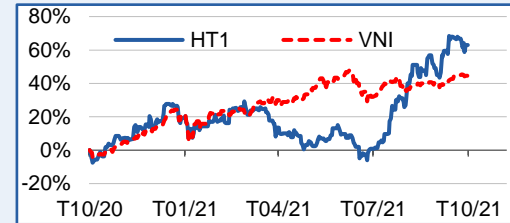


Ngành	Xi măng		2020A	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	25/10/2021	Tăng trưởng DT	-9,9%	-11,8%	12,5%	0,9%
Giá hiện tại	24.100VND	Tăng trưởng EPS	-17,9%	-35,7%	68,3%	2,9%
Giá mục tiêu hiện tại	20.000VND	Biên LN gộp	17,0%	13,1%	16,4%	16,4%
Giá mục tiêu gần nhất	16.600VND	Biên LN ròng	7,6%	5,6%	8,3%	8,5%
TL tăng	-17,0%	EV/EBITDA	6,3x	8,5x	6,6x	6,5x
Lợi suất cổ tức	4,1%	P/B	1,7x	1,9x	1,8x	1,7x
Tổng mức sinh lời	-12,9%	P/E	17,8x	27,7x	16,4x	16,0x



		HT1	Peers*	VNI
GT vốn hóa	399,8tr USD	EV/EBITDA	8,2x	6,2x
Room KN	183,2tr USD	P/B (hiện tại)	1,6x	1,2x
GTGD/ngày (30n)	4,4tr USD	Nợ ròng/CSH	23,7%	23,1%
Cổ phần Nhà nước	79,7%	ROE	8,6%	15,4%
SL cổ phiếu lưu hành	381,5 tr	ROA	5,0%	7,0%
Pha loãng	381,5 tr			2,6%

Tổng quan về công ty

HT1 là một trong những doanh nghiệp sản xuất xi măng lớn nhất Việt Nam. Công ty có thị phần lớn nhất tại phía Nam với 30% và thị phần 10% tính trên toàn quốc. Công ty do Tổng Công ty Công Nghiệp Xi măng Việt Nam (VICEM) sở hữu 80%.

* CT cùng ngành trong khu vực

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

Kỳ vọng phục hồi ổn định trong năm 2022 nhưng định giá hiện đang mức cao

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị của CTCP Xi măng VICEM Hà Tiên 1 (HT1) từ KHẢ QUAN thành KÉM KHẢ QUAN mặc dù đã tăng giá mục tiêu thêm 20% lên 20.000 đồng/CP do giá cổ phiếu HT1 đã tăng 61% trong 3 tháng qua.
- Mức điều chỉnh tăng 20% giá mục tiêu của chúng tôi đến từ cập nhật mô hình định giá mục tiêu của chúng tôi đến cuối năm 2022 trong khi giữ nguyên dự báo tổng lợi nhuận giai đoạn 2022-2025.
- HT1 báo cáo lỗ ròng 20 tỷ đồng trong quý 3/2021 do hoạt động xây dựng trong nước bị gián đoạn bởi làn sóng dịch COVID-19 thứ tư. Chúng tôi điều chỉnh dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2021 xuống 391 tỷ đồng từ mức 631 tỷ đồng trước đó. Chúng tôi cho rằng sự phân mảnh của ngành xi măng trong nước, khả năng hợp nhất thị phần hạn chế của HT1 và giá than đầu vào cao sẽ khiến HT1 gặp khó khăn trong việc ghi nhận đà phục hồi lợi nhuận mạnh mẽ trong quý 4/2021.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2022 của HT1 sẽ đạt 658 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng 68% so với mức cơ sở thấp của năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ nhu cầu VLXD tăng trong bối cảnh đầu tư cơ sở hạ tầng và hoạt động xây dựng dân dụng sẽ gia tăng sau dịch COVID-19. Chúng tôi cũng kỳ vọng nhu cầu trong nước phục hồi sẽ cho phép các nhà sản xuất xi măng bao gồm HT1 chuyển một phần chi phí đầu vào cao hơn như giá than tăng sang cho khách hàng.
- Giá cổ phiếu của HT1 đã tăng 61% trong 3 tháng qua bất chấp gián đoạn do dịch COVID-19, điều mà chúng tôi cho là do tâm lý thị trường tích cực về sự phục hồi mạnh mẽ dự kiến trong lợi nhuận quý 4/2021 do Chính phủ có kế hoạch tăng chi tiêu cho cơ sở hạ tầng sau dịch COVID-19. Đà tăng mạnh này đã khiến định giá của HT1 trở nên khá cao, theo quan điểm của chúng tôi, với EV/EBITDA 2021/2022 tương ứng là 8,5/6,6 lần dựa trên dự báo của chúng tôi so với mức trung bình EV/EBITDA trượt của các công ty cùng ngành trong khu vực là 6,2 lần.
- Yếu tố hỗ trợ: Sự phục hồi sản lượng bán hàng mạnh hơn dự kiến; tối ưu hóa chi phí sản xuất.
- Rủi ro: Chi phí đầu vào cao hơn dự kiến (cụ thể như giá than và điện).

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán và ASP của HT1 sẽ phục hồi dần từ quý 4/2021. Doanh số của HT1 đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi làn sóng dịch COVID-19 thứ tư của Việt Nam vào quý 3/2021, đặc biệt tại các tỉnh/thành phố miền Nam, vốn là thị trường chính của HT1. Sản lượng bán xi măng của HT1 giảm 46% YoY và 52% QoQ trong quý 3/2021. Trong 9 tháng đầu năm 2021, sản lượng bán xi măng của HT1 đạt 4,3 triệu tấn (-10% YoY). Dù chúng tôi tin rằng việc Chính phủ tăng chi tiêu cho cơ sở hạ tầng và doanh số xuất khẩu mạnh mẽ sang Trung Quốc vẫn là các yếu tố hỗ trợ chính giúp sản lượng bán của HT1 phục hồi sau dịch COVID-19, chúng tôi kỳ vọng quá trình phục hồi sẽ diễn ra trong suốt quý 4/2021 thay vì phục hồi theo mô hình chữ V do tính phân mảnh cao cũng như tình hình cạnh tranh gay gắt của ngành xi măng. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng bán xi măng của HT1 đạt 6,0 triệu tấn trong năm 2021 (-10% YoY) và 6,7 triệu tấn trong năm 2022 (+12% so với năm 2021).

Tình hình cạnh tranh hiện tại và giá than tăng cao ảnh hưởng biên lợi nhuận. Theo ban lãnh đạo, giá bán xi măng trung bình trong 9 tháng đầu năm 2021 thấp hơn 3% so với cùng kỳ năm 2020 do nhu cầu thấp. Trong khi đó, chi phí than đầu vào trung bình của HT1 trong quý 3/2021 tăng 1% YoY và 5% QoQ. Ban lãnh đạo của HT1 dự kiến giá than sẽ duy trì ở mức cao trong quý 4/2021 và có thể kéo dài sang đầu năm 2022. Do đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp đạt 13,1% trong năm 2021 (so với 16,7% trước đây) và 16,4% trong năm 2022.

Báo cáo tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	7,963	7,026	7,907	7,981
Giá vốn hàng bán	-6,607	-6,102	-6,610	-6,672
Lợi nhuận gộp	1,356	924	1,297	1,309
Chi phí bán hàng	-150	-141	-158	-160
Chi phí QLDN	-201	-183	-206	-208
LN hoạt động (EBIT)	1,005	601	933	942
Doanh thu tài chính	12	0	0	0
Chi phí tài chính	-223	-103	-79	-63
- trong đó, chi phí lãi vay	-181	-103	-79	-63
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	30	-29	-33	-33
LN trước thuế	768	469	822	846
Thuế TNDN	-160	-78	-164	-169
LNST trước CĐTS	608	391	658	677
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	608	391	658	677

EBITDA	1,661	1,237	1,584	1,610
EPS cơ bản (đồng)	1,354	871	1,465	1,507
EPS cơ bản điều chỉnh (đồng)	1,354	871	1,465	1,507
EPS pha loãng (đồng)	1,354	871	1,465	1,507
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	1,200	1,000	1,000	1,000
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	89%	115%	68%	66%

CHỈ SỐ	2020A	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng:				
Doanh thu thuần	-9.9%	-11.8%	12.5%	0.9%
EBIT	-15.3%	-40.2%	55.4%	0.9%
LN trước thuế	-17.3%	-38.9%	75.4%	2.9%
EPS cơ bản điều chỉnh	-17.9%	-35.7%	68.3%	2.9%

Khả năng sinh lời:				
Biên LN gộp	17.0%	13.1%	16.4%	16.4%
Biên EBIT	12.6%	8.5%	11.8%	11.8%
Biên EBITDA	20.9%	17.6%	20.0%	20.2%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	7.6%	5.6%	8.3%	8.5%
ROE	11.3%	7.6%	13.2%	13.1%
ROA	6.0%	4.2%	7.9%	8.3%

Chỉ số hiệu quả:				
Số ngày tồn kho	39.9	48.4	53.4	58.1
Số ngày phải thu	22.7	20.7	16.6	20.3
Số ngày phải trả	72.9	72.9	60.1	59.4
Chu kỳ luân chuyển tiền	-10.3	-3.8	9.8	19.0

Thanh khoản:				
CS thanh toán hiện hành	0.5	0.4	0.5	0.7
CS thanh toán nhanh	0.3	0.1	0.2	0.3
CS thanh toán tiền mặt	0.2	0.0	0.0	0.1
Nợ vay/ Tài sản	23.7%	20.5%	17.0%	14.0%
Nợ vay/ Vốn	30.6%	26.2%	21.6%	17.7%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	24.1%	33.8%	25.5%	14.7%
CS khả năng thanh toán lãi vay	5.5	5.8	11.9	14.9

Nguồn: BCTC của công ty, dự báo của VCSC

CDKT (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	1,079	82	105	357
Đầu tư TC ngắn hạn	14	14	14	14
Các khoản phải thu	489	308	409	477
Hàng tồn kho	717	903	1,030	1,093
TS ngắn hạn khác	34	34	34	34
Tổng TS ngắn hạn	2,333	1,341	1,592	1,975
TS cố định (nguyên giá)	14,657	14,748	14,883	15,058
- Khấu hao lũy kế	-7,388	-8,025	-8,675	-9,343
TS cố định (ròng)	7,269	6,724	6,208	5,715
Đầu tư TC dài hạn	31	31	31	31
TS dài hạn khác	407	407	407	407
Tổng TS dài hạn	7,708	7,162	6,646	6,154
Tổng Tài sản	10,041	8,503	8,239	8,129
Phải trả ngắn hạn	1,368	1,070	1,106	1,064
Nợ vay ngắn hạn	2,377	1,739	1,401	1,134
Nợ ngắn hạn khác	884	773	633	638
Tổng nợ ngắn hạn	4,629	3,582	3,140	2,836
Nợ vay dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	19	19	19	19
Tổng nợ	4,648	3,601	3,160	2,856

Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	3,816	3,816	3,816	3,816
Thặng dư vốn cổ phần	71	71	71	71
Lợi nhuận giữ lại	728	198	335	486
Vốn khác	769	808	848	891
Lợi ích CĐTS	9	9	9	9
Vốn chủ sở hữu	5,392	4,902	5,079	5,273
Tổng nguồn vốn	10,041	8,503	8,239	8,129

SL cổ phiếu tại cuối năm (triệu)	382	382	382	382
----------------------------------	-----	-----	-----	-----

LCTT (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	2023F
Tiền đầu năm	818	1,079	82	105
LNST sau lợi ích CĐTS	608	391	658	677
Khấu hao	657	637	650	668
Thay đổi vốn lưu động	528	-413	-333	-167
Điều chỉnh khác	-1,361	-59	-99	-101
LCTT từ HĐ kinh doanh	1,249	556	877	1,076

Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-93	-91	-134	-176
Khác	11	0	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	-84	-91	-134	-176

Cổ tức đã trả	-92	-823	-382	-382
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	2	-638	-338	-267
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	-808	0	0	0
Khác	-7	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	-905	-1,461	-719	-649

Lưu chuyển tiền thuần	261	-997	23	252
Tiền cuối năm	1,079	82	105	357

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

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

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

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

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

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.