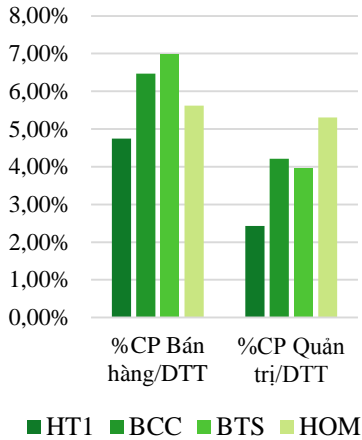
LN gộp và LNHD của HT1 tăng mạnh năm 2011 sau khi sáp nhập với HT2 (năm 2010) nhờ cộng hưởng được với quy mô và lợi thế về mỏ nguyên liệu đá vôi của HT2. Trong giai đoạn khó khăn 2011-2013, HT1 dù vẫn giữ được mức LN gộp và LNHD cao, nhưng LNST sụt giảm mạnh, đạt gần như không đáng kể so với quy mô của công ty. Nguyên nhân dẫn đến tình trạng này là do:

Tuy nhiên, chi phí tài chính (chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá) đã ăn mòn phần lớn lợi nhuận của HT1 giai đoạn 2011-2013.



Nguồn: VCBS tổng hợp

**So sánh %chi phí/DTT
các DN xi măng niêm yết
(2014)**



Nguồn: VCBS tổng hợp

KQKD của HT1 cải thiện mạnh mẽ trong 6T đầu năm 2015 nhờ nền tảng cơ bản vững vàng được xây dựng qua nhiều năm và các điều kiện kinh doanh như lãi suất, tỉ giá, nhu cầu tiêu thụ đều thuận lợi.

- (1) **Nhu cầu Xi măng nội địa và miền Nam sụt giảm mạnh** do thị trường BĐS đóng băng (Tiêu thụ xi măng miền Nam giảm 7,5% năm 2012) khiến doanh thu HT1 tăng trưởng yếu và biên LN gộp suy giảm.
- (2) **Lãi suất cho vay tăng cao trong khi HT1 luôn trong tình trạng vay nợ khổng lồ** (nợ vay luôn chiếm hơn 60% Tổng TS, nợ dài hạn chiếm đến 70% số nợ) nên HT1 luôn phải trả khoảng 800 tỉ đồng tiền lãi vay mỗi năm, ăn mòn phần lớn lợi nhuận của công ty.
- (3) **HT1 chịu lỗ chênh lệch tỉ giá lớn trong 3 năm 2011-2013** với số lỗ chênh lệch tỉ giá lũy kế giai đoạn này hơn 500 tỉ đồng, riêng năm 2013 lỗ hơn 269 tỉ đồng.

Từ năm 2014, kết quả kinh doanh của HT1 có sự cải thiện mạnh mẽ. Năm 2014, DT và sản lượng tiêu thụ của HT1 đạt lần lượt là 6.758 tỉ (+6,1%) và 4.886 triệu tấn (+11,9%yoy), LNST cũng tăng mạnh 120 lần, đạt 304 tỉ đồng, nhưng chủ yếu là do lãi vay giảm sâu (giảm 250 tỉ) và lãi chênh lệch tỉ giá trước thuế 263 tỉ đồng. Trong khi đó, LN gộp biên giảm do 2 dây chuyền nung clinker phải ngừng hoạt động nhiều ngày để khắc phục sự cố.

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của HT1 tăng trưởng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2015, DTT lũy kế 6T/2015 đạt 3.663 tỉ đồng (+10,8%yoy, đạt 53,9% KH năm), LN gộp và LNHT tăng lần lượt 51,6%yoy và 52,3%yoy, LNST gấp 13 lần cùng kì, đạt 396.8 tỉ đồng, vượt 38% KH năm. Các chỉ số sinh lời của HT1 được cải thiện trong khi tỉ lệ các chi phí trên DTT giảm mạnh. HT1 đạt được kết quả tích cực này là do 3 động lực chính:

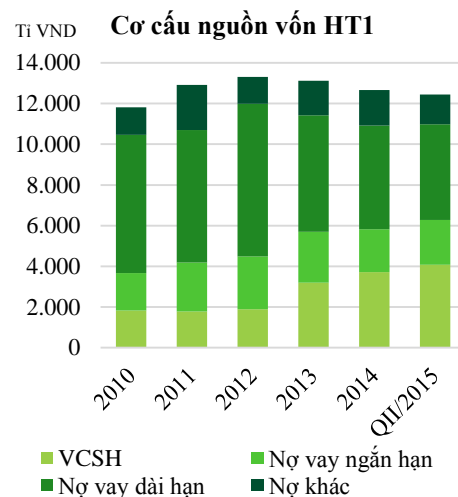
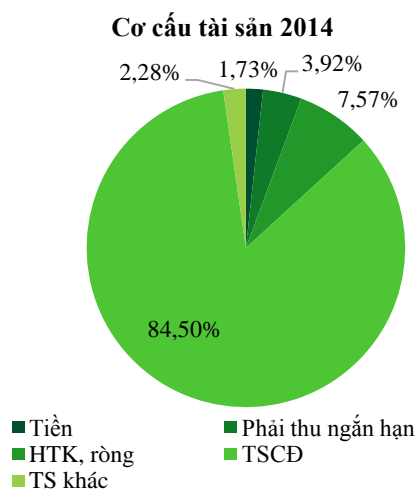
- (1) **Ngành xi măng diễn biến tích cực trong 6T/2015** nhờ sự hồi phục của thị trường BĐS. Sản lượng xi măng tiêu thụ 6 tháng đạt 34,16 triệu tấn (+6%yoy), bằng 47% KH 2015. Trong đó, tiêu thụ nội địa đạt 25,97 triệu tấn (+5%yoy).
- (2) **Thị phần của HT1 được cải thiện:** Thị phần tiêu thụ của HT1 tại thị trường miền Nam trong 6 tháng đầu 2015 ước đạt hơn 30%, sản lượng tiêu thụ xi măng của HT1 đạt 2,685 triệu tấn, trong đó xuất khẩu 119.000 tấn. Nhờ mạng lưới phân phối rộng và uy tín cao nên khi nhu cầu về xây dựng tăng thì xi măng thương hiệu VICEM Hà Tiên bán rất chạy. Ngoài ra, chính sách siết tải trọng vận tải cũng làm giảm khả năng cạnh tranh của xi măng nhập từ miền Bắc và miền Trung vào thị trường phía Nam.
- (3) **HT1 giữ được giá bán và biên LN cao hơn trung bình ngành:** Nguồn cung clinker tại chỗ cho thị trường miền Nam chỉ đáp ứng 60% nhu cầu do hạn chế về trữ lượng đá vôi nên giá bán xi măng tại miền Nam giữ được ở mức cao, xi măng PCB40 của HT1 được bán cho các đại lý với giá khoảng 1.300.000 đồng/tấn, cao hơn nhiều so với mức giá tại miền Bắc và miền Trung. Ngoài ra, HT1 cũng không chịu áp lực xuất khẩu để giải phóng hàng tồn kho như các công ty xi măng khác.
- (4) **Chi phí tài chính giảm mạnh:** Mặt bằng lãi suất cho vay và giá đồng Euro tiếp tục suy giảm giúp HT1 giảm được 55 tỉ đồng chi phí lãi vay và ghi nhận 93 tỉ đồng lãi chênh lệch tỉ giá.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Cơ cấu tài sản – nguồn vốn

Công ty mẹ VICEM có vai trò lớn trong việc giúp HT1 giải tỏa gánh nặng nợ vay.

Do đặc thù ngành, tài sản cố định luôn chiếm khoảng 80% tổng tài sản của HT1, chủ yếu là các nhà máy, trạm nghiền của công ty. Tuy nhiên, do tuổi thọ sử dụng của nhà xưởng, máy móc lên tới hàng chục năm nên chi phí khấu hao hàng năm của HT1 không quá lớn. Trong cơ cấu nguồn vốn của HT1, tỉ trọng nợ vay cả ngắn và dài hạn của HT1 là rất lớn. Nhờ có VICEM hoán đổi công nợ thành vốn góp năm 2013 nên HT1 đã xóa được một khoản 1.200 tỉ đồng nợ dài hạn, giúp công ty cải thiện cơ cấu vốn.

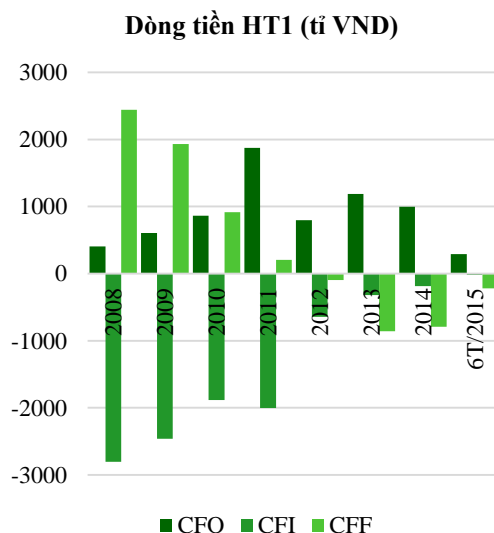
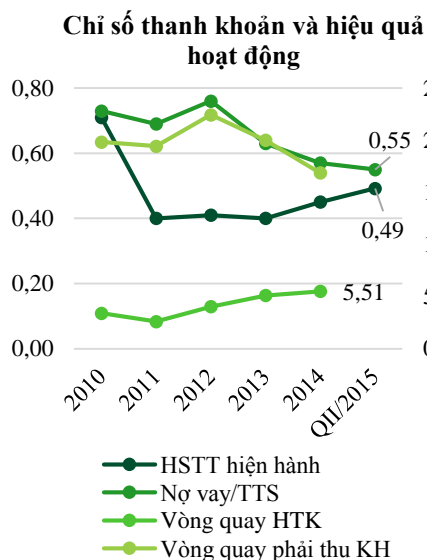


Nguồn: VCBS tổng hợp

Khả năng thanh toán – Hiệu quả hoạt động

Khả năng thanh toán của HT1 được cải thiện rõ rệt dù vẫn chưa thật sự an toàn.

Các chỉ số khả năng thanh toán và nợ vay của HT1 dù đã được cải thiện đáng kể nhưng vẫn tương đối tiêu cực. Chỉ số thanh toán hiện hành luôn thấp hơn 0.5 từ 2011 trong khi nợ vay hiện chiếm tới 55% tổng TS. Điểm sáng là vòng quay HTK được cải thiện cho thấy HT1 bán hàng nhanh hơn trong khi vòng quay khoản phải thu luôn ở mức cao.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Phân tích dòng tiền

HT1 đang dần cân đối được dòng tiền, phục vụ mục tiêu giảm nợ dài hạn.

Do phải đầu tư xây dựng Nhà máy Bình Phước (2010), Trạm nghiền Long An (2009), Trạm nghiền Cam Ranh (2011) và dây chuyền 2 Nhà máy Kiên Lương (2012) nên HT1 phải chi đến 9.750 tỉ đồng đầu tư vốn (CAPEX) trong giai đoạn 2008-2012, mà được tài trợ phần lớn bởi nợ vay dài hạn do vốn tự có không đủ. Tuy nhiên, nhờ có dòng tiền dương ổn định từ hoạt động kinh doanh, HT1 bắt đầu ngừng đi vay ròng và thực hiện giảm nợ từ năm 2012 đến nay. Với tiến độ trả nợ như hiện nay thì HT1 sẽ mất từ 4-5 năm mới trả hết được các khoản nợ dài hạn.

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> Vị thế và uy tín đầu ngành xi măng, chiếm lĩnh thị phần lớn thị trường miền Nam. Sở hữu mỏ đá vôi lớn nên có khả năng tự chủ về đầu vào. Công nghệ sản xuất tương đối hiện đại, sản phẩm có chất lượng cao. Mạng lưới nhà máy, trạm nghiền, đại lý trải rộng và nằm ở các vị trí chiến lược. 	<ul style="list-style-type: none"> Khả năng thanh toán thấp, tỉ lệ nợ vay dài hạn còn rất lớn. Dây chuyền HT2.1 và TN Thủ Đức có công nghệ lỗi thời, năng suất thấp, chi phí sửa chữa cao. Chuỗi giá trị xi măng chưa hoàn thiện, chưa có thị phần cao trong lĩnh vực bê tông trộn sẵn.
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> Nhu cầu xi măng tăng trưởng nhờ thị trường BĐS và Xây dựng hồi phục. Đồng Euro vẫn chịu áp lực suy yếu do triển vọng EU chưa hết tiêu cực. Giá bán xi măng tại miền Nam cao do nhu cầu lớn hơn cung của vùng. Lãi suất cho vay giảm so với các năm trước. 	<ul style="list-style-type: none"> Nhu cầu xi măng nội địa vẫn thấp hơn lượng cung gần 30 triệu tấn. Lãi suất cho vay, tỉ giá Euro có thể tăng nhẹ trở lại. Trữ lượng đá vôi tại các mỏ của HT1 và miền Nam có giới hạn. Điện, than (chiếm 50% chi phí sản xuất clinker) chịu áp lực tăng giá.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH

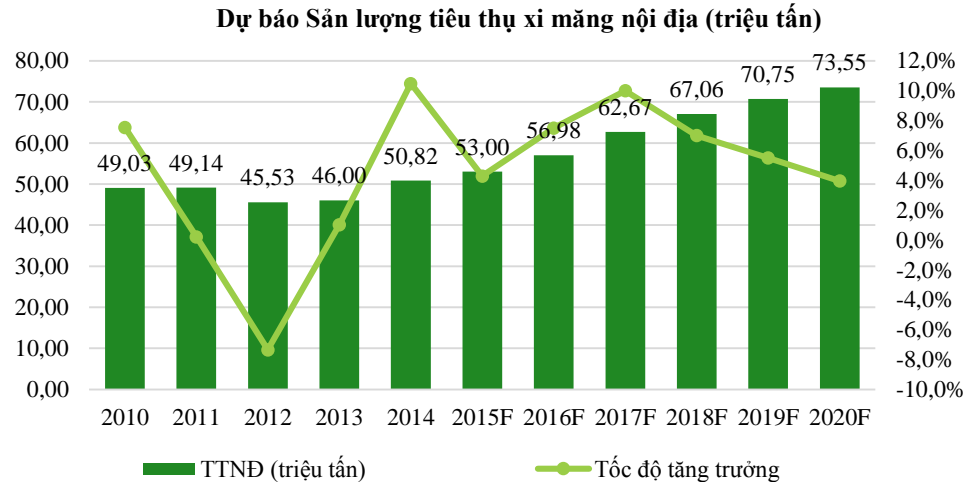
Triển vọng ngành

Ngành xi măng Việt Nam tiếp tục ở trong tình trạng dư cung kéo dài cho nhu cầu tiêu thụ được dự báo tăng trưởng khả quan. Tình trạng thiếu clinker của miền Nam

Ngành xi măng được dự báo tăng trưởng trong ít nhất 2 năm tới do sự hồi phục của thị trường BĐS: với những chính sách kích cầu BĐS mới của Chính phủ (Thông tư 32 và Thông tư 36) và đặc biệt là Luật Nhà ở sửa đổi sẽ làm tăng nhu cầu Bất động sản phân khúc cao cấp và các sản phẩm xi măng chất lượng cao (PCB40), mà đáng chú ý nhất là dự án sân bay Long Thành và KĐT Vinhomes Tân Cảng (tổng vốn đầu tư lên đến 30.000 tỉ đồng) mới được khởi công tại TP. HCM.

khó có thể giải quyết nên giá bán xi măng tại đây vẫn sẽ duy trì cao hơn các khu vực khác.

Bộ Xây dựng dự báo trong năm 2015, tổng sản lượng tiêu thụ xi măng đạt khoảng 71-73 triệu tấn, tăng trưởng 4-7%, trong đó tiêu thụ nội địa đạt 52-53 triệu tấn. Công suất thiết kế sẽ được nâng lên 89,5-91,2 triệu tấn/năm nhờ các dự án Công Thanh 2 (3,6 triệu tấn/năm), Sông Lam 2 (0,6 triệu tấn/năm) sẽ được đi vào vận hành.



Nguồn: Stoxplus & VCBS

3 dự án nhà máy clinker-xi măng lớn sẽ đưa vào vận hành trong giai đoạn 2017-2018 góp thêm 14 triệu tấn xi măng mỗi năm, gồm dự án xi măng Xuân Thành (4,5 triệu tấn/năm), Thành Thắng (2,3 triệu tấn/năm) và Sông Lam 1 (7,2 triệu tấn/năm). Cả 3 dự án đều ở miền Bắc và miền Trung. Sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa được dự báo tăng trưởng bình quân 5% mỗi năm trong vòng 15 năm tới và sẽ đạt đến điểm cân bằng với nguồn cung vào năm 2026 (theo Stoxplus). Miền Nam sẽ tiếp tục thiếu hụt nguồn cung clinker tại chỗ trong nhiều năm tới.

Triển vọng doanh nghiệp

HT1 có khả năng duy trì vị thế dẫn đầu tại thị trường miền Nam. Tuy nhiên công ty chưa có kế hoạch mở rộng năng lực đáng kể sản xuất trong vòng 4 năm tới.

HT1 là doanh nghiệp xi măng được hưởng lợi nhiều nhất từ thị trường BDS do có vị trí chiến lược tại miền Nam. (1) Theo CBRE, thị trường BDS tại TP. HCM giao dịch sôi động hơn tại Hà Nội. Đây là một dấu hiệu cho thấy nhu cầu xi măng tại khu vực Đông Nam Bộ, địa bàn thế mạnh của HT1 đang tăng trưởng nhanh hơn so với toàn ngành. (2) Xi măng tại miền Nam vẫn sẽ giữ được giá bán cao do tình trạng thiếu hụt clinker.

HT1 có khả năng duy trì vị thế dẫn đầu ngành xi măng về thị phần nội địa, giá bán và biên lợi nhuận. Công ty sẽ tập trung vào các sản phẩm chính có biên lợi nhuận cao là xi măng, clinker và giữ vững thị phần tại thị trường Nam Bộ, đồng thời mở rộng thị phần tại Nam Trung bộ, Tây Nguyên và thị trường nước ngoài.

Năng lực sản xuất hiện tại của HT1 có thể đáp ứng tốt mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ đến năm 2018. Năm 2014, công ty mới chỉ vận hành khoảng 75% công suất thiết kế đối với sản xuất xi măng và 82% đối với sản xuất clinker, hiện đã tăng lên 80% và 100%. Trong khi HT1 có thể vận hành 120-125% công suất thiết kế. HT1 cũng đang nghiên cứu cải tạo, nâng cấp các cơ sở cũ như dây chuyền 1 Nhà máy Kiên Lương (tăng thêm 300.000 tấn clinker/năm), Trạm nghiền Phú Hữu, xin cấp phép khai thác tại một số mỏ nguyên liệu. Chúng tôi cho rằng HT1 có đủ thời gian để điều chỉnh cơ cấu vốn về

mức an toàn qua việc giảm nợ vay dài hạn do hoạt động sản xuất đã ổn định và tạm thời không phải đầu tư lớn. **Mặt khác, đồng Euro vẫn đang chịu áp lực suy yếu** do nền kinh tế châu Âu đang gặp nhiều khó khăn nên vấn đề tỉ giá cũng sẽ không ảnh hưởng nhiều đến HT1 trong những năm tới (Phụ lục III).

Dự án dây chuyền 2 nhà máy Bình Phước của HT1 (công suất 4,5 triệu tấn xi măng/năm) đã lùi kế hoạch thực hiện đến 2019-2022. Trong khi đó, HT1 dự kiến sẽ **thanh lý trạm nghiền Thủ Đức** trong 2015 hoặc 2016 do công nghệ đã lỗi thời, tiêu hao nhiều nhiên liệu và vấn đề môi trường. Vì vậy, chúng tôi cho rằng sản lượng sản xuất và tiêu thụ của HT1 sẽ chững lại trong giai đoạn 2019-2021.

Dự báo 2015, HT1 sẽ tiêu thụ được 5,5 triệu tấn xi măng, doanh thu thuần đạt 7.640 tỉ đồng (+13,1% yoy, 107% KH), LNTT đạt 847 tỉ đồng (+114% yoy, 230% KH), trong đó chỉ có khoảng 80-100 tỉ đồng là lãi chênh lệch tỉ giá đồng Euro. Theo đó, EPS 2015 dự kiến ở mức 2.078 đồng.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh tương đối

Kết quả định giá của HT1 theo phương pháp so sánh tương đối là 22.698 đồng/cp.

Cổ phiếu	Giá 13/ 8	EV	P/E ttm	EV/EBITDA ttm
BTS	9.500	3.342	3,99	5,16
HOM	6.600	1.060	9,66	6,81
QNC*	5.500	1.441	8,10	11,26
SCJ	9.100	296	9,26	6,53
BCC*	14.700	4.199	5,06	4,82
Trung vị			8,25	6,62
HT1	22.000	13.944	10,11	9,10

Nguồn: Stoxplus, * là những DN chưa công bố KQKD Q2/2015

Với quy mô và vị thế hàng đầu của HT1 và việc thiếu cung clinker của thị trường xi măng miền Nam, chúng tôi cho HT1 một mức premium 20% so với các doanh nghiệp xi măng đang niêm yết khác (chủ yếu là miền Bắc và miền Trung).

	EPS forward	EBITDA forward
(VND)	2.078	1.829.294.000.000
Giá hợp lý (Premium 20%)	20.560 VND	24.835 VND

Giá hợp lý của cổ phiếu HT1 tính trung bình theo hai phương pháp trên là **22.698 đồng**.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (FCFF)

Kết quả định giá của HT1 theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF là 26.876 đồng/cp.

Giả định mô hình

Sản lượng: Theo Stoxplus, lượng xi măng tiêu thụ nội địa sẽ tăng trưởng bình quân 5%/năm từ nay đến năm 2026. Với những lợi thế cạnh tranh đặc thù chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ xi măng của HT1 tăng trưởng với tốc độ bình quân CAGR 7,37% trong giai đoạn 2015-2023.

Giá bán xi măng Hà Tiên: Chúng tôi dự báo giá bán xi măng sẽ tăng 15% trong giai đoạn 2015-2023. Về dài hạn, xi măng vẫn là loại vật liệu xây dựng thiết yếu cho các công trình và chưa có sản phẩm thay thế trực tiếp. Cùng với nhu cầu xi măng gia tăng và áp

lực tăng giá của một số yếu tố đầu vào như điện, than, nhân công, giá bán xi măng trong các năm tới.

Xi măng và clinker được dự báo tiếp tục chiếm hơn 97% tổng doanh thu của HT1. Biên LN gộp được duy trì trong khoảng 23% (chưa tính đến việc hạch toán theo TT200), tương đương với mức trung bình giai đoạn 2011-2014.

Chi tiêu vốn (CAPEX): HT1 sẽ đầu tư mới khoảng 6.250 tỉ đồng vào Tài sản cố định, phân bổ trong 9 năm từ 2015, để nâng cao năng lực sản xuất thêm 1,83 triệu tấn clinker 3,08 triệu tấn xi măng/năm nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ đến năm 2023.

Xác định tỉ lệ chiết khấu

Lợi suất Trái phiếu CP kỳ hạn 10 năm (rf)	6,75%
Beta sau điều chỉnh	0,93
Phần bù rủi ro thị trường (theo A. Damodaran)	10,00%
Chi phí vốn cổ phần	16,02%
Chi phí nợ	6,70%
D/E (Nợ vay/Vốn chủ sở hữu)	60%
Thuế suất	20,00%
WACC	12,02%

Xác định tốc độ tăng trưởng dài hạn

Tỉ lệ tái đầu tư sau 2023	0,3
ROE bình quân 2015-2023	15,3%
Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn: $g = ROE_{bq} * b$	4,59%

Dự báo dòng tiền

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
LNST	661	685	771	862	944	1.038	1.101	1.224	1.321
Khấu hao TSCĐ	613	589	598	607	616	624	631	638	645
Chi phí lãi vay sau thuế	358	389	411	427	433	416	424	392	400
Thay đổi VLĐ ròng	138	25	75	86	(4)	43	35	55	51
Đầu tư TSCĐ	198	756	756	756	756	756	756	756	756
FCFF	1.295	881	949	1.055	1.241	1.278	1.365	1.443	1.559

Xác định giá trị cổ phiếu HT1

Tổng giá trị hiện tại của FCFF 2015-2020 (tỉ VND)	6.746
Giá trị của FCFF sau 2020 (tỉ VND)	8.431
Tổng giá trị của HT1 (tỉ VND)	15.177
Giá trị nợ ròng (tỉ VND)	6.630
Giá trị phần VCSH (tỉ VND)	8,547
Giá trị cổ phiếu HT1 (VND)	26.876

Giá trị cổ phiếu phiếu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF là **26.876 đồng/cp**.

Kết quả định giá

Giá trị hợp lý một cổ phiếu HT1 là 24.787 đồng/cp.

Phương pháp	So sánh tương đối	FCFF
Giá trị theo phương pháp (VND)	22.698	26.876
Tỉ trọng	50%	50%
Giá trị cổ phiếu HT1	24.787 VND	
TSLN kì vọng (so với giá ngày 10/8/2015)	12,67%	

Giá trị hợp lý của cổ phiếu HT1 tổng hợp các phương pháp định giá là **24.787 đồng/cp**. Chúng tôi khuyến nghị NĐT có thể **NẮM GIỮ** cổ phiếu HT1.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị NĐT **NẮM GIỮ** cổ phiếu HT1.

Chúng tôi đánh giá HT1 là doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt, có động lực tăng trưởng mạnh nhất trong ngành xi măng năm 2015 nhờ: (1) Thị trường BĐS miền Nam và TP. HCM phục hồi mạnh làm tăng nhu cầu xi măng trong khi cung vẫn thiếu hụt (2) Vị thế và thị phần đứng đầu ngành, chiếm lĩnh đến 30% thị trường phía Nam (3) Biên LN gộp cao do giá bán xi măng miền Nam cao và năng lực tự sản xuất clinker chi phí thấp (4) Các chỉ số tài chính được cải thiện. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng HT1 có khả năng duy trì các lợi thế cạnh tranh của mình. Dòng tiền tốt từ HĐKD có thể cho phép công ty trả cổ tức tiền mặt cho cổ đông trong các năm tới. Theo các phương pháp định giá, giá trị hợp lý cho một cổ phiếu HT1 là **24.787 đồng**, tỉ suất sinh lời kì vọng là **12,67%**. Chúng tôi khuyến nghị Nhà đầu tư **NẮM GIỮ** cổ phiếu HT1.

PHỤ LỤC

I. Dự phóng KQKD 2015-2023

(Tỷ VND)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	6.369	6.758	7.642	8.482	9.395	10.312	11.089	11.790	12.464	13.303	14.265
Giá vốn hàng bán	4.941	5.424	5.906	6.554	7.260	7.969	8.570	9.113	9.635	10.285	11.030
Lợi nhuận gộp	1.428	1.334	1.736	1.927	2.135	2.344	2.519	2.677	2.829	3.018	3.235
Chi phí bán hàng	302	321	290	331	376	423	466	507	549	599	656
Chi phí QLDN	113	164	229	254	282	309	333	354	374	399	428
TNHHĐ - EBIT	1.012	848	1.217	1.342	1.477	1.611	1.721	1.817	1.907	2.020	2.151
Thu nhập tài chính	21	292	90	0	0	0	0	0	0	0	0
Chi phí tài chính	1.040	746	459	486	514	534	541	520	530	491	500
<i>Chi phí lãi vay</i>	773	523	459	486	514	534	541	520	530	491	500
Lãi/lỗ từ HĐTC	(1.019)	(454)	(369)	(486)	(514)	(534)	(541)	(520)	(530)	(491)	(500)
Thu nhập khác	15	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Chi phí khác	5	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lãi/lỗ khác	10	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LNTT - EBT	4	396	847	856	963	1.077	1.180	1.297	1.376	1.530	1.651
Chi phí thuế TNDN	3	91	186	171	193	215	236	259	275	306	330
LNST	1	305	661	685	771	862	944	1.038	1.101	1.224	1.321

II. Dự phóng Bảng Cân đối kế toán 2015-2023

(Tỷ VND)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	202	219	641	587	603	694	564	1.142	1.633	2.180	2.746
Phải thu ngắn hạn	463	497	543	602	667	732	787	837	885	944	1.013
Hàng tồn kho	986	959	994	1.031	1.063	1.079	1.161	1.234	1.305	1.393	1.494
TS ngắn hạn khác	22	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
TS ngắn hạn	1.673	1.726	2.229	2.272	2.384	2.557	2.564	3.265	3.874	4.569	5.305
Tài sản cố định	11.163	10.699	10.285	10.451	10.607	10.754	10.893	11.023	11.147	11.263	11.372
Đầu tư dài hạn	56	56	56	56	56	56	56	56	56	56	56
Tài sản dài hạn khác	228	181	181	181	181	181	181	181	181	181	181
Tài sản dài hạn	11.447	10.936	10.522	10.687	10.844	10.991	11.129	11.260	11.384	11.500	11.609
Tổng tài sản	13.120	12.662	12.751	12.960	13.227	13.548	13.693	14.525	15.258	16.068	16.914
Khoản phải trả	1.071	1.020	1.106	1.191	1.280	1.361	1.417	1.507	1.593	1.700	1.824
Chi phí phải trả	407	395	423	476	535	596	650	701	751	812	882
Thuế phải trả	13	100	206	189	213	238	261	287	304	338	365
Phải trả khác	208	225	225	225	225	225	225	225	225	225	225
Vay ngắn hạn	2.498	2.110	2.210	2.310	2.410	2.510	2.510	2.510	2.510	2.510	2.510
Nợ ngắn hạn	4.197	3.851	4.170	4.392	4.663	4.931	5.063	5.229	5.383	5.586	5.806
Vay dài hạn	5.726	5.097	4.297	3.797	3.297	2.797	2.297	2.397	2.497	2.597	2.697
Tổng nợ	9.923	8.948	8.467	8.190	7.961	7.728	7.360	7.626	7.880	8.183	8.503
Vốn góp và thặng dư vốn CP	3.251	3.251	3.251	3.251	3.251	3.251	3.251	3.251	3.251	3.251	3.251
Vốn CSH khác	(61)	148	148	148	148	148	148	148	148	148	148
Lãi chưa phân phối	7	316	885	1.372	1.868	2.422	2.935	3.500	3.979	4.487	5.012
Vốn chủ sở hữu	3.197	3.714	4.283	4.770	5.267	5.820	6.333	6.899	7.377	7.885	8.411
Tổng nguồn vốn	13.120	12.662	12.751	12.960	13.227	13.548	13.693	14.525	15.258	16.068	16.914

III. Phân tích độ nhạy của tỉ giá VND/EUR và lãi/lỗ chênh lệch tỉ giá của HT1 trong 6 tháng cuối 2015

Hiện nay HT1 đang vay nợ hơn 70 triệu EUR, tỉ giá VND/EUR ngày 31/6/2015 là 24.818,14325 đồng/EUR.

% tăng tỉ giá VND/EUR	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%
Tỉ giá VND/EUR	23,456	23,698	23,939	24,181	24,423	24,665	24,907	25,148	25,390	25,632	25,874
Lãi chênh lệch tỉ giá 2H/2015 (tỉ đồng)	50.8	33.9	16.9	0.0	(16.9)	(33.9)	(50.8)	(67.7)	(84.6)	(101.6)	(118.5)

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812