



HT1 THÍCH HỢP ĐẦU TƯ TRUNG VÀ DÀI HẠN

Chúng tôi khuyến nghị MUA trung và dài hạn cổ phiếu HT1 với mức giá mục tiêu kỳ vọng 1 năm là 24.939 đồng/cp (tăng 34,08% so với mức giá ngày 30/01/2015) dựa trên phương pháp định giá FCFF và EV/EBITDA. Cổ phiếu HT1 đang được giao dịch với PE forward = 9,54x, thấp hơn nhiều so với PE của VNIndex hiện là 13,9x.

Như những nhận định Khả quan và Tích cực về cổ phiếu Xi măng trong các báo cáo trước của BSC, chúng tôi tiếp tục duy trì nhận định này với mã cổ phiếu HT1 trong năm 2015. Giống như trường hợp của BCC, BTS và NT2 tình hình tài chính của HT1 bắt đầu được cải thiện rõ nét từ năm 2014 do được hưởng lợi từ diễn biến đồng EUR và lãi suất Euribor. Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu HT1 phù hợp với chiến lược đầu tư trung và dài hạn, cụ thể:



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	24.939
Giá thị trường (30/01/2015)	18.600
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	317,95
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	5.914
Giá trị sổ sách/cp	11.693
Sở hữu nước ngoài (%)	6,64%
Giá hiện tại (đ/cp)	18.600
KLTB 10 ngày (cp)	769.815
Giá thấp nhất 52T (đ)	6.500
Giá cao nhất 52T (đ)	21.600
+/- 7 ngày qua	-5,10%
+/- 1 tháng qua	8,14%

(1) Tiêu thụ xi măng nội địa dẫn đầu cả nước với giá bán ở mức cao nhất ngành. Theo báo cáo của Hiệp hội Xi măng, sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa của HT1 đạt 4,64 triệu tấn trong năm 2014, đứng vị trí thứ 1 về tiêu thụ xi măng cả nước và bỏ xa vị trí thứ 2 là xi măng Nghi Sơn (sản lượng tiêu thụ 3,90 triệu tấn). Ngoài ra, giá bán lẻ của HT1 luôn cao nhất trong ngành xi măng (giao động quanh mức 1,7 – 1,8 triệu đồng/tấn).

(2) Triển vọng tăng trưởng quy mô thị trường tiêu thụ trong khi HT1 hiện chưa vận hành hết công suất thiết kế. Với thị trường tiêu thụ từ Đà Nẵng tới Cà Mau, chúng tôi nhận định thị trường tiêu thụ của HT1 sẽ tiếp tục phát triển mạnh nhờ quy hoạch số 1874/QĐ-TTg ngày 13/10/2014 của Thủ tướng Chính phủ. Trong đó, kết cấu hạ tầng vùng kinh tế trọng điểm miền Trung được tập trung phát triển và đầu tư đồng bộ. Cùng với đó, sản xuất của HT1 hiện chưa đạt công suất thiết kế, vì vậy sẽ tạo tiềm năng tăng trưởng tích cực cho doanh nghiệp.

(3) Tiếp tục hưởng lợi từ diễn biến đồng EUR do có dư nợ ngoại tệ lớn. Với khoản dư nợ EUR còn lại của HT1, tương tự như BCC và BTS, chúng tôi ước tính HT1 sẽ tiếp tục ghi nhận khoảng 248 tỷ đồng lãi chênh lệch tỷ giá trong năm 2015 (tỷ giá dự báo do Bloomberg tổng hợp).

Dự báo KQKD 2015: Chúng tôi dự đoán DTT 2015 của HT1 sẽ đạt 7.363 tỷ đồng (+8,96%yoy); với mức biên lợi nhuận gộp 21,59% và dư nợ EUR, chúng tôi ước tính LNST 2015 sẽ đạt 619,68 tỷ đồng, tương đương EPS 2015 đạt 1.949 đồng/cp, tăng mạnh so với mức EPS 2014 đạt 971 đồng/cp.

Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	2014
DTT (tỷ đ)	4,251.19	5,280.65	5,823.91	6,368.75	6,758.09
% tăng trưởng yoy		24.22%	10.29%	9.36%	6.11%
Tổng tài sản (tỷ đ)	11,812.99	12,921.91	13,314.48	13,120.01	12,661.98
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,827.43	1,778.29	1,885.73	3,196.94	3,717.70
Vốn điều lệ (tỷ đ)	1,980.00	1,980.00	1,980.00	3,180.00	3,180.00
LN gộp (tỷ đ)	721.29	1,468.99	1,349.80	1,429.62	1,333.70
LN sau thuế (tỷ đ)	60.41	(8.94)	9.23	2.53	308.64
Biên LN gộp	16.97%	27.82%	23.18%	22.45%	19.73%
Biên LN thuần	1.42%	-0.17%	0.16%	0.04%	4.57%
ROE	3.31%	-0.50%	0.49%	0.08%	8.30%
ROA	0.51%	-0.07%	0.07%	0.02%	2.44%

Chuyên viên phân tích
Lương Thu Hương
Email: huonglt@bsc.com.vn
Tel: + 84 4 39352722 (108)

(Nguồn: BCTC HT1)



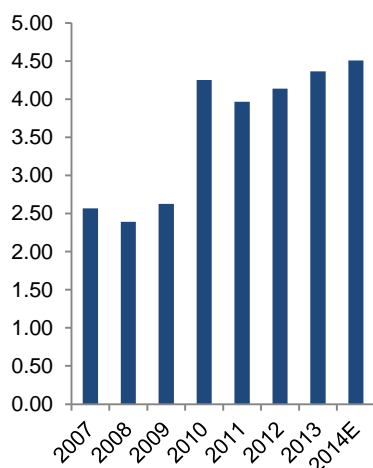
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

HT1 là doanh nghiệp có năng lực sản xuất cũng như thị trường tiêu thụ lớn nhất trong số các Công ty thành viên của Vicem. Hiện HT1 đang hoạt động với 2 nhà máy xi măng là nhà máy Bình Phước (công suất nung 1,76 triệu tấn clinker/năm) và nhà máy Kiên Lương (dây chuyền 1 công suất 900.000 tấn clinker/năm; dây chuyền 2 công suất 1,26 triệu tấn clinker/năm). Bên cạnh đó, HT1 còn có hệ thống 4 trạm nghiền trải rộng từ Cam Ranh tới Long An, Kiên Lương.



(Nguồn: BSC tổng hợp)

Tiêu thụ xi măng HT1 (triệu tấn/năm)



Là một trong những Công ty Xi măng đầu tiên của Việt Nam và có năng lực sản xuất tốt nhất trong số các công ty thành viên của Vicem. Tiền thân của CTCP Xi măng Hà Tiên 1 là Nhà máy xi măng Hà Tiên, chính thức đi vào hoạt động từ năm 1964. Sau khi được tách thành xi măng Hà Tiên 1 (HT1) và xi măng Hà Tiên 2 (HT2) vào năm 1993, cuối năm 2009 và đầu năm 2010, HT1 - HT2 được hoàn tất sáp nhập và giao dịch cổ phiếu tại Sở GDCK Tp. Hồ Chí Minh với mã chứng khoán HT1.

Với công suất nung clinker đạt khoảng 4 triệu tấn/năm và công suất thiết kế 7,3 triệu tấn xi măng/năm, HT1 hiện là công ty xi măng có năng lực sản xuất lớn nhất trong nhóm các công ty thành viên của Vicem.

Tiêu thụ xi măng – Dẫn đầu về thị phần từ Đà Nẵng đến mũi Cà Mau: với dung lượng thị trường Nam Trung bộ và Nam bộ (Đà Nẵng – Cà Mau) đạt khoảng 16 triệu tấn xi măng trong năm 2014, tiêu thụ của HT1 đạt khoảng 4,64 triệu tấn xi măng, đứng vị trí thứ 1 với 28,9% thị phần. Chính sách bán hàng của HT1 là tại chân nhà máy với hệ thống bán hàng Online dành cho đơn đặt hàng của các tổng đại lý – đây là doanh nghiệp đầu tiên và duy nhất thực hiện bán hàng Online trong hệ thống các công ty thành viên của Vicem.

Tiềm năng thị trường – Tăng trưởng tốt nhờ các Quy hoạch của Chính phủ. Theo quyết định số 1874/QĐ-TTg ngày 13/10/2014 của Thủ tướng Chính phủ về Quy hoạch tổng thể phát triển kinh tế - xã hội vùng kinh tế trọng điểm miền Trung đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030, vùng kinh tế trọng điểm miền Trung sẽ bao gồm 5 tỉnh: Thừa Thiên – Huế, Đà Nẵng, Quảng Nam, Quảng Ngãi và Bình Định. Trong đó đáng chú ý, kết cấu hạ tầng được tập trung phát triển, kết hợp chặt chẽ đầu tư kết cấu hạ tầng giao thông và phát triển đồng bộ hạ tầng đô thị. Ngoài ra, quyết định cũng vạch ra mục tiêu phát triển các khu công nghiệp, khu kinh tế, khu du lịch dịch vụ,...

Chúng tôi đánh giá đây là động lực cũng như cơ hội lớn cho sự tăng trưởng tiêu thụ xi măng tại thị trường Trung và Nam bộ trong những năm tới.

Năng lực sản xuất – Chưa vận hành hết công suất thiết kế. Hiện HT1 đang có 2 nhà máy sản xuất clinker tại Bình Phước và Kiên Lương. Với năng lực hiện có, HT1 có thể sản xuất tối đa 4,2 triệu tấn clinker/năm và gần 8 triệu tấn xi măng/năm. Trong quá trình hoạt động của HT1, năm 2013 là năm sản lượng nung clinker đạt mức cao nhất (3,82 triệu tấn). Năm 2014, sản lượng nung clinker của HT1 chỉ đạt khoảng 3,5 triệu tấn do dây chuyền sản xuất tại Bình Phước gặp trục trặc và phải dừng sản xuất để sửa chữa. Có thể thấy tiềm năng tăng trưởng của HT1 trong những năm tới là rất lớn khi thị trường tiêu thụ đang được mở rộng và dây chuyền sản xuất chưa vận hành hết công suất.

Mạng lưới sản xuất – Vị trí đặc địa và chiến lược của khu vực Nam Bộ: HT1 hiện đang sở hữu 2 nhà máy xi măng tại Bình Phước và Kiên Lương; ngoài ra còn sở hữu 4 trạm nghiền xi măng tại các vị trí chiến lược của khu vực Nam Bộ gồm: **(1)** Trạm nghiền Phú Hữu (Q9, Tp. HCM), **(2)** Trạm nghiền Thủ Đức (Q. Thủ Đức, Tp. HCM), **(3)** Trạm nghiền Long An (tỉnh Long An) và **(4)** Trạm nghiền Cam Ranh (tỉnh Khánh Hòa).

Do xi măng là mặt hàng khó vận chuyển và bảo quản nên chúng tôi đánh giá việc sở hữu hệ thống trạm nghiền trải dài từ Cam Ranh đến Long An,

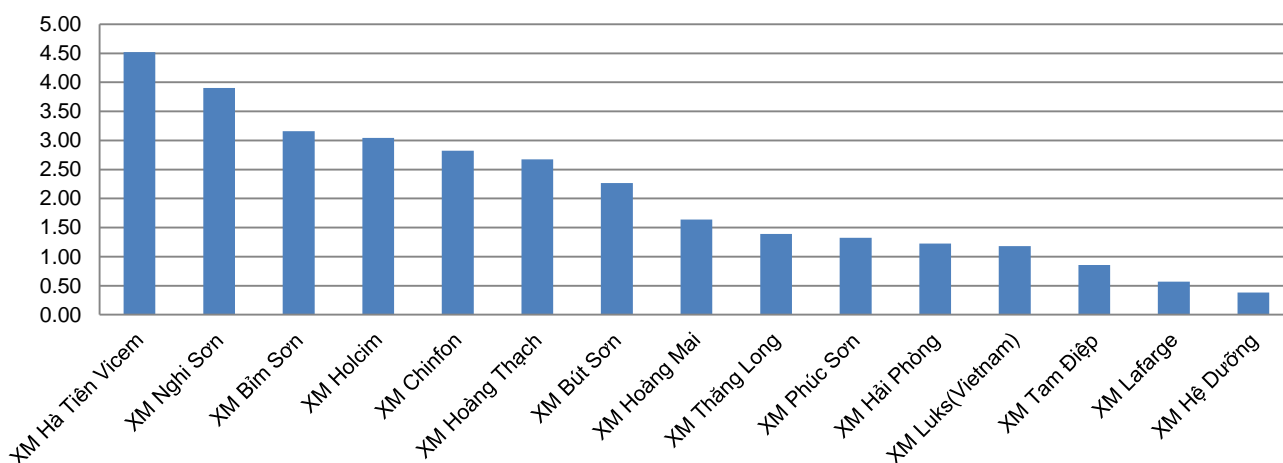
Kiên Lương giúp HT1 dễ dàng tiếp cận và phát triển thị trường.

Hệ thống mỏ đá vôi và đất sét – Lợi thế cạnh tranh của HT1: Khác với các tỉnh Bắc Bộ (Hà Nam, Ninh Bình,..), chất lượng và trữ lượng đá vôi tại các tỉnh Nam Bộ không đồng đều và dồi dào. Tại Nam Bộ, mỏ đá vôi chủ yếu tập trung tại Kiên Giang, Bình Phước và Tây Ninh trong đó Kiên Lương – tỉnh Kiên Giang là địa bàn có trữ lượng đá vôi và đất sét lớn nhất miền Nam, phù hợp với sản xuất xi măng và các loại vật liệu xây dựng. Trữ lượng đá vôi toàn tỉnh Kiên Giang hiện có 440 triệu tấn, có khả năng khai thác là 342 triệu tấn trong đó khai thác công nghiệp chỉ là 235 triệu tấn.

Hiện tại HT1 đang có lợi thế cạnh tranh rất lớn với việc sở hữu cụm mỏ đá vôi tại Kiên Lương (khoảng 4 khu mỏ), khai thác núi Trầu và núi Còm với tổng trữ lượng 32,3 triệu mét khối, cách nhà máy sản xuất chỉ có 1km (HT1 và xi măng Holcim đang được cấp phép khai thác với diện tích và trữ lượng lớn nhất so với các doanh nghiệp xi măng còn lại). Ngoài ra, HT1 cũng đang sở hữu mỏ đá vôi tại Bình Phước, cách nhà máy Bình Phước khoảng 10km theo đường thẳng.

Cạnh tranh tiêu thụ – Holcim là đối thủ chính tại thị trường Trung và Nam bộ. Tại thị trường Trung và Nam bộ, đối thủ chính của HT1 là xi măng Holcim với lượng tiêu thụ 3,04 triệu tấn trong năm 2014 (chiếm 19% thị phần từ Đà Nẵng tới Cà Mau). So sánh với HT1, Holcim chỉ có 1 nhà máy sản xuất tại Hòn Chông – Kiên Giang công suất thiết kế 2 triệu tấn xi măng/năm ngoài ra còn có 1 trạm nghiền tại Vũng Tàu và 2 trạm nghiền tại Tp. HCM với năng lực sản xuất cũng như mạng lưới không phủ rộng như HT1. Bên cạnh đó, phần lớn trong tổng diện tích khai thác đá vôi của Holcim là khu vực núi Mo So và núi Cây Xoài lại rất gần hệ thống hang động thẳng cảnh Mo So (cách khoảng 50m), khiến cho việc khai thác của Holcim trở nên khó khăn hơn, phải ngừng khai thác phần nổi chuyển sang khai thác tầng âm sâu 100m.

Tiêu thụ xi măng nội địa 2014 (triệu tấn)



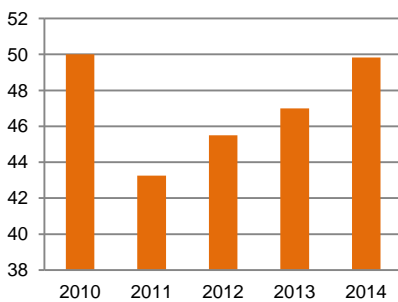
(Nguồn: HH xi măng Việt Nam)

Kế hoạch phát triển trong thời gian tới: trong các năm tới, HT1 sẽ mở rộng sản xuất với việc nâng công suất lò nung dây chuyền 1 nhà máy Kiên Lương từ 3000 tấn clinker/ngày lên 4000 tấn clinker/ngày. Quá trình thi công sẽ diễn ra vào giai đoạn bảo dưỡng hàng năm để đảm bảo không gián đoạn sản xuất.

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ VỊ THẾ CỦA HT1

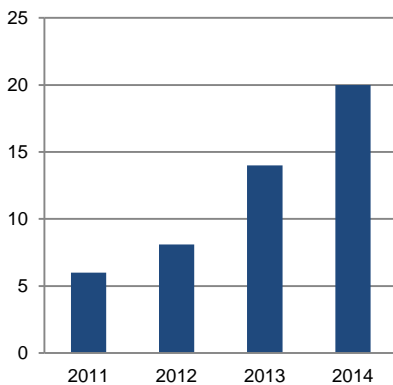
Sau những khó khăn về tiêu thụ và tình trạng dư Cung trầm trọng giai đoạn 2011 – 2013, tình hình tiêu thụ xi măng đã bắt đầu khởi sắc trong năm 2014 với sản lượng xuất khẩu tăng gần 43%/yoy. Chúng tôi đánh giá Ngành Xi măng đã bước vào chu kỳ phục hồi và tăng trưởng mới, chúng tôi duy trì nhận định khả quan với ngành Xi măng trong năm 2015.

Tiêu thụ Xi măng nội địa (triệu tấn)



(Nguồn: BSC tổng hợp)

Xuất khẩu Xi măng (triệu tấn)



(Nguồn: BSC tổng hợp)

TRIỂN VỌNG NGÀNH XI MĂNG NĂM 2015

Trong năm 2014, tình hình tiêu thụ xi măng khởi sắc với tổng lượng xi măng tiêu thụ nội địa đạt 49,83 triệu tấn (+6,02%/yoy) và lượng xuất khẩu đạt trên 20 triệu tấn xi măng clinker (+42,86%/yoy). Chúng tôi cho rằng ngành Xi măng đã bước vào chu kỳ phục hồi và tăng trưởng mới, cụ thể đánh giá **Khả Quan** với ngành xi măng trong năm 2015 dựa trên:

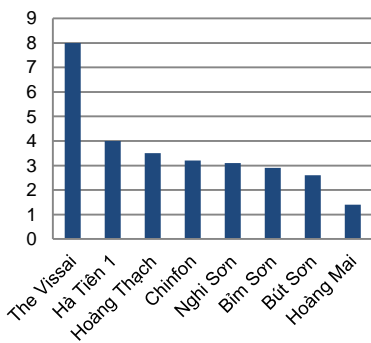
- Tình hình tiêu thụ xi măng tiếp tục khả quan:** Theo dự báo của Bộ Xây dựng, nhu cầu tiêu thụ Xi măng toàn ngành năm 2015 đạt khoảng 71 – 73 triệu tấn (trong đó tiêu thụ nội địa đạt 52 – 53 triệu tấn), tăng 4,41% - 7,35% so với năm 2014. Chúng tôi nhận định tiêu thụ xi măng trong nước có thể vượt mức dự báo của Bộ Xây dựng do: **(1)** Các chính sách có tác động hỗ trợ tích cực từ Chính phủ (Luật nhà ở sửa đổi có hiệu lực từ 1/7/2015; Thông tư 32/2014-NHNN ngày 18/11/2014); **(2)** Các dự án Hạ tầng giao thông tiếp tục được triển khai với tiến độ đảm bảo.
- Tiềm năng từ các thị trường xuất khẩu chính:** Theo dự báo của Morgan Stanley, Bangladesh, Indonesia và Philippines là 3 nước có dự báo tăng trưởng tiêu thụ xi măng hàng đầu tại châu Á, trung bình đạt khoảng 7 – 8% trong giai đoạn 2015 – 2018. Dẫn đến xuất khẩu Xi măng/clinker cũng có thể sẽ vượt dự báo của Bộ Xây dựng (dự báo xuất khẩu 19 – 20 triệu tấn) từ 4 – 5 triệu tấn.
- Hạn chế xây dựng nhà máy Xi măng mới giúp cân bằng Cung - Cầu:** Tính đến tháng 10 năm 2014, cả nước có 74 dây chuyền sản xuất xi măng với tổng công suất đạt 77 triệu tấn (Bộ Xây dựng). Dự kiến công suất các nhà máy xi măng cả nước sẽ đạt khoảng 81 triệu tấn vào năm 2015 (về cơ bản sẽ không tăng thêm công suất sản xuất xi măng đến năm 2017)
- Giá dầu tiếp tục giảm trong năm 2015:** Giá dầu được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong năm 2015, Morgan Stanley dự báo giá dầu có thể xuống đến mức 43\$ trong quý 2/2015; qua đó giúp doanh nghiệp tiết kiệm chi phí nhiên liệu sản xuất và chi phí vận tải.
- Lãi suất duy trì ở mức thấp và đồng EUR tiếp tục mất giá:** chúng tôi nhận định mặt bằng lãi suất tại Việt Nam sẽ tiếp tục ở mức thấp trong năm 2015, giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí tài chính; ngoài ra lãi suất EURIBOR cũng sẽ theo đà giảm do ảnh hưởng từ chính sách của ECB. Tỷ giá EURUSD được dự báo sẽ giảm về gần mức 1 trong năm 2015 (Bloomberg tổng hợp), tiếp tục hỗ trợ các doanh nghiệp còn dư nợ EUR lớn như HT1, BCC, BTS.

	2015	2016	2017	2018	2019
EURUSD	1.07	0.99	1.09	1.08	1.07

(Nguồn: Bloomberg, BSC)

VỊ THẾ CỦA HT1 TRONG NGÀNH

HT1 có công suất sản xuất clinker đứng thứ 2 cả nước chỉ sau The Vissai: công suất nung clinker hiện tại của HT1 khoảng 4 triệu tấn/năm trong khi The Vissai đang có tổng công suất gần 8 triệu tấn/năm. Bên cạnh đó, The Vissai cũng được Chính phủ cho phép nâng công suất nhà máy xi măng Đô Lương theo 2 giai đoạn với tổng công suất từ 910.000 tấn lên thành 6 triệu tấn/năm. Tuy nhiên thị trường chính của The Vissai là thị trường xuất khẩu, do đó có thể sẽ không có tác động lớn đến thị trường xi

**Công suất sản xuất clinker
(triệu tấn/năm)**


(Nguồn: BSC tổng hợp)

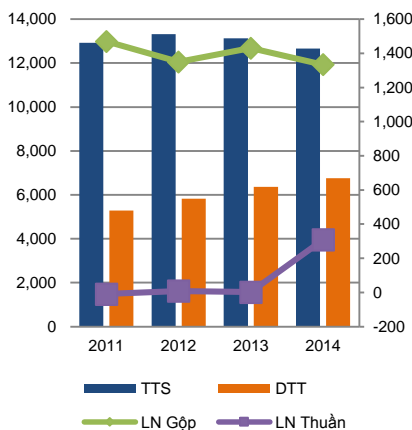
măng trong nước.

Tiêu thụ xi măng nội địa của HT1 đứng đầu cả nước: với sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 4,64 triệu tấn xi măng, HT1 dẫn đầu về lượng tiêu thụ xi măng và bỏ xa vị trí thứ 2 là xi măng Nghi Sơn với lượng tiêu thụ 3,90 triệu tấn trong năm 2014.

Hiệu quả sản xuất kinh doanh tốt nhất trong số các công ty xi măng niêm yết của Vicem. Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí QLDN trên DTT của HT1 hiện là 4,75% và 2,43%, thấp nhất so với tỷ lệ của BCC, BTS và HOM (trung bình lượt ở mức trên 6% và 4%). Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp của HT1 ở mức gần tương đương các doanh nghiệp trên, cho thấy hiệu quả trong việc quản lý sản xuất kinh doanh của HT1 tốt hơn so với các doanh nghiệp còn lại.

Mã	Vốn ĐL (tỷ đồng)	TTS (tỷ đồng)	Công suất clinker (tấn)	DTT (tỷ đồng)	% trên DTT					ROA	ROE
					LN gộp	Lãi vay	Cp Bán hàng	Cp QLDN	LN thuần		
HT1	3,180	12,662	4,000,000	6,758	19.74%	7.73%	4.75%	2.43%	4.57%	2.44%	8.30%
BTS	1,091	4,467	2,600,000	2,930	20.47%	7.95%	6.98%	3.96%	4.16%	2.73%	11.14 %
HOM	720	1,858	1,280,000	1,746	16.25%	2.78%	5.62%	5.31%	2.41%	2.27%	4.75%
SCJ	195	562	315,000	342	15.04%	4.00%	1.06%	2.77%	6.81%	4.15%	7.94%

(Nguồn: BSC tổng hợp, số liệu trên là của năm 2014, ngoại trừ BCC do chưa công bố BCTC Q4/2014)

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP
Tăng trưởng TTS - DTT - LN (tỷ đồng)


Dựa trên đặc điểm tài chính riêng của nhóm doanh nghiệp sản xuất xi măng cũng như tình hình sản xuất và tiêu thụ của ngành, chúng tôi đánh giá tài chính doanh nghiệp của HT1 đang có sự cải thiện tốt khi xét đến các chỉ tiêu về khả năng thanh toán, cơ cấu vốn, năng lực hoạt động và khả năng sinh lời. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng nhận định tình hình tài chính của doanh nghiệp sẽ càng được củng cố nhờ hưởng lợi từ diễn biến giảm giá của đồng EUR và lãi suất Euribor.

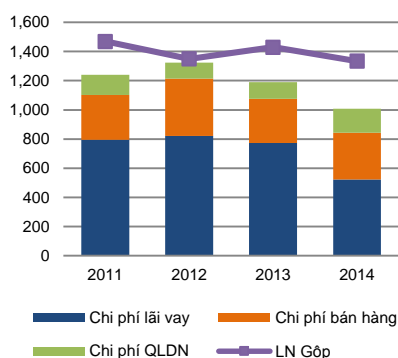
Khả năng thanh toán cải thiện: Khả năng thanh toán của HT1 đang dần được cải thiện tốt với hệ số thanh toán ngắn hạn tăng từ mức 0,4 (2011) lên 0,45 (2014) và hệ số thanh toán nhanh cải thiện từ 0,12 (2011) lên 0,2 (2014).

Cơ cấu vốn giảm về mức an toàn: hệ số Nợ/Vốn chủ sở hữu của HT1 được giảm từ mức 6,27 năm 2011 xuống chỉ còn 3,1 năm 2013 sau khi khoản nợ 1200 tỷ đồng với Vicem được chuyển đổi thành vốn chủ sở hữu thông qua việc phát hành riêng lẻ 120 triệu cổ phiếu. Hiện hệ số đã giảm về mức 2,41 thời điểm 31/12/2014, cho thấy cơ cấu vốn đã được cơ cấu về mức an toàn và cân bằng hơn.

Năng lực hoạt động ở mức tốt: cải thiện đáng kể với số ngày hàng tồn kho giảm mạnh từ 90,46 ngày (2012) xuống chỉ còn 65,44 ngày năm 2014. Mặc dù số ngày phải thu có xu hướng tăng nhẹ từ 19 ngày (2012) lên 23,81 ngày (2014) và số ngày khoản phải trả giảm từ 72 ngày xuống 69 ngày, nhưng xét toàn diện, chúng tôi cho rằng năng lực hoạt động của HT1 đang dần có sự cải thiện tốt.

Chi phí và doanh thu Tài chính – Thế cờ đảo ngược: với diễn biến đồng EUR giảm giá, những doanh nghiệp ngành xi măng có nợ vay dài hạn EUR như HT1, BCC và BTS đang được hưởng lợi lớn. Từ vị thế của một doanh



So sánh LN Gộp và Chi phí (tỷ đồng)


(Nguồn: BSC tổng hợp)

nghiệp hằng năm phải gánh khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lớn, thì nay không những được hưởng lãi chênh lệch tỷ giá mà còn có đủ nguồn lực để phân bổ hoàn toàn các khoản lỗ tỷ giá từ trước.

Với riêng HT1, trong năm 2014 đã phân bổ hoàn toàn 208,25 tỷ lỗ chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn xây dựng nhà máy. Bên cạnh đó HT1 còn ghi nhận được khoản lãi chênh lệch tỷ giá khoảng 230 tỷ giúp hiệu quả của hoạt động kinh doanh cốt lõi được thể hiện. Lợi nhuận sau thuế 2014 đạt 308,64 tỷ đồng (năm 2013 chỉ đạt 2,53 tỷ đồng), biên lợi nhuận thuần tăng từ 0,04% (2013) lên mức 4,57% (2014) và ROE cũng tăng từ 0,08% (2013) lên mức 8,3% (2014).

DỰ BÁO KQKD và ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi lưu ý dự báo trên căn cứ trên ước tính thận trọng về đồng EUR tham khảo dự báo về tỷ giá EURUSD và USDVND tổng hợp của Bloomberg.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của HT1 trong giai đoạn 2015 – 2019 dựa trên những giả định thận trọng. Một số điểm đáng lưu ý như sau:

Với doanh thu thuần: Chúng tôi dự báo doanh thu thuần 2015 của HT1 sẽ đạt 7.363 tỷ đồng (+8,96%/yoy) với sản lượng xi măng tiêu thụ tăng 7% so với sản lượng tiêu thụ năm 2014 (lấy theo số liệu sản lượng do Hiệp hội xi măng cung cấp), đạt 4,82 triệu tấn và clinker tiêu thụ đạt 895.861 tấn.

Trong giai đoạn 2015 – 2019, chúng tôi giả định sản lượng sản xuất clinker của HT1 sẽ đạt 4,2 triệu tấn mỗi năm và lượng xi măng tiêu thụ tăng 6% qua từng năm. Lượng xi măng tiêu thụ năm 2019 được kỳ vọng đạt 6,1 triệu tấn và clinker tiêu thụ đạt 28.601 tấn.

Với biên lợi nhuận gộp, trong 4 năm trở lại đây biên lợi nhuận gộp của HT1 đều ở mức rất cao lần lượt là 27,82% (2011), 23,18% (2012), 22,45% (2013) và 19,73% (2014 – do có sự cố dây chuyền sản xuất trong Q2 và Q3, sau đó trong Q4 biên LNG đã đạt mức 24%). Trong giai đoạn 2015 – 2019, chúng tôi dự báo ở mức thận trọng và ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ giao động quanh mức 21,6%.

Với dư nợ EUR dài hạn: Chúng tôi cũng ước tính HT1 sẽ tiếp tục ghi nhận khoảng 248 tỷ đồng lãi chênh lệch tỷ giá trong năm 2015. Ngoài ra, HT1 vẫn còn một lượng dư nợ ngoại tệ USD thời điểm cuối năm 2015, tuy nhiên với chính sách kiểm soát tỷ giá USDVND không vượt quá 2% của ngân hàng nhà nước, chúng tôi cho rằng khoản lỗ chênh lệch tỷ giá với đồng USD là không đáng kể.

Về việc chia cổ tức: Chúng tôi dự báo với kết quả kinh doanh khả quan trong những năm tới, dự đoán HT1 sẽ trả cổ tức khoảng 5% tiền mặt trong các năm 2015 – 2017.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU HT1

1.Phương pháp FCFF:

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF với hai giai đoạn

Giai đoạn 1 (2015 – 2019): giai đoạn này hoạt động sản xuất clinker diễn ra bình thường với sản lượng 4,2 triệu tấn clinker/năm, kế hoạch nâng công suất nhà máy diễn ra từ từ vào kỳ bảo dưỡng các năm và giá bán xi măng tại nhà máy được tăng nhẹ qua từng năm (giả định thận trọng tăng 1 –

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Rm	11.75%
Rf	5.78%
beta	1.3
ke	13.54%
kd	7.25%
E/A	33.58%
D/A	66.42%
Tax rate	22%
WACC	8.30%
g	2.50%

2%/năm)

Giai đoạn 2 (từ năm 2020 trở đi): chúng tôi đề tăng trưởng dài hạn ở mức 2,5%

Tỷ giá dự báo theo tổng hợp của Bloomberg:

	2015	2016	2017	2018	2019
EURUSD	1.07	0.99	1.09	1.08	1.07
USDVND	21,704	21,721	21,616	21,915	22,353
EURVND	23,223	21,504	23,561	23,668	23,918

Theo phương pháp FCFF, giá hợp lý trên một cổ phiếu HT1 sẽ là 27.354 đồng/cp.

2. Phương pháp EV/EBITDA:

Chúng tôi ước tính EBITDA 2015 của HT1 sẽ đạt 1.936,94 tỷ đồng. Với EV/EBITDA T12M trung bình của nhóm xi măng niêm yết trong khu vực châu Á mới nổi là 7.1x, giá trị hợp lý trên 1 cổ phiếu HT1 sẽ đạt 23.328 đồng/cp.

3. Tổng hợp từ 2 phương pháp:

Tổng hợp từ 2 phương pháp định giá, chúng tôi tính giá hợp lý trên 1 cổ phiếu HT1 tỷ trọng 60% với phương pháp EV EBITDA và 40% với phương pháp FCFF (do phương pháp EV EBITDA phù hợp với những doanh nghiệp cần vốn đầu tư nhiều và có giá trị khấu hao tài sản lớn, như trường hợp của các doanh nghiệp sản xuất xi măng).

Giá trị hợp lý trên 1 cổ phiếu HT1 sẽ là 24.939 đồng/cp, tăng 34,08% so với mức giá 18.600 ngày 30/01/2015.

Phương pháp	Giá hợp lý	Trọng số	Giá trung bình
FCFF	27.354	40%	24.939
EV EBITDA	23.328	60%	

PHỤ LỤC 1
Định giá cổ phiếu HT1 theo phương pháp FCF

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		6.79%	7.29%	7.79%	8.29%	8.79%	9.29%	9.79%
Giá cổ phần	0.0%	23,819	20,558	17,713	15,209	12,987	11,003	9,220
	0.5%	26,705	23,002	19,804	17,014	14,558	12,380	10,433
	1.0%	30,090	25,835	22,204	19,068	16,331	13,922	11,785
	1.5%	34,115	29,158	24,985	21,423	18,347	15,662	13,299
	2.0%	38,979	33,108	28,246	24,153	20,659	17,641	15,008
	2.5%	44,977	37,882	32,123	27,354	23,339	19,912	16,951
	3.0%	52,557	43,769	36,809	31,160	26,482	22,543	19,181
	3.5%	62,439	51,208	42,588	35,761	30,218	25,629	21,764
	4.0%	75,862	60,908	49,890	41,433	34,735	29,297	24,794
	4.5%	95,142	74,082	59,411	48,601	40,304	33,732	28,397
	5.0%	125,184	93,006	72,343	57,948	47,341	39,199	32,751

(Nguồn: BSC dự báo)

PHỤ LỤC 2 – BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đơn vị: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018	2019
TÀI SẢN						
A. Tài sản ngắn hạn	1,725.94	2,098.19	2,092.29	2,123.60	2,133.75	2,188.01
I. Tiền và tương đương tiền	219.00	273.17	191.48	139.81	119.61	117.69
II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	36.04	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
III. Các khoản phải thu	496.72	610.63	636.71	665.25	648.43	666.97
IV. Hàng tồn kho, ròng	958.83	1,129.28	1,177.51	1,230.29	1,276.04	1,312.54
V. Tài sản lưu động khác	15.35	35.11	36.60	38.25	39.67	40.80
B. Tài sản dài hạn	10,936.04	10,404.89	9,923.65	9,547.02	9,390.06	9,303.58
I. Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
II. Tài sản cố định	10,699.21	10,145.89	9,663.67	9,295.08	9,133.09	9,047.28
III. Giá trị ròng tài sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
IV. Đầu tư dài hạn	56.00	56.00	56.00	56.00	56.00	56.00
V. Tài sản dài hạn khác	180.84	203.00	203.98	195.94	200.97	200.30
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	12,661.98	12,503.08	12,015.95	11,670.62	11,523.81	11,491.59
NGUỒN VỐN						
A. Nợ phải trả	8,944.28	8,324.67	7,380.69	6,662.13	5,819.82	5,011.74
I. Nợ ngắn hạn	3,847.14	4,126.34	4,222.02	4,393.51	4,418.77	4,383.47
II. Nợ dài hạn	5,097.13	4,198.32	3,158.67	2,268.62	1,401.05	628.27
B. Vốn chủ sở hữu	3,717.70	4,178.41	4,635.25	5,008.49	5,703.99	6,479.85
I. Vốn và các quỹ	3,717.70	4,178.41	4,635.25	5,008.49	5,703.99	6,479.85
II. Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	-	-	-	-	-	-
C. Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	12,661.98	12,503.08	12,015.95	11,670.62	11,523.81	11,491.59

(Nguồn: BSC dự báo)

PHỤ LỤC 3 – KẾT QUẢ KINH DOANH

Đơn vị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018	2019
3. Doanh số thuần	6,758.09	7,363.47	7,677.91	8,022.08	8,320.41	8,558.41
4. Giá vốn hàng bán	5,424.39	5,773.94	6,019.20	6,287.65	6,520.35	6,705.99
5. Lãi gộp	1,333.70	1,589.53	1,658.71	1,734.43	1,800.06	1,852.42
6. Thu nhập tài chính	291.61	266.56	130.20	20.48	18.38	18.38
7. Chi phí tài chính	745.70	562.47	498.66	545.83	385.02	320.80
- Trong đó: Chi phí lãi vay	522.71	544.15	490.30	429.08	368.12	302.23
8. Chi phí bán hàng	321.10	349.64	364.57	380.91	395.08	406.38
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	164.22	155.03	161.65	168.90	175.18	180.19
10 Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	394.29	788.95	764.03	659.26	863.16	963.42
11. Thu nhập khác	9.65	16.54	17.25	18.02	18.69	19.22
12. Chi phí khác	8.25	11.03	11.50	12.01	12.46	12.82
13. Thu nhập khác, ròng	1.41	5.51	5.75	6.00	6.23	6.41
13b. Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh						
14. Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	395.70	794.46	769.77	665.26	869.38	969.82
18. Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	308.64	619.68	615.82	532.21	695.51	775.86
19. Lợi ích cổ đông thiểu số						
20. Cổ đông của Công ty mẹ						
21. Lãi cơ bản trên cổ phiếu	971	1,949	1,937	1,674	2,187	2,440
22. Lãi trên cổ phiếu pha loãng						

(Nguồn: BSC dự báo)

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).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@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**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

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

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.