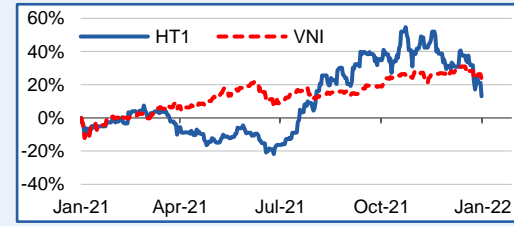


Ngành	Xi măng		2021	2022F	2023F	2024F
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>26/01/2022</b>	Tăng trưởng DT	-11,3%	14,3%	0,9%	0,9%
Giá hiện tại	19.100VND	Tăng trưởng EPS	-39,1%	56,1%	20,2%	2,7%
Giá mục tiêu hiện tại	19.500VND	Biên LN gộp	12,3%	14,7%	16,4%	16,3%
Giá mục tiêu gần nhất	20.000VND	Biên LN ròng	5,2%	7,1%	8,5%	8,7%
TL tăng	+2,1%	EV/EBITDA	7,4x	6,0x	5,4x	5,4x
Lợi suất cổ tức	<u>5,2%</u>	P/B	1,4x	1,4x	1,3x	1,3x
Tổng mức sinh lời	+7,3%	P/E	23,2x	14,8x	12,4x	12,0x



		HT1	Peers*	VNI	
GT vốn hóa	316,8tr USD	EV/EBITDA	7,4x	6,2x	N/A
Room KN	147,1tr USD	P/B (hiện tại)	1,4x	1,2x	2,7x
GTGD/ngày (30n)	1,9tr USD	Nợ ròng/CSH	25,4%	23,1%	N/A
Cổ phần Nhà nước	79,7%	ROE	7,0%	13,8%	15,9%
SL cổ phiếu lưu hành	381,5 tr	ROA	3,9%	7,6%	2,6%
Pha loãng	381,5 tr				

\* CT cùng ngành trong khu vực

**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%.

Nguyễn Thảo Vy  
Trưởng phòng

**Lợi nhuận phục hồi trong năm 2022 dù chi phí đầu vào cao**

Lưu Bích Hồng  
Trưởng phòng Cao cấp

- Chúng tôi giảm giá mục tiêu cho CTCP Xi măng Hà Tiên 1 (HT1) thêm 3% còn 19.500 đồng/CP nhưng nâng xếp hạng của chúng tôi từ KÉM KHẢ QUAN lên PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG vì giá cổ phiếu HT1 đã giảm 18% trong 3 tháng qua.
- Chúng tôi giảm giá mục tiêu thêm 3% chủ yếu khi chúng tôi giảm 12% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2022 do giá than đầu vào dự kiến cao hơn, được bù đắp một phần bởi số dư tiền cao hơn vào cuối năm 2021.
- HT1 công bố LNST sau lợi ích CĐTTS đạt 53 tỷ đồng (-63% YoY) trong quý 4/2021 - cải thiện từ mức lỗ ròng 19,7 tỷ đồng trong quý 3/2021 - chủ yếu do sản lượng bán tăng. Tuy nhiên, giá than đầu vào cao hơn đã hạn chế tiềm năng mở rộng biên lợi nhuận gộp của HT1 trong quý 4/2021.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2022 thêm 12% còn 577 tỷ đồng (+56% YoY) khi chúng tôi 1) giữ nguyên dự báo sản lượng bán năm 2022 ở mức 6,7 triệu tấn (+12% YoY) và 2) kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của HT1 đạt 14,7% trong năm 2022 (so với mức 12,3% vào năm 2021) - thấp hơn so với giả định trước đây là 16,4% do giá than đầu vào tăng.
- Sau đợt tăng mạnh vào tháng 8-12/2021, giá cổ phiếu của HT1 đã giảm 15% do lợi nhuận quý 4/2021 thấp. HT1 có định giá hợp lý với EV/EBITDA năm 2022 là 6,0 lần (dựa theo dự báo của chúng tôi) so với trung vị EV/EBITDA trượt của các công ty cùng ngành trong khu vực là 6,2 lần.
- Yếu tố hỗ trợ: Sản lượng bán phục hồi mạnh hơn dự kiến; tối ưu hóa chi phí sản xuất.
- Rủi ro: Chi phí đầu vào cao hơn dự kiến (cụ thể, than và điện).

**Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ phục hồi trong năm 2022 cho phép HT1 chuyển một phần mức chi phí đầu vào cao hơn.** Sản lượng tiêu thụ xi măng trong quý 4/2021 của HT1 tăng 81% QoQ đạt 1,7 triệu tấn (-12% YoY) do hoạt động xây dựng trong nước khởi động lại sau các gián đoạn từ đợt dịch COVID-19 thứ tư trong quý 3/2021. Diễn biến này dẫn đến sản lượng bán xi măng cả năm 2021 đạt 6,0 triệu tấn (-10% YoY) - phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Do đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2022 là 6,7 triệu tấn (+12% YoY). Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu VLXD tăng trong bối cảnh đầu tư cơ sở hạ tầng và các hoạt động xây dựng khu dân cư phục hồi khi sự gián đoạn của COVID-19 giảm dần sẽ hỗ trợ phục hồi sản lượng bán hàng của HT1. Chúng tôi cũng dự báo giá bán trung bình năm 2022 sẽ tăng 3,0% YoY khi chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ được cải thiện trong năm 2022 sẽ cho phép HT1 tăng giá bán trung bình để bù đắp cho giá than đầu vào cao hơn.

**Chúng tôi kỳ vọng cạnh tranh và giá than cao sẽ ảnh hưởng đến khả năng phục hồi biên LN.** Theo ban lãnh đạo, chi phí than đầu vào trung bình của HT1 tăng 41% YoY (tương ứng với 36% QoQ) trong quý 4/2021, nhưng công ty chỉ có thể chuyển một phần mức giá than cao này bằng cách tăng giá bán trung bình thêm 4% YoY (hoặc 5% QoQ) trong quý 4/2021. Chúng tôi kỳ vọng môi trường giá than tăng cao sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến biên LN gộp năm 2022 của HT1; do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định biên LN gộp năm 2022 của HT1 xuống 14,7% từ 16,4%. Chúng tôi cho rằng ngành xi măng trong nước có tính phân mảnh cao cũng như khả năng củng cố thị phần còn hạn chế của HT1 sẽ hạn chế khả năng chuyển mức tăng của giá than của công ty. Tuy nhiên, dự báo biên LN gộp năm 2022 của chúng tôi vẫn cho thấy sự cải thiện từ mức thấp 12,3% của năm 2021.

## Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7,064</b>	<b>8,076</b>	<b>8,152</b>	<b>8,229</b>
Giá vốn hàng bán	-6,195	-6,888	-6,813	-6,884
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>869</b>	<b>1,187</b>	<b>1,339</b>	<b>1,345</b>
Chi phí bán hàng	-131	-153	-163	-165
Chi phí QLDN	-168	-202	-212	-214
<b>LN hoạt động (EBIT)</b>	<b>570</b>	<b>832</b>	<b>964</b>	<b>966</b>
Doanh thu tài chính	17	0	0	0
Chi phí tài chính	-167	-92	-79	-57
- trong đó, chi phí lãi vay	-100	-92	-79	-57
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	16	-18	-18	-18
<b>LN trước thuế</b>	<b>462</b>	<b>722</b>	<b>867</b>	<b>890</b>
Thuế TNDN	-92	-144	-173	-178
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>370</b>	<b>577</b>	<b>694</b>	<b>712</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
<b>LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh</b>	<b>370</b>	<b>577</b>	<b>694</b>	<b>712</b>

EBITDA	1,154	1,430	1,580	1,604
EPS cơ bản (đồng)	824	1,286	1,546	1,587
EPS cơ bản điều chỉnh (đồng)	824	1,286	1,546	1,587
EPS pha loãng (đồng)	824	1,286	1,546	1,587
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	1,000	1,000	1,000	1,000
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	121%	78%	65%	63%

CHỈ SỐ	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Tăng trưởng:</b>				
Doanh thu thuần	-11.3%	14.3%	0.9%	0.9%
EBIT	-43.2%	45.9%	15.9%	0.2%
LN trước thuế	-39.8%	56.3%	20.2%	2.7%
EPS cơ bản điều chỉnh	-39.1%	56.1%	20.2%	2.7%

Khả năng sinh lời:				
Biên LN gộp	12.3%	14.7%	16.4%	16.3%
Biên EBIT	8.1%	10.3%	11.8%	11.7%
Biên EBITDA	16.3%	17.7%	19.4%	19.5%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	5.2%	7.1%	8.5%	8.7%
ROE	7.0%	11.0%	12.9%	12.7%
ROA	3.9%	6.6%	7.9%	8.3%

Chỉ số hiệu quả:				
Số ngày tồn kho	40.7	39.9	46.9	50.4
Số ngày phải thu	26.2	26.5	30.6	33.6
Số ngày phải trả	75.9	69.0	73.3	70.5
Chu kỳ luân chuyển tiền	-9.0	-2.5	4.2	13.5

Thanh khoản:				
CS thanh toán hiện hành	0.4	0.6	0.7	0.9
CS thanh toán nhanh	0.2	0.3	0.4	0.5
CS thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.2	0.2
Nợ vay/ Tài sản	18.3%	16.6%	13.4%	8.9%
Nợ vay/ Vốn	23.7%	21.7%	17.4%	11.7%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	25.4%	19.1%	10.0%	1.5%
CS khả năng thanh toán lãi vay	5.7	9.0	12.3	16.8

Nguồn: BCTC của công ty, dự báo của VCSC

CĐKT (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền và tương đương tiền	296	449	607	669
Đầu tư TC ngắn hạn	15	15	15	15
Các khoản phải thu	527	647	720	795
Hàng tồn kho	664	843	909	994
TS ngắn hạn khác	22	22	22	22
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>1,524</b>	<b>1,977</b>	<b>2,273</b>	<b>2,494</b>
TS cố định (nguyên giá)	14,763	14,900	15,080	15,302
- Khấu hao lũy kế	-7,953	-8,551	-9,167	-9,805
TS cố định (ròng)	6,810	6,349	5,913	5,497
Đầu tư TC dài hạn	44	44	44	44
TS dài hạn khác	431	431	431	431
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>7,285</b>	<b>6,824</b>	<b>6,388</b>	<b>5,972</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>8,809</b>	<b>8,801</b>	<b>8,660</b>	<b>8,466</b>
Phải trả ngắn hạn	1,208	1,394	1,342	1,318
Nợ vay ngắn hạn	1,611	1,460	1,158	757
Nợ ngắn hạn khác	799	646	652	658
Tổng nợ ngắn hạn	3,618	3,501	3,152	2,734
Nợ vay dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	16	16	16	16
<b>Tổng nợ</b>	<b>3,634</b>	<b>3,516</b>	<b>3,168</b>	<b>2,749</b>

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	488	557	724	904
Vốn khác	792	832	873	917
Lợi ích CĐTS	9	9	9	9
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5,175</b>	<b>5,285</b>	<b>5,493</b>	<b>5,717</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>8,809</b>	<b>8,801</b>	<b>8,660</b>	<b>8,466</b>

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

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1,079</b>	<b>296</b>	<b>449</b>	<b>607</b>
LNST sau lợi ích CĐTS	370	577	694	712
Khấu hao	584	598	616	638
Thay đổi vốn lưu động	-217	-266	-185	-177
Điều chỉnh khác	-1,080	-87	-104	-107
<b>LCTT từ HĐ kinh doanh</b>	<b>735</b>	<b>823</b>	<b>1,021</b>	<b>1,067</b>
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-125	-137	-179	-222
Khác	12	0	0	0
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>-114</b>	<b>-137</b>	<b>-179</b>	<b>-222</b>
Cổ tức đã trả	-637	-382	-382	-382
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	-766	-151	-302	-401
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	0	0	0	0
Khác	-1	0	0	0
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>-1,404</b>	<b>-532</b>	<b>-684</b>	<b>-782</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần</b>	<b>-782</b>	<b>153</b>	<b>158</b>	<b>62</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>296</b>	<b>449</b>	<b>607</b>	<b>669</b>

## 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 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

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

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,  
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### 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

##### Đặng Văn Pháp, Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- 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
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

### 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 Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (403)

#### Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, 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 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.