



**XI MĂNG VICEM HÀ TIÊN**

**ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Quan điểm đầu tư	Năm giữ
Giá kỳ vọng (đồng)	11.763
Giá thị trường	11.300
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (nghìn cp)	317,952
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	3.593
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	3,197
Sở hữu nước ngoài (%)	1.34
Giá hiện tại (đ/cp)	11.300
KLTB 10 ngày (cp)	1463982
Giá thấp nhất 52T (đ)	4.700
Giá cao nhất 52T (đ)	12.500
+/- 7 ngày qua	+15,3%
+/- 1 tháng qua	+16,5%

Trợ lý phân tích

Nguyễn Đình Mạnh

Email: manhnd@bsc.com.vn

Tel: 0439352722 (108)

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

Ngành xi măng luôn bị đánh giá tiêu cực do cung vượt cầu trong 3 năm qua, nhưng đã có những cải thiện đầu tiên. Tổng công suất sản xuất toàn ngành năm 2013 đạt 73 triệu tấn, sản lượng tiêu thụ xi măng ước đạt 61 triệu tấn.

- Quý I/2014 tiêu thụ xi măng tăng 6,7% so với cùng kỳ năm 2013, là mức tăng cao nhất trong nhiều năm. Xuất khẩu tăng mạnh để cân bằng cung cầu - với giá xuất khẩu hiện tại vẫn mang lại lợi nhuận cho các công ty xi măng.
- Giá xi măng VICEM được dự báo sẽ tăng nhẹ trong năm 2014. Động lực tăng giá đến từ việc VICEM phải cổ phần hóa trước năm 2016. Trong khi việc tăng giá sẽ không làm ảnh hưởng nhiều tới sức cạnh tranh của VICEM. Đồng thời CPI đang ở mức thấp nhất trong 13 năm, cùng với tiêu thụ phục hồi, sẽ thuận lợi cho việc giá xi măng tăng trong năm 2014.

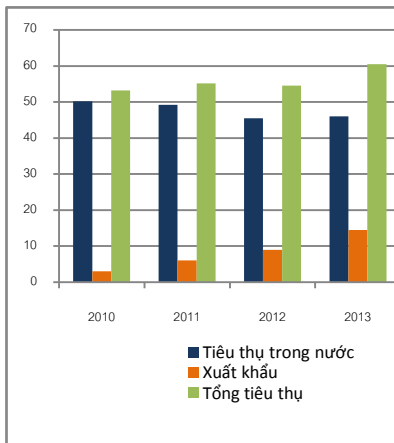
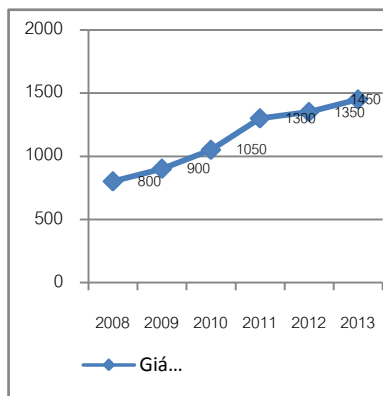
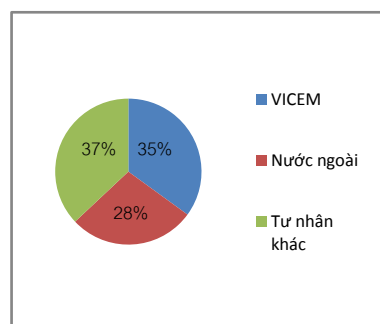
HT1 là công ty xi măng lớn nhất và có hoạt động kinh doanh cốt lõi khá tốt. Với công suất 6,8 triệu tấn xi măng/năm và sản lượng tiêu thụ 5,2 triệu tấn năm 2013, HT1 là công ty lớn nhất trong ngành xi măng, chiếm 8,05 thị phần xi măng cả nước. Hai động lực tăng trưởng doanh thu & lợi nhuận của HT1 là tăng trưởng sản lượng và tăng giá xi măng. Với mức sản xuất hiện tại chỉ bằng 70% công suất thì khi cầu xi măng tăng, lượng tiêu thụ của HT1 sẽ tăng mạnh và mang lại doanh thu rất lớn cho công ty. Doanh thu của công ty tăng trưởng bình quân 20% trong 5 năm qua. Hoạt động kinh doanh cốt lõi khá tốt với biên lợi nhuận đạt khoảng 16% tạo ra dòng lợi nhuận lớn và ổn định cho công ty.

Rủi ro lớn nhất đến từ vay nợ chi phí tài chính lớn làm cho lợi nhuận ròng thấp. Do vay nợ nhiều và một phần lớn vay nợ bằng ngoại tệ nên công ty đang phải gánh chịu chi phí lãi vay lớn và khoản lỗ chênh lệch tỷ giá hàng năm. Phần lớn lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính dùng để trả chi phí tài chính nên lợi nhuận ròng ở mức rất thấp. Năm 2013, lợi nhuận hoạt động đạt 1014 tỷ trong khi chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá là 1057 tỷ, lợi nhuận ròng chỉ đạt 2,5 tỷ đồng.

Quan điểm đầu tư: HT1 là doanh nghiệp lớn nhất ngành xi măng, và đang có cơ hội phục hồi khi triển vọng chung của ngành đang được cải thiện. Chúng tôi khuyến nghị nắm giữ cổ phiếu HT1 với giá kỳ vọng trong 12 tháng tới là 11.763 đồng.

Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	Q I/2014
Doanh thu thuần (tỷ đ)	4.251	5.281	5.824	6.369	1.578
% tăng trưởng y-o-y	50,9%	24,2%	10,3%	9,4%	-0,9%
Tổng tài sản (tỷ đ)	11.812	12.921	13.314	13.120	12.894
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1.827	1.778	1.885	3.196	3.308
CPLH bình quân (Tr cp)	163	197	197	316	316
LN sau thuế (triệu đ)	60.41	-8.941	9.234	2.531	1.988
EPS cuối kỳ (đ/cp)	370	-45.17	46.65	8	
EBIT margin (%)	9%	19%	15%	16%	16%
ROE	3,31%	-0,50%	0,49%	0,08%	0,06%
ROA	0,51%	-0,07%	0,07%	0,02%	0,02%

Nguồn: BCTC HT1

**TRIỂN VỌNG NGÀNH KINH DOANH**
**Biểu đồ 1: Cơ cấu tiêu thụ xi măng 2013 (triệu tấn)**

**Biểu đồ 2: Giá xi măng miền Bắc 2008-2013 (nghìn đồng)**

**Biểu đồ 3: Thị phần xi măng 2013**


**Ngành xi măng đang đối diện với tình trạng cung vượt cầu. Nhu cầu xi măng trong nước tăng trưởng không nhiều, xuất khẩu gia tăng là giải pháp hữu hiệu cân bằng cung - cầu trong nước.**

Năm 2013, công suất sản xuất xi măng cả nước đạt khoảng 73 triệu tấn và các nhà máy hoạt động ở mức trung bình 85% công suất thiết kế. Dự kiến năm 2014 sẽ có thêm 5 dây chuyền đi vào hoạt động với công suất 7 triệu tấn nâng công suất sản xuất cả nước lên khoảng 80 triệu tấn. Trong các năm 2015 và 2016 sẽ không có thêm dự án xi măng nào được phê duyệt.

Trong khi đó, lượng tiêu thụ xi măng năm 2013 chỉ đạt 61 triệu tấn (84% công suất). Do ngành xây dựng và thị trường bất động sản vẫn khó khăn, nhu cầu xi măng trong nước tăng không nhiều. Năm 2013 tiêu thụ nội địa đạt 46,5 - 47 triệu tấn, tăng 2-3% so với năm 2012. Theo Hiệp hội xi măng dự báo, năm 2014 tiêu thụ xi măng trong nước tăng 2 - 3% so với năm 2013. Nhưng tiêu thụ quý I/2014 tăng 6,7% cho thấy tiềm năng tăng trưởng cao hơn so với dự báo.

**Xuất khẩu xi măng:** Xuất khẩu xi măng và clinker năm 2013 ước đạt 14,9 triệu tấn, tăng 60% so với năm 2012. Giá xuất khẩu xi măng ước đạt 55 USD/tấn và giá xuất khẩu clinker đạt 40 USD/tấn (giá FOB). Như vậy giá xuất khẩu tương đương giá bán xi măng trong nước, do đó xuất khẩu vẫn mang lại lợi nhuận cho các công ty xi măng và là giải pháp hiệu quả cân bằng cung - cầu xi măng trong nước.

**Giá xi măng có nhiều khả năng sẽ tăng trong năm 2014**

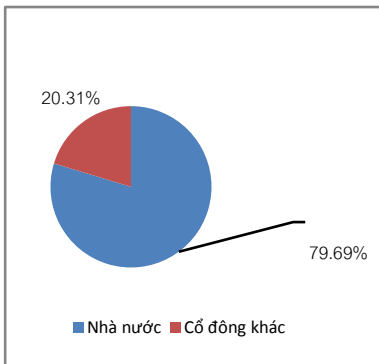
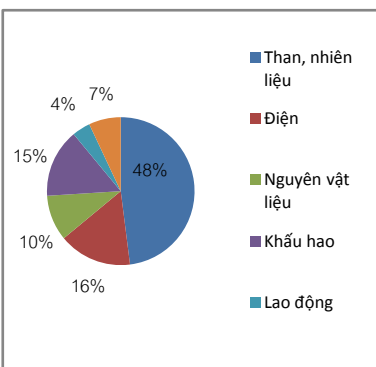
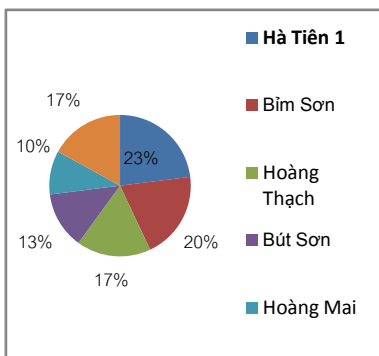
Giá bán lẻ xi măng trong tháng 10/2013 tăng khoảng 100.000 đồng/tấn. Ở miền Bắc tăng từ 1,35 triệu/tấn lên 1,45 triệu/tấn, tương đương 7,4%. Giá bán tại nhà máy của các công ty xi măng thuộc Vicem đạt khoảng 1.000.000 - 1.050.000 đồng/tấn (khu vực phía Bắc) và các công ty phía Nam như Vicem Hà Tiên 1 giá bán tại nhà máy đạt 1.200.000 đồng/tấn. Giá xi măng VICEM có nhiều khả năng sẽ tăng trong năm 2014 do các nguyên nhân sau:

- Hiện tại, lợi nhuận ròng các công ty xi măng thuộc VICEM rất thấp. Mặt khác, trong năm 2014 và 2015, Vicem bắt buộc phải cổ phần hóa theo chỉ thị của chính phủ. Muốn cổ phần hóa hiệu quả thì các công ty con trong Tổng Vicem phải có doanh thu/lợi nhuận cao. Điều này chỉ có thể đạt được nhờ tăng sản lượng tiêu thụ hoặc tăng giá bán xi măng. Do cầu xi măng cũng chưa thể tăng trưởng mạnh và hơn nữa phần lớn các công ty con trong Vicem đã sản xuất ở mức công suất thiết kế nên khó có thể tăng sản lượng. Vì vậy khả năng tăng giá xi măng là rất lớn.
- Việc tăng giá sẽ không làm giảm tính cạnh tranh của Vicem so với các công ty xi măng tư nhân. Thực tế, các công ty xi măng tư nhân cũng đang bị lỗ xét về hiệu quả kinh tế (tức là ROE thấp hơn mức tiền gửi ngân hàng). Do đó một xu hướng chung là tất cả các công ty xi măng trong ngành đều muốn tăng giá để tăng lợi nhuận.
- CPI thấp tạo điều kiện tăng giá xi măng. Thực tế giá xi măng Việt Nam trong mấy năm qua tăng không nhiều, theo chúng tôi dự đoán là do CPI các năm trước ở Việt Nam khá cao, nên việc tăng giá xi măng nhiều sẽ bị chính phủ can thiệp để giữ cho CPI không quá cao. Hiện tại, CPI đang ở mức khá thấp và được dự đoán là vẫn thấp trong thời gian tới, do đó tăng giá xi măng sẽ dễ dàng được chấp thuận.

**Chi phí đầu vào được dự báo tiếp tục tăng trong năm 2014**

Các chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất trong sản xuất clinker là: than, nhiên liệu và điện, trong đó than và nhiên liệu chiếm tới 48% chi phí, điện chiếm 16% chi phí sản xuất. Trong năm 2014, dự báo giá điện sẽ tăng khoảng 10% làm tăng giá thành sản xuất xi măng khoảng 1,5% trong khi giá than sẽ không tăng nhiều.

**Cập nhật Tiêu thụ xi măng quý I/2014.** Sản lượng tiêu thụ trong nước ước đạt 10,23 triệu tấn, tăng khoảng 0,65 triệu tấn (tăng 6,7%) so với cùng kỳ năm 2013, đây là một tín hiệu khả quan về tiêu thụ xi măng trong nước. Giá xi măng trong quý I giảm nhẹ 30.000 - 40.000/tấn.

**HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH**
**Biểu đồ 4: Cơ cấu cổ đông HT1**

**Biểu đồ 5: Cơ cấu chi phí sản xuất Clinker**

**Biểu đồ 6: Thị phần Xi măng trong VICEM**

**Vị thế của HT1 trong ngành**

- Là công ty xi măng lớn nhất trong ngành. Hiện tại, công ty chiếm khoảng 23% thị phần trong VICEM và khoảng 8,05% thị phần xi măng cả nước.

- Thương hiệu mạnh ở thị trường miền Nam, là khu vực có nhu cầu xi măng khá lớn và cũng dễ dàng vận chuyển sang các tỉnh xung quanh. Mặt khác, tại khu vực này HT1 không có nhiều đối thủ cạnh tranh, đối thủ cạnh tranh chính chỉ có xi măng Holcim với quy mô nhỏ hơn xi măng Hà Tiên 1. Đây là lợi thế rất lớn cho HT1, đặc biệt khi cầu xi măng hồi phục.

**Hoạt động sản xuất**

Trước khi sáp nhập với Công ty xi măng Hà Tiên 2, Công ty xi măng Hà Tiên 1 có nhiều bất lợi về nguồn nguyên liệu sản xuất (phải nhập khẩu clinker một phần từ nước ngoài và một phần vận chuyển từ phía Bắc vào nên giá cao và có nhiều rủi ro), đặc biệt do phân chia thị trường tiêu thụ giữa 2 công ty nên công ty xi măng Hà Tiên 1 chỉ tiêu thụ xi măng tại một số vùng ở phía Nam. Do đó hiệu quả của công ty không tốt với lợi nhuận khá thấp.

Sau sáp nhập, công ty đã tận dụng được nguồn nguyên liệu dồi dào của xi măng Hà Tiên 2 đồng thời có thể mở rộng thị trường ra cả khu vực phía Nam (từ Quảng Ngãi trở vào) nên công ty đã hoạt động khá hiệu quả, doanh thu tăng trưởng rất cao với tỷ lệ bình quân hàng năm đạt 20% trong vòng 6 năm qua và biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi khá tốt (EBIT margin) đạt khoảng 15% trong các năm gần đây, cao nhất trong các công ty xi măng thuộc VICEM.

**Công suất thiết kế và sản xuất:** Năm 2012, HT1 có công suất 2,8 triệu tấn Clinker và 6 triệu tấn xi măng. Năm 2013, dự án Hà Tiên 2.2 đưa vào hoạt động nâng công suất HT1 lên 4,1 triệu tấn Clinker và 6,8 triệu tấn xi măng.

Sản xuất và tiêu thụ	Năm 2012	Năm 2013	Kế hoạch 2014
<b>I. Sản lượng sản xuất (tấn)</b>			
1. Xi măng	4,204,365	4,375,340	4,940,000
2. Clinker	3,095,232	3,818,382	4,200,000
<b>II. Sản lượng tiêu thụ (tấn)</b>			
1. Tiêu thụ xi măng	4,137,274	4,364,679	4,900,000
- Tiêu thụ trong nước	3,963,393	4,166,804	4,600,000
- Xuất khẩu	173,881	197,875	300,000
2. Tiêu thụ Clinker	315,071	836,440	800,000

Như vậy, năm 2012 công ty sản xuất clinker bằng 110% công suất và sản xuất xi măng tương đương 70% công suất. Tới năm 2013, sản xuất clinker đạt 93% công suất và sản xuất xi măng đạt 65% công suất. Theo kế hoạch 2014, sản xuất clinker và xi măng sẽ tăng và đạt lần lượt 100% và 73% công suất thiết kế.

**Động lực tăng trưởng (Catalysts)**

Hai động lực tăng trưởng chính của công ty xi măng Hà Tiên 1 là tăng trưởng sản lượng và tăng giá xi măng, trong đó tăng sản lượng tiêu thụ là quan trọng nhất. Lượng tiêu thụ phụ thuộc vào sự phục hồi ngành xây dựng khu vực phía Nam. Trong dài hạn, cầu xi măng khu vực Nam bộ được dự báo rất lớn khi kinh tế hồi phục, đặc biệt khi đặc khu kinh tế Phú Quốc được khởi công thì tăng trưởng tiêu thụ xi măng của HT1 sẽ rất cao. Khả năng tăng giá trong năm 2014 cũng đóng góp một phần vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của công ty.

**Rủi ro đầu tư**
**○ Rủi ro thị trường đầu ra**

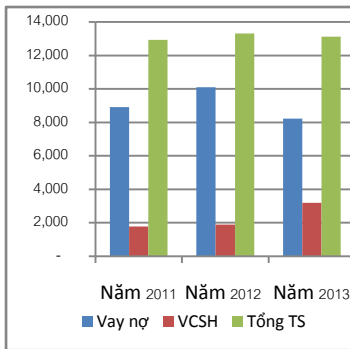
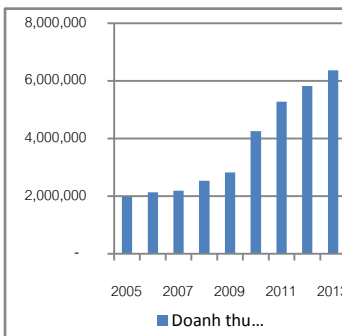
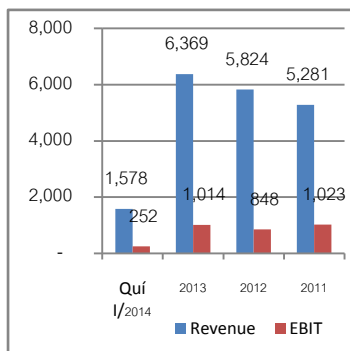
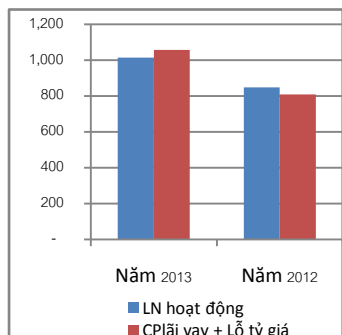
Kết quả kinh doanh của công ty phụ thuộc rất lớn vào cầu ngành xi măng. Nếu cầu xi măng khu vực Nam bộ không có nhiều khởi sắc trong thời gian tới thì công ty sẽ tiếp tục đối diện với vấn đề lợi nhuận thấp.

**○ Rủi ro tăng giá yếu tố đầu vào**

Giá than và điện là hai nguyên liệu chính trong giá thành sản xuất xi măng đã tăng mạnh trong năm 2013, dự báo trong năm 2014 còn tiếp tục tăng đẩy giá thành sản xuất xi măng lên cao, làm biên lợi nhuận công ty giảm.

**○ Rủi ro tỷ giá**

Hiện tại, công ty vẫn đang vay dài hạn các ngân hàng nước ngoài bằng đồng USD trị giá khoảng 2500 tỷ đồng. Do đó, biến động tỷ giá hối đoái sẽ tác động tới lợi nhuận công ty.

**TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP**
**Biểu đồ 7: Cấu trúc vốn (tỷ đ)**

**Biểu đồ 8: Tăng trưởng DTT 2005-2013**

**Biểu đồ 9: Doanh thu và EBIT (tỷ đ)**

**Biểu đồ 10: LN hoạt động và chi phí TC (tỷ đ)**

**1. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỐT LÕI CỦA DOANH NGHIỆP**
**1.1. Cơ cấu vốn & hiệu quả hoạt động**
**Cơ cấu vốn**

Trước năm 2014, công ty sử dụng đòn bẩy tài chính rất cao, vốn chủ sở hữu chỉ chiếm khoảng 14% trong tổng nguồn vốn. Cuối năm 2013, công ty phát hành 120 triệu cổ phiếu cho công ty mẹ VICEM để trừ công nợ trị giá 1200 tỷ thành vốn góp, tỷ lệ vốn chủ sở hữu tăng lên 24% trong tổng nguồn vốn nhưng vẫn ở mức thấp. Tổng nợ ngắn hạn và dài hạn của công ty cuối năm 2013 là 8.224 tỷ trên tổng nguồn vốn 13.120 tỷ, gây ra gánh nặng chi phí tài chính rất cao cho doanh nghiệp.

**Hiệu quả sử dụng tài sản (Doanh thu/Tổng tài sản)**

Hiệu quả sử dụng tài sản có nhiều cải thiện, tỷ lệ Doanh thu/Tổng TS tăng từ 44% năm 2012 lên 49% năm 2013 nhưng vẫn ở mức khá thấp và thấp hơn nhiều so với các công ty khác trong ngành như Xi măng Bim Sơn đạt 64% và Xi măng Hoàng Mai đạt 78%. Điều này chủ yếu do công ty vẫn đang sản xuất và tiêu thụ ở mức 70% công suất thiết kế.

**1.2. Phân tích doanh thu & lợi nhuận**
**Tăng trưởng doanh thu**

Công ty có mức tăng trưởng doanh thu trung bình hàng năm đạt 20% trong vòng 5 năm qua. Đây là mức tăng trưởng khá tốt, đặc biệt trong năm 2013 ngành xi măng gặp nhiều khó khăn do sự đi xuống của ngành xây dựng và BĐS nhưng doanh thu 2013 vẫn tăng 9,4% so với năm 2012. Nếu thị trường xi măng khởi sắc thì doanh thu sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong các năm tới do công ty vẫn còn tiềm năng tăng trưởng mạnh về sản lượng tiêu thụ.

**Phân tích lợi nhuận**
**Hoạt động kinh doanh cốt lõi tạo ra biên lợi nhuận rất tốt (EBIT margin).**

Tỷ lệ EBIT/Doanh thu của công ty Quý I/2014 và năm 2013 đạt gần 16% tăng nhẹ so với 14,6% năm 2012 và cao nhất so với các công ty xi măng niêm yết. Điều này cho thấy hoạt động kinh doanh cốt lõi của HT1 khá tốt, tạo ra dòng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính khá cao và ổn định, bằng khoảng 15% doanh thu hàng năm.

**Lợi nhuận ròng:** Tuy lợi nhuận kinh doanh cốt lõi của công ty khá cao, đạt gần 1014 tỷ đồng năm 2013 nhưng lợi nhuận ròng rất thấp. Năm 2012 và 2013, ROE của công ty lần lượt đạt 0,5% và 0,1% tương ứng với lợi nhuận ròng 9 tỷ và 2,5 tỷ trên vốn chủ sở hữu là 1900 tỷ và 3200 tỷ. Điều này là do phần lớn lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi được dùng để chi trả cho chi phí tài chính rất cao. Cụ thể, trong năm 2013, lợi nhuận hoạt động 1014 tỷ nhưng chi phí lãi vay lên tới 773 tỷ và lỗ chênh lệch tỷ giá hối đoái tới 284 tỷ.

Lợi nhuận ròng của công ty sẽ được cải thiện nếu công ty giải quyết được hai vấn đề: một là tăng lượng tiêu thụ xi măng; hai là giảm nợ từ đó giảm chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá. Khi đó, với hoạt động kinh doanh cốt lõi tạo ra lợi nhuận hoạt động lớn và ổn định, công ty sẽ đạt được mức lợi nhuận ròng cao và vượt trội so với các công ty xi măng trong ngành.

**2. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ & TÀI CHÍNH**

Năm 2010 công ty đưa vào vận hành dự án Bình Phước và năm 2013 đưa vào vận hành dự án Kiên Lương (Hà Tiên 2.2). Hai dự án này một phần được tài trợ bằng các khoản vay ngoại tệ (EURO và USD) và hiện tại công ty vẫn đang phải phân bổ phần chênh lệch tỷ giá trong quá trình đầu tư các dự án này vào kết quả kinh doanh hàng năm. Tính đến 01/01/2014, phần chênh lệch tỷ giá sau khi phân bổ trong các năm trước còn lại 208 tỷ đồng sẽ được tiếp tục kết chuyển vào kết quả kinh doanh trong 2 – 3 năm tới. Số dư nợ ngoại tệ (bằng EURO và USD) của công ty tính thời điểm hiện tại trị giá 2428 tỷ đồng. Số nợ vay này sẽ được công ty trả dần tới năm 2020 – 2021 và hàng năm công ty vẫn chịu rủi ro tỷ giá từ các khoản vay gốc ngoại tệ này.

**3. CÁC KHOẢN MỤC ĐÁNG LƯU Ý (31/03/2014)**

**Hàng tồn kho thành phẩm trị giá 268 tỷ:** xi măng là loại vật liệu dễ bị hư hỏng và mất chất lượng nếu để lâu trong vòng 2 – 3 tháng, do đó tồn kho thành phẩm của các công ty xi măng là rất ít và gần như không có, mà các công ty thường sản xuất đến đầu tiêu thụ đến đó. Do đó việc ghi nhận hàng tồn kho thành phẩm này có nhiều khả năng là xi măng đã mất chất lượng không thể



tiêu thụ nhưng công ty không ghi nhận dự phòng giảm giá.

**Khoản đầu tư tài chính dài hạn – nắm giữ các cổ phiếu BRC & TXM – trị giá 56 tỷ:** nếu đánh giá lại theo giá thị trường cổ phiếu thì khoản đầu tư này chỉ có giá trị khoảng 30 tỷ đồng. Việc ghi nhận khoản đầu tư 56 tỷ đồng là cao hơn so với giá trị thực, nhưng công ty chưa trích lập dự phòng.

Chỉ tiêu cơ bản 2013	HT1	BCC	BTS	CCM	HOM	HVX	SCJ
<b>Cơ cấu vốn</b>							
Vốn vay/VCSH	2,5	3,26	3,44	0,5	0,78	2,7	0,5
Tổng tài sản/VCSH	3,96	5,41	5,16	1,98	2,33	3,56	2,07
<b>Cơ cấu tài sản</b>							
TS dài hạn/ Tổng TS	87,25%	78,85%	82,54%	39,94%	66,32%	81,03%	74,14
TS ngắn hạn/Tổng TS	12,75%	21,15%	17,46%	60,06%	33,68%	18,97%	25,86%
<b>Khả năng thanh toán</b>							
Hệ số TT nhanh	0,14	0,34	0,22	0,59	0,36	0,54	0,59
Hệ số TT ngắn hạn	0,4	0,64	0,4	1,28	0,74	0,77	1,28
<b>Năng lực HĐ (ngày)</b>							
Số ngày phải thu	20	10	7,81	2,96	12,12	10,15	2,96
Số ngày tồn kho	5,1	5	5,98	2,73	3,58	16,7	2,73
Số ngày phải trả	5,26	4,87	5,64	3,81	8,58	9,75	3,81
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>							
Lợi nhuận gộp biên	22,4%	22,75%	20,2%	17,49%	14,24%	14,73%	9,94%
Operating income margin	15,92%	13,99%	11,61%	9,81%	4,74%	6,88%	4,76%
ROE	0,1%	6,33%	-3,1%	6,76%	0,18%	-7,72%	-4,18%
ROA	0,02%	1,17%	-0,6%	3,41%	0,08%	-2,17%	-2,02%

Nguồn: BSC tổng hợp

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Nhu cầu xi măng khu vực phía Nam được dự báo rất cao khi kinh tế hồi phục, đặc biệt với đặc khu kinh tế Phú Quốc. Do đó, HT1 là một cổ phiếu phù hợp và hấp dẫn cho các nhà đầu tư dài hạn hơn là với nhà đầu tư ngắn hạn. Trong ngắn hạn, rủi ro của HT1 đến từ vấn đề chi phí tài chính lớn, làm lợi nhuận ròng của công ty vẫn ở mức thấp.*

### ĐỊNH GIÁ:

Chúng tôi sử dụng Phương pháp EV/EBIT để định giá HT1. Giá trị doanh nghiệp EV của HT1 được kỳ vọng sẽ tạo ra khoản lợi nhuận trước thuế hàng năm là 1050 tỷ đồng (do tính giá trị cả doanh nghiệp nên ta loại bỏ hết các doanh thu và chi phí tài chính – giá trị doanh nghiệp tạo ra sẽ bằng EBIT). Với mức thuế trung bình khoảng 22% thì phần còn lại nhà đầu tư nhận được mỗi năm từ toàn bộ doanh nghiệp là:  $1050 * (1 - 22\%) = 819$  tỷ đồng. Nhà đầu tư bỏ ra số tiền EV để thu được mỗi năm 819 tỷ đồng. Khoản đầu tư này được coi là rủi ro hơn đầu tư vào trái phiếu chính phủ nên sẽ có suất sinh lợi cao hơn suất sinh lợi của trái phiếu chính phủ. Chúng tôi đặt ra mức sinh lợi của khoản đầu tư vào HT1 này 7%/năm.

Như vậy, giá trị doanh nghiệp HT1 là :  $EV = 819 : 7\% = 11.700$  tỷ đồng

Giá trị vốn hóa HT1 =  $11.700 + 56 + 237 - 8.223 = 3.740$  tỷ đồng.

Với tổng số cổ phiếu lưu hành là 317.952.000, giá trị hợp lý của cổ phiếu HT1 là 11.763 đồng.

Hai động lực tăng trưởng doanh thu & lợi nhuận của HT1 là tăng trưởng sản lượng và tăng giá xi măng. Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ phụ thuộc phần lớn vào sự phục hồi của ngành xây dựng khu vực phía Nam. Với mức sản xuất hiện tại chỉ bằng 70% công suất thì khi cầu xi măng tăng lượng tiêu thụ sẽ tăng mạnh và mang lại doanh thu rất lớn cho công ty, đồng thời cũng tạo ra dòng lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi cao do biên lợi nhuận cốt lõi lớn. Khả năng tăng giá xi măng cũng giúp kết quả kinh doanh HT1 cải thiện.

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

**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 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

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN****Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Nguyễn Thanh Hoa**

Tel: 0439352722 (155)

Email: [hoant@bsc.com.vn](mailto:hoant@bsc.com.vn)**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)**Tư vấn đầu tư Khách hàng Tổ chức****Nguyễn Tiến Đức**

Tel: 0439352722 (254)

Email: [ducnt@bsc.com.vn](mailto:ducnt@bsc.com.vn)**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

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.

