

CÔNG TY CỔ PHẦN XI MĂNG VICEM HÀ TIÊN (HSX: HT1)
Trịnh Đức Thành

Chuyên viên phân tích

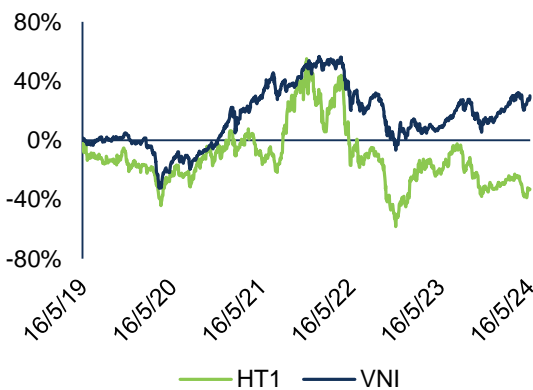
 Email: thanhtd@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4306

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Biến động giá HT1 & VNIndex

Thông tin giao dịch
16/05/2024

Giá hiện tại (VND/cp)	12.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	16.868
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	10.730
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	381,6
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	381,6
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	288.578
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	3,71%
Vốn hóa (tỷ VND)	4.808
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	204
P/E Trailing 12 tháng	58,31x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Xi măng VICEM Hà Tiên
Địa chỉ	604 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Kho, Quận 1, TPHCM
Doanh thu chính	Sản xuất & Kinh doanh các sản phẩm xi măng bao, xi măng rời và clinker
Chi phí chính	Nguyên vật liệu, nhiên liệu (Đá vôi, đất sét và than cám)
Rủi ro chính	Biến động chi phí nguyên liệu đầu vào và rủi ro thanh toán

Giá hiện tại: 12.000

 Giá mục tiêu: **13.600**

 Tăng/(giảm): **+13,2%**
Khuyến nghị
MUA
LỢI NHUẬN HỒI PHỤC NHỜ GIÁ THAN HẠ NHIỆT VÀ DỰ ÁN TRẠM BOT PHÚ HỮU
KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2024 (chi tiết)

Doanh thu thuần của HT1 đạt **1.495 tỷ đồng (-12% YoY & 21% KH2024)**. Sản lượng xi măng tiêu thụ ước đạt 1,13 triệu tấn (-6% YoY) đối với mảng nội địa và 18,4 nghìn tấn (-2% YoY) đối với mảng xuất khẩu. Giá xi măng bình quân tiêu thụ Q1/2024 giảm về 1,7 triệu đồng/tấn (-7% YoY) do sản phẩm mới Power Cement giá thấp.

HT1 ghi nhận **lỗ trước thuế -18 tỷ đồng, cải thiện so với cùng kỳ**. Biên lợi nhuận gộp đạt 6,9% (+2,4 đpt YoY) nhờ giá than tiếp tục hạ nhiệt. Chi phí lãi vay giảm mạnh 57% YoY do HT1 đã tăng trả vay ngắn hạn trong năm 2023 cùng với mặt bằng lãi suất thấp trong Q1/2024.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2024 (chi tiết)

Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2024 của HT1 đạt lần lượt 6.884 tỷ đồng (-2% YoY & 98% KH2024) và 53,5 tỷ đồng (+117% YoY & 185% KH2024) dựa trên các luận điểm sau:

- Sản lượng tiêu thụ nội địa ước đạt 5,5 triệu tấn (+4% YoY)** với kỳ vọng hoạt động xây dựng dân dụng tại thị trường chính là Tp. HCM hồi phục với diện tích sàn nhà ở tăng thêm năm 2024 ước tính đạt 8 triệu m² (+23% YoY). Kỳ vọng năng lực cạnh tranh của HT1 cải thiện nhờ sản phẩm Power Cement giá rẻ với sản lượng tiêu thụ dự phóng tăng mạnh, đạt 550 – 600 nghìn tấn (+320 – 360% YoY). Giá xi măng bình quân dự kiến đạt 1,65 triệu đồng/tấn, đi ngang so với Q1/2024, nhưng giảm 6% YoY.
- Dự án trạm BOT Phú Hữu giúp thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận.** Kỳ vọng HT1 sẽ bắt đầu thu phí trong cuối Q2/2024 và bắt đầu ghi nhận doanh thu vào Q3/2024. Doanh thu và lợi nhuận năm 2024 dự phóng đạt lần lượt 55 tỷ đồng và 22 tỷ đồng. Theo đó, kỳ vọng lợi nhuận sau thuế tăng mạnh lên mức 43 tỷ đồng (+138% YoY).
- Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng đạt 8,7% (+0,1 đpt YoY)** nhờ tiêu thụ phục hồi và giá than tiếp tục hạ nhiệt trong khi giá bán giảm. Chi phí lãi vay ước đạt 103 tỷ đồng (-17% YoY) nhờ HT1 giảm vay nợ và lãi suất huy động tiếp tục điều chỉnh giảm so với cùng kỳ.

KHUYẾN NGHỊ VÀ CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ (chi tiết)

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HT1 với mức giá cập nhật là **13.600 đồng/cp**, cao hơn 13,2% so với mức giá đóng cửa ngày 16/05/2024.

YẾU TỐ THEO DÕI VÀ RỦI RO ĐẦU TƯ (chi tiết)

- Kỳ vọng cắt giảm chi phí khi dự án Tận dụng nhiệt thừa để phát điện tại Nhà máy Bình Phước hoàn thành.
- Rủi ro thanh toán khi 67,9% khoản phải trả tới từ nguồn ngoài nội bộ

A. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 2023 VÀ Q1/2024

Đơn vị: Tỷ đồng	2022	2023	%YoY	%KHĐC 2023	Q1/2023	Q1/2024	%YoY	%KH2024
Tổng doanh thu	9.473	7.541	-20,4%		1.807	1.586	-12,2%	
Các khoản giảm trừ doanh thu	555	492	-11,3%		116	91	-21,8%	
Doanh thu thuần	8.918	7.049	-21,0%	88,5%	1.691	1.495	-11,6%	21,2%
Lợi nhuận gộp	892	604	-32,3%		76	103	+36,6%	
Doanh thu tài chính	6	6	-1,4%		0.8	0.6	-32,0%	
Chi phí tài chính	143	160	+11,5%		43	20	-52,5%	
- Trong đó: Chi phí lãi vay	76	124	+62,2%		35	15	-56,5%	
Chi phí bán hàng	179	174	-2,8%		47	40	-13,4%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	242	242	+0,2%		55	66	+19,7%	
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	334	34	-89,8%		-68	-23	N/A	
Lợi nhuận trước thuế	324	25	-92,4%	30,8%	-76	-18	N/A	N/A
Lợi nhuận sau thuế	258	18	-93,0%	28,1%	-86	-25	N/A	N/A
Chỉ số tài chính	2022	2023	%YoY		Q1/2023	Q1/2024	%YoY	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10,0%	8,6%	-1,4 đpt		4,5%	6,9%	+2,4 đpt	
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	2,9%	0,3%	-2,6 đpt		N/A	N/A	N/A	
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2,0%	1,9%	-0,1 đpt		2,8%	2,7%	-0,1 đpt	
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,7%	3,4%	+0,7 đpt		3,3%	4,4%	+1,1 đpt	

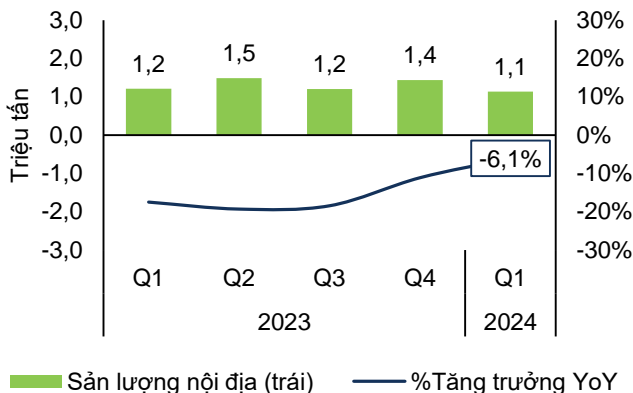
Nguồn: BCTC hợp nhất của HT1 năm 2023 và Q1/2024, FPT Research

B. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH Q1/2024 ([quay lại](#))

1. Nhu cầu tiêu thụ xi măng duy trì ảm đạm trong Q1/2024

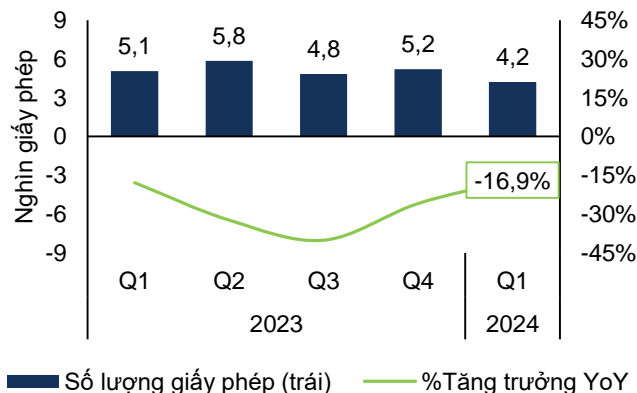
► Mảng nội địa

Biểu đồ 1: Sản lượng tiêu thụ nội địa và tăng trưởng theo quý của HT1



Nguồn: Hiệp hội Xi măng Việt Nam (VNCA), FPTS Research

Biểu đồ 2: Số lượng giấy phép xây dựng được cấp tại Tp. HCM và tăng trưởng theo quý

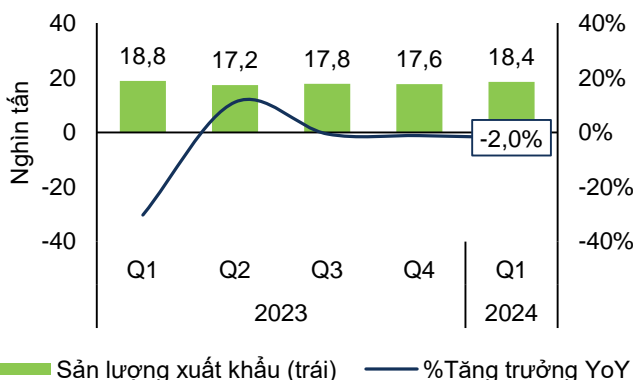


Nguồn: Cục thống kê Tp. HCM, FPTS Research

Trong Q1/2024, tổng sản lượng tiêu thụ của HT1 ước đạt 1,15 triệu tấn (-6,4% YoY). Trong đó, sản lượng nội địa ước đạt 1,13 triệu tấn (-6,1% YoY). Phía doanh nghiệp chia sẻ nhu cầu tiêu thụ sụt giảm mạnh trong năm 2023 đã khiến HT1 phải cho dừng lò sản xuất tại nhà máy Kiên Lương kể từ ngày 27/06/2023 và mới cho hoạt động trở lại vào tháng 03/2024 vừa qua đã tác động tiêu cực tới sản lượng tiêu thụ trong Q1/2024. Bên cạnh đó, tình hình xây dựng tại địa bàn tiêu thụ chính của HT1 là Thành phố Hồ Chí Minh (Tp. HCM) cũng kém khả quan trong Q1/2024 khi thị trường bất động sản hồi phục chậm và hoạt động cấp phép xây dựng diễn ra nhỏ giọt. Theo Cục Thống kê Tp. HCM, tính đến hết tháng 3/2024, toàn thành phố chỉ cấp được 4.209 giấy phép (-16,9 YoY).

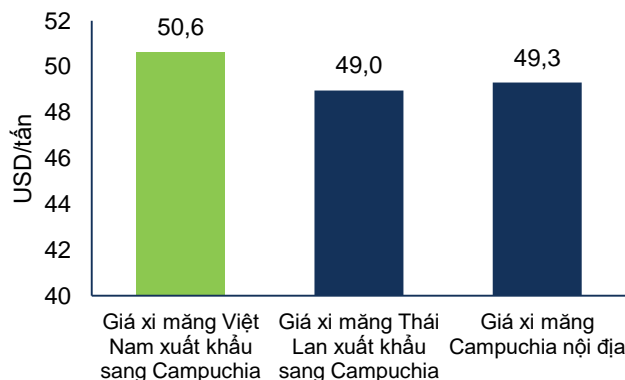
► Mảng xuất khẩu

Biểu đồ 3: Sản lượng tiêu thụ xuất khẩu và tăng trưởng theo quý của HT1



Nguồn: HT1, FPTS Research

Biểu đồ 4: So sánh giá của xi măng nội địa và xi măng nhập khẩu Q1/2024 tại thị trường Campuchia



Nguồn: Hiệp hội Xây dựng Campuchia, FPTS Research

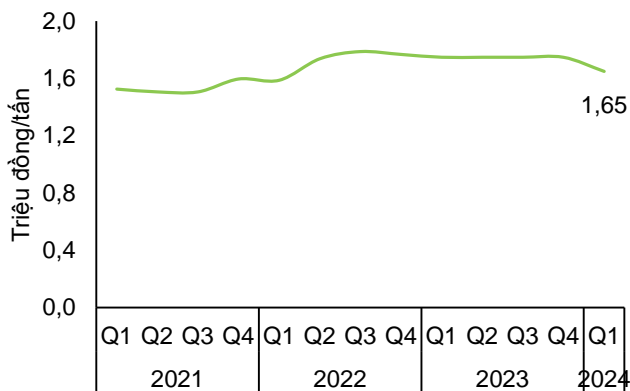
Lưu ý: Trục biểu đồ bắt đầu từ 40 USD/tấn

Sản lượng xuất khẩu Q1/2024 của HT1 ước đạt 18,4 nghìn tấn (-2,0% YoY). Mảng xuất khẩu của HT1 cũng gặp nhiều khó khăn do áp lực cạnh tranh về giá từ xi măng Thái Lan tại thị trường Campuchia. Theo Hiệp hội Xây dựng Campuchia, giá trị nhập khẩu xi măng của nước này trong Q1/2024 đã tăng lên đáng kể, đạt 5,32 triệu USD (+15,0% YoY) nhờ đẩy mạnh xây dựng hạ tầng. Tuy nhiên, khối lượng và giá trị xi măng nhập khẩu của nước này từ Việt Nam lại sụt giảm mạnh xuống lần lượt 14,9 nghìn tấn (-51,2% YoY) và 747 nghìn USD (-52,3% YoY).

Nguyên nhân chủ yếu do giá bán của xi măng Thái Lan luôn thấp hơn từ 3 – 4% so với xi măng Việt Nam khi Xi măng INSEE (đơn vị sản xuất xi măng lớn nhất Thái Lan) có nhà máy đặt tại Campuchia giúp thương hiệu này có lợi thế về chi phí vận chuyển. Ngoài ra, theo phía HT1, giá xi măng nội địa của Campuchia cũng thấp hơn so với xi măng nhập khẩu khiến xi măng Việt Nam khó cạnh tranh trong bối cảnh sản phẩm không có nhiều khác biệt. Điều này dẫn tới thị phần tại thị trường Campuchia của xi măng Việt Nam nói chung và xi măng VICEM Hà Tiên nói riêng sụt giảm trong Q1/2024.

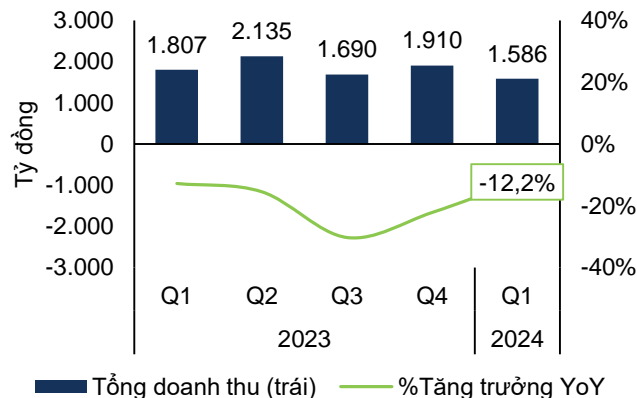
2. Giá xi măng bình quân điều chỉnh giảm nhờ dòng sản phẩm mới Power Cement

Biểu đồ 5: Giá bán xi măng bình quân theo quý của HT1 giai đoạn 2021 – 2024



Nguồn: Sở Xây dựng Tp. HCM, HT1, FPT Research

Biểu đồ 6: Tổng doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ theo quý của HT1



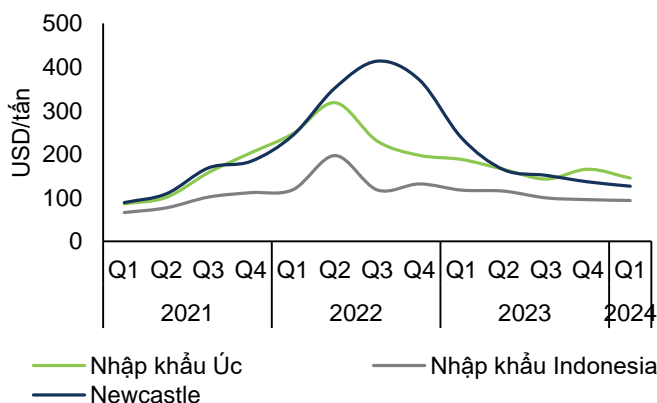
Nguồn: HT1, FPT Research

Kết thúc Q1/2024, giá bán bình quân các sản phẩm xi măng của HT1 đạt 1,65 triệu đồng/tấn (-7,3% YoY).

Vào tháng 10/2023, doanh nghiệp đã cho ra mắt dòng sản phẩm mới Power Cement nhằm cạnh tranh trực tiếp với các thương hiệu xi măng giá rẻ. Giá bán của dòng sản phẩm này sẽ thấp hơn 31,9% so với xi măng VICEM Hà Tiên PCB40 thông thường, đạt 1,25 triệu đồng/tấn trong Q1/2024, kéo theo giá bán bình quân của HT1 xuống thấp. Trong khi đó, các dòng sản phẩm khác của doanh nghiệp có xu hướng đi ngang so với cùng kỳ trong Q1/2024. Giá bán các sản phẩm xi măng PCB40, xi măng đa dụng và xi măng xây tô lần lượt đạt 1,82 triệu đồng/tấn (-0,02% YoY), 1,81 triệu đồng/tấn (-0,03% YoY) và 1,54 triệu đồng/tấn (-0,03% YoY). Việc giá bán bình quân điều chỉnh giảm kết hợp cùng với nhu cầu tiêu thụ kém khả quan đã khiến tổng doanh thu Q1/2024 của HT1 ghi nhận sụt giảm so với cùng kỳ, đạt 1.586 tỷ đồng (-12,2% YoY).

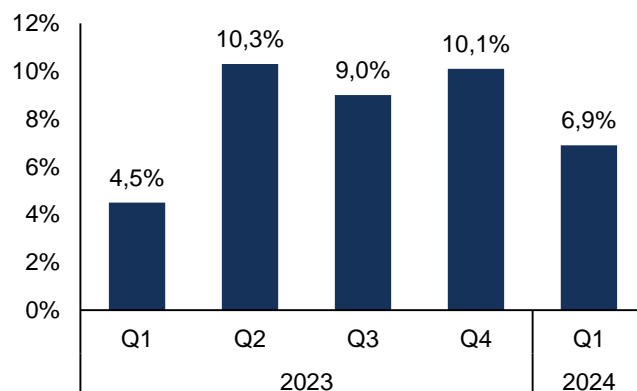
3. Biên lợi nhuận gộp được mở rộng khi giá than tiếp tục điều chỉnh giảm

Biểu đồ 7: Diễn biến giá than nhập khẩu Úc, Indonesia và giá than Newcastle



Nguồn: World Bank, Tổng Cục Hải quan, FPT Research

Biểu đồ 8: Biên lợi nhuận gộp Q1/2024 của HT1 đạt 6,9% (+2,4 đpt YoY)

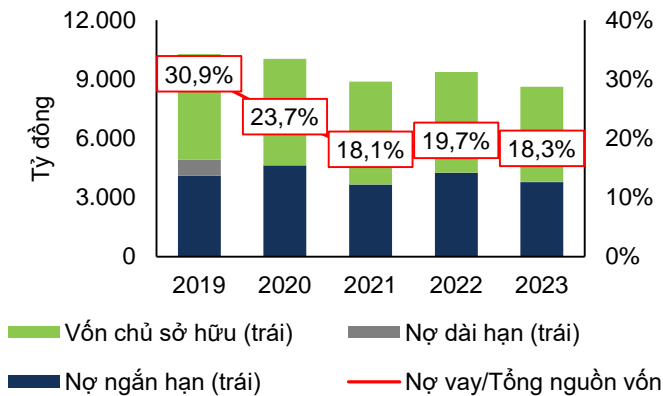


Nguồn: HT1, FPT Research

Theo World Bank, giá than Newcastle tiếp tục điều chỉnh giảm mạnh về 127 USD/tấn (-46,5% YoY) trong Q1/2024 do nguồn cung tăng mạnh tại hai quốc gia sản xuất than hàng đầu là Ấn Độ và Trung Quốc. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ than cũng chịu tác động tiêu cực từ xu hướng chuyển dịch sang sử dụng năng lượng tái tạo trong sản xuất điện ngày càng tăng cao. Theo đó, giá than nhập khẩu từ Úc và Indonesia của Việt Nam cũng ghi nhận mức giảm đáng kể so với cùng kỳ, đạt lần lượt 145 USD/tấn (-22,7% YoY) và 94 USD (-20,2% YoY) trong Q1/2024. **Điều này giúp cho biên lợi nhuận gộp Q1/2024 của HT1 đạt 6,9% (+2,4 đpt YoY)**. Mức cải thiện này chủ yếu đến từ việc giá than đầu vào giảm nhanh hơn so với mức giảm của giá xi măng cùng với sản lượng tiêu thụ của HT1. Phía doanh nghiệp chia sẻ hiện đang nhập được than với giá thấp hơn giá niêm yết của Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (TKV) trong nước cũng góp phần cho sự hồi phục của biên lợi nhuận gộp trong Q1/2024.

4. Lợi nhuận trước thuế cải thiện so với cùng kỳ nhờ giảm vay nợ ngắn hạn

Biểu đồ 9: Cơ cấu nguồn vốn và nợ vay của HT1 giai đoạn 2019 – 2023



Nguồn: HT1, FPT S Research

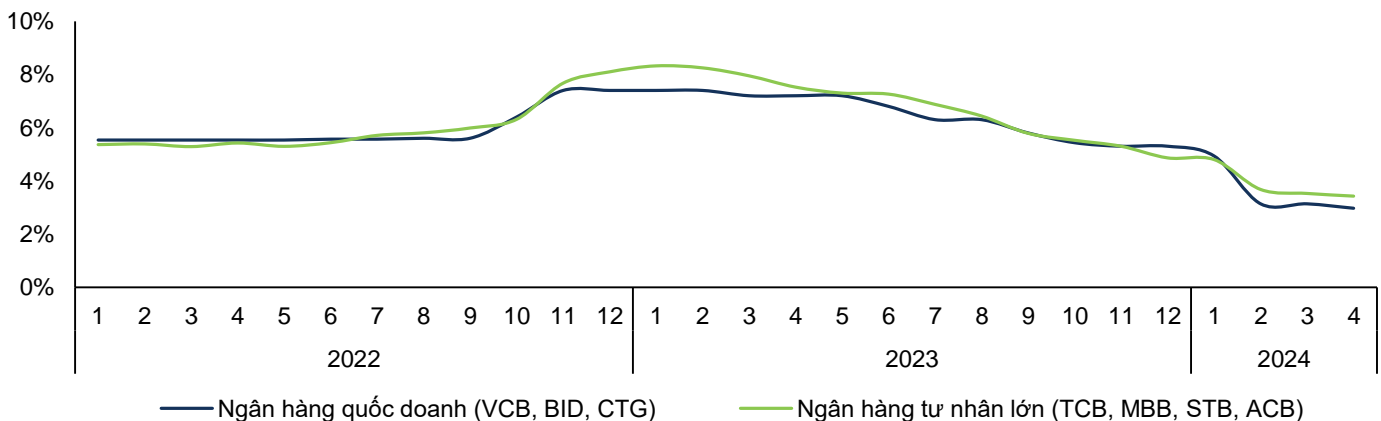
Biểu đồ 10: Lợi nhuận trước thuế hợp nhất Q1/2024 của HT1 cải thiện so với cùng kỳ



Nguồn: HT1, FPT S Research

Kết thúc Q1/2024, lợi nhuận trước thuế của HT1 đã có mức cải thiện đáng kể so với cùng kỳ, đạt -18,5 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ -75,7 tỷ đồng). Bên cạnh việc biên lợi nhuận gộp được mở rộng nhờ giá than đầu vào hạ nhiệt, lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp cũng được hỗ trợ nhờ chi phí lãi vay giảm mạnh về mức 15,2 tỷ đồng (-56,5% YoY) trong Q1/2024. Nguyên nhân chủ yếu do HT1 đã giảm vay nợ ngắn hạn trong năm 2023 về 1.578 tỷ đồng (-14,5% YoY) khi tình hình tiêu thụ kém khả quan đã khiến doanh nghiệp phải cho dừng lò sản xuất, từ đó kéo theo nhu cầu vay nợ để tài trợ vốn lưu động sụt giảm. Ngoài ra, điều này còn được hỗ trợ khi mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp trong Q1/2024 với lãi suất huy động bình quân tại T3/2024 đạt 3,13% (-4,07 đpt YoY) đối với khối ngân hàng quốc doanh và 3,53% (-4,43 đpt YoY) đối với khối ngân hàng tư nhân.

Biểu đồ 11: Lãi suất huy động tiếp tục điều chỉnh giảm trong 4T2024



Nguồn: Thống kê lãi suất huy động của các ngân hàng, FPT S Research

C. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024 (quay lại)

Tại Đại hội cổ đông (ĐHCD) ngày 24/04/2024, ban lãnh đạo của HT1 đặt kế hoạch kinh doanh hợp nhất năm 2024 với tổng doanh thu đạt 7.032 tỷ đồng (-0,3% YoY) và lợi nhuận trước thuế đạt 29 tỷ đồng (+17,5% YoY).

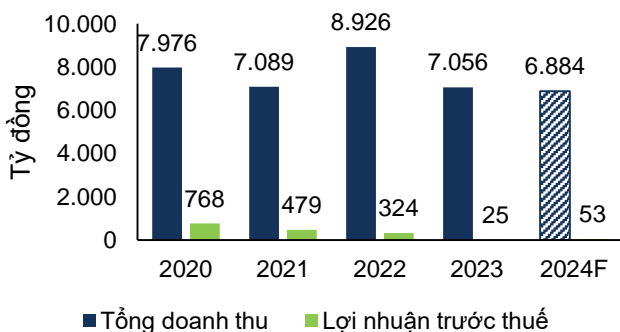
Bảng 1: Kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2024 của HT1

STT	Chỉ tiêu	KH2024	TH2023	%KH2024/TH2023
1	Doanh thu và thu nhập khác (tỷ đồng)	7.032	7.056	-0,3%
2	Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	29,0	24,7	+17,5%
3	Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	23,2	17,9	+29,2%

Nguồn: HT1, FPTs Research

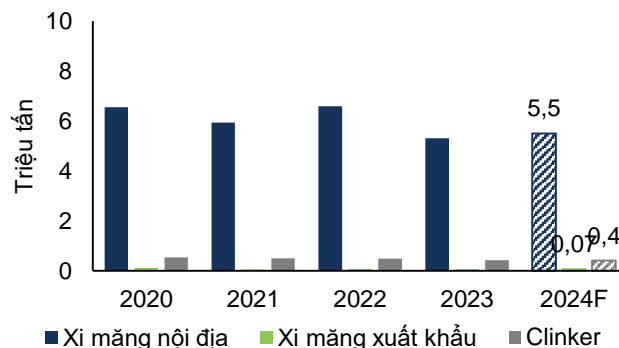
Chúng tôi đánh giá HT1 sẽ không đạt kế hoạch doanh thu nhưng sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận năm 2024 với tổng doanh thu và lợi nhuận trước thuế dự phóng đạt lần lượt 6.884 tỷ đồng (-2,4% YoY & 97,8% KH2024) và 53,5 tỷ đồng (+116,6% YoY & 184,5% KH2024). Tổng sản lượng tiêu thụ ước đạt 5,97 triệu tấn (+3,1% YoY) với dự phóng sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa, xi măng xuất khẩu và clinker lần lượt đạt 5,5 triệu tấn (+3,8% YoY), 67,8 nghìn tấn (-5,0% YoY) và 407 nghìn tấn (-5,2% YoY).

Biểu đồ 12: Tổng doanh thu và lợi nhuận trước thuế dự phóng năm 2024 của HT1



Nguồn: HT1, FPTs Research

Biểu đồ 13: Sản lượng tiêu thụ dự phóng năm 2024 theo phân khúc sản phẩm của HT1



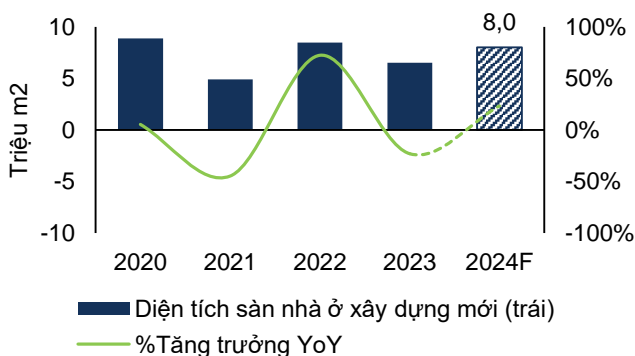
Nguồn: HT1, FPTs Research

1. Doanh thu hợp nhất dự phóng năm 2024

1.1. Sản lượng tiêu thụ: Kỳ vọng nhu cầu cải thiện nhờ hoạt động xây dựng phục hồi cùng với sản phẩm mới Power Cement

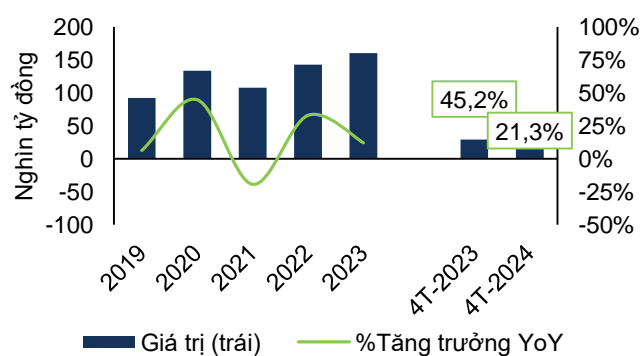
► Mạng nội địa

Biểu đồ 14: Diện tích nhà ở xây dựng mới của Tp. HCM giai đoạn 2020 – 2024F



Nguồn: Sở Xây dựng Tp. HCM, FPTs Research

Biểu đồ 15: Giá trị và tăng trưởng giải ngân vốn đầu tư công tại khu vực miền Nam cập nhật đến 4T2024



Nguồn: Bộ Tài chính, FPTs Research

Chúng tôi dự phóng tiêu thụ xi măng trong nước của HT1 năm 2024 sẽ hồi phục lên mức 5,5 triệu tấn (+3,8% YoY) khi hoạt động xây dựng dần khởi sắc trở lại. Đối với phân khúc xây dựng dân dụng, nhu cầu nhà ở tại thị trường Tp. HCM dự báo được cải thiện với diện tích sàn nhà ở tăng thêm trong năm 2024 dự kiến đạt 8,0 triệu m² (+23,1% YoY). Theo Sở Xây dựng Tp. HCM, mức dự báo trên được đưa ra nhằm hoàn thành mục tiêu đạt 71% kế hoạch phát triển 50 triệu m² diện tích sàn nhà ở giai đoạn 2021 – 2025 với kỳ vọng Luật Đất đai (sửa đổi) được thông qua sớm vào ngày 01/07/2024 sẽ giúp thúc đẩy thị trường bất động sản hồi phục. Bên cạnh đó, dự kiến HT1 sẽ được hưởng lợi từ phân khúc xây dựng cơ sở hạ tầng khi nhiều dự án lớn tại khu vực miền Nam đã khởi công vào cuối năm 2023 và đang trong giai đoạn đẩy mạnh tiến độ thi công trong năm 2024. Đồng thời, giá trị giải ngân vốn đầu tư công đã tăng trưởng tích cực tại khu vực Nam Bộ khi đạt 35,3 nghìn tỷ đồng (+21,3% YoY) trong 4T2023.

Chúng tôi cũng nhận định dòng sản phẩm Power Cement với giá bán thấp sẽ giúp cải thiện đáng kể năng lực cạnh tranh của HT1 tại khu vực miền Nam, từ đó giúp thúc đẩy hoạt động tiêu thụ xi măng nội địa. Tại ĐHCĐ, phía HT1 cũng kỳ vọng hoạt động tiêu thụ của sản phẩm này sẽ tăng mạnh trong năm 2024 với sản lượng dự phóng đạt 550 – 600 nghìn tấn (+320 – 360% YoY).

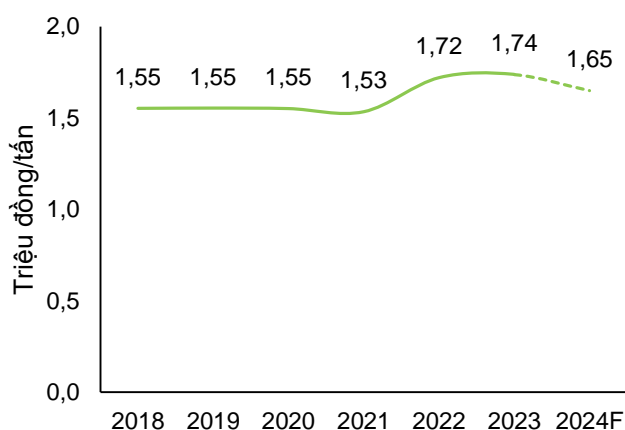
► **Màng xuất khẩu: Kém khả quan do cạnh tranh gay gắt về giá**

Hoạt động xuất khẩu dự kiến kém khả quan trong năm 2024 do áp lực cạnh tranh gia tăng tới từ xi măng Thái Lan tại thị trường chính là Campuchia. Thêm vào đó, giá xi măng nội địa Campuchia hiện cũng đang thấp hơn giá xi măng nhập khẩu do nhu cầu xây dựng của nước này sụt giảm trong năm 2023 khiến xi măng VICEM Hà Tiên khó cạnh tranh. Việc xuất khẩu sang các thị trường khác như Úc, Mỹ, Philippines,... dự kiến không đem lại nhiều lợi nhuận do chi phí vận chuyển neo cao. **Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu năm 2024 của HT1 đạt 67,8 nghìn tấn (-5,0% YoY).**

1.2. Giá bán và chính sách chiết khấu: Không đạt kế hoạch doanh thu do giá bán bình quân giảm và tỷ lệ chiết khấu duy trì ở mức cao

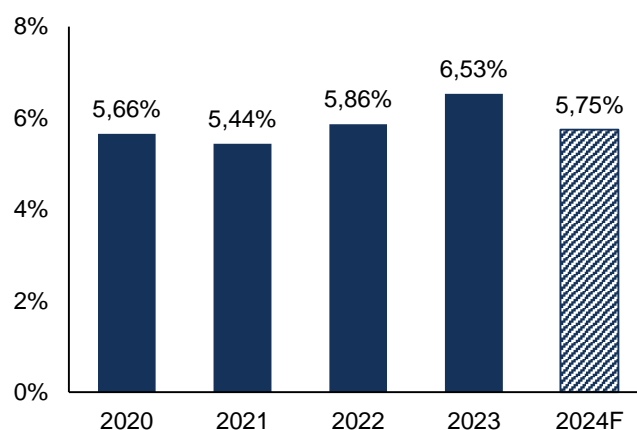
Như đã phân tích ở trên, giá bán xi măng bình quân của HT1 trong Q1/2024 đã giảm đáng kể do dòng sản phẩm mới Power Cement. **Chúng tôi giả định doanh nghiệp sẽ giữ mức giá bình quân là 1,65 triệu đồng/tấn (-6,4% YoY) cho đến hết năm** khi tỷ trọng của dòng sản phẩm này trong cơ cấu tiêu thụ của HT1 được kỳ vọng tăng lên 10,6% (+8,2% đpt YoY) trong năm 2024. **Tỷ lệ chiết khấu/tổng doanh thu năm 2024 dự phóng sẽ bằng với mức thực hiện trong Q1/2024 là 5,7%**, giảm nhẹ 0,7 đpt so với cùng kỳ chủ yếu do HT1 đã có thể cạnh tranh về giá thông qua sản phẩm mới và sẽ giảm chiết khấu cho nhà phân phối để bảo toàn lợi nhuận. Mặc dù vậy, mức chiết khấu này vẫn đang ở mức cao so với trung bình 5 năm gần nhất.

Biểu đồ 16: Giá bán xi măng bình quân dự phóng năm 2024 của HT1



Nguồn: Sở Xây dựng Tp. HCM, HT1, FPTs Research

Biểu đồ 17: Tỷ lệ chiết khấu/tổng doanh thu dự phóng năm 2024 của HT1



Nguồn: HT1, FPTs Research

1.3. Về dự án Trạm thu phí (BOT) Phú Hữu: Chính thức hoạt động từ Q3/2024 tạo động lực tăng trưởng lợi nhuận

Tại ĐHCĐ 2024, phía HT1 cho biết đã khởi công xây dựng hệ thống thu phí không dừng (ETC) tại trạm BOT Phú Hữu vào ngày 20/03/2024 và dự kiến hoàn thành vào tháng 05/2024. Hiện Ủy ban nhân dân Tp.HCM (UBND) đã phê duyệt mức giá thu phí tối đa tại trạm BOT Phú Hữu và doanh nghiệp dự kiến sẽ thực hiện thu phí chậm nhất trong Q2/2024. Chúng tôi giả định HT1 sẽ tiến hành thu phí trong cuối Q2/2024 và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ Q3/2024 với các thông số ước tính như sau:

Bảng 2: Thông số dự kiến của dự án Trạm BOT Phú Hữu

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Tổng vốn đầu tư	Tỷ đồng	461
Số lượt xe qua trạm dự kiến/năm	Triệu lượt	1,3
Giá thu phí trung bình/lượt xe	Nghìn đồng/lượt	86,4
Doanh thu dự kiến/năm	Tỷ đồng	110,5
Lợi nhuận dự kiến/năm	Tỷ đồng	44,2

Nguồn: UBND Tp. HCM, HT1, FPT Research

Theo đó, doanh thu và lợi nhuận dự phóng của trạm BOT Phú Hữu lần lượt đạt **55,3 tỷ đồng** và **22,1 tỷ đồng** cho hai quý còn lại của năm 2024. Chúng tôi đánh giá việc trạm BOT Phú Hữu sẽ không đóng góp nhiều vào doanh thu nhưng sẽ giúp đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của HT1 từ mức nền thấp của lợi nhuận xi măng năm 2023, đặc biệt là kể từ 2025 trở đi khi dự án hoạt động thu phí cả năm.

2. Lợi nhuận hợp nhất dự phóng năm 2024

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của HT1 năm 2024 sẽ cải thiện lên mức 8,7% (+0,1 đpt YoY). Dự kiến doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận trước thuế đạt 53,5 tỷ đồng (+116,6% YoY) dựa trên các giả định sau:

- Theo World Bank dự báo, giá than Newcastle năm 2024 sẽ duy trì đà giảm trong năm 2023 về mức 125 USD/tấn (-27,7% YoY). Nhu cầu tiêu thụ than dự kiến tiếp tục đi lùi trong năm 2024 khi xu hướng sử dụng điện tái tạo ngày càng phổ biến tại hai thị trường sử dụng than hàng đầu trước đó là Mỹ và các nước EU. Theo đó, dự kiến giá than nhập khẩu từ Úc và Indonesia về Việt Nam cũng sẽ điều chỉnh giảm về 130 USD/tấn (-21,2% YoY) và 85 USD/tấn (-20,6% YoY), giúp mở rộng biên lợi nhuận gộp của HT1. Tuy nhiên, mức cải thiện này sẽ bị kìm hãm khi Tập đoàn Điện Lực Việt Nam (EVN) đã thực hiện tăng giá điện bình quân lên 2.007 đồng/KWh (+4,5% YoY) vào tháng 11/2023 vừa qua cùng với giá bán đầu ra bình quân điều chỉnh giảm.
- Chi phí lãi vay năm 2024 dự kiến giảm về 102,6 tỷ đồng (-17,1% YoY) do HT1 đã giảm mạnh vay nợ ngắn hạn trong năm 2023 khi mặt bằng lãi suất tiếp tục giữ ở mức thấp trong 4T2024.
- Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp dự kiến đạt lần lượt 180,3 tỷ đồng (+3,6% YoY) và 245,4 tỷ đồng (+1,3% YoY) khi tình hình tiêu thụ khả quan hơn.
- Theo đó, lợi nhuận trước thuế dự kiến đạt 53,5 tỷ đồng (+116,6% YoY) khi biên lợi nhuận gộp được mở rộng và dự án Trạm BOT Phú Hữu đi vào hoạt động.

D. YẾU TỐ THEO DÕI VÀ RỦI RO ĐẦU TƯ ([quay lại](#))

1. Dự án Tận dụng nhiệt thừa để phát điện tại Nhà máy Xi măng Bình Phước

Theo thông tin doanh nghiệp công bố tại ĐHCĐ 2024, hiện dự án đang trong quá trình lựa chọn nhà thầu thi công với thời gian thực hiện là 16 tháng kể từ ngày ký hợp đồng. Dự án Tận dụng nhiệt thừa để phát điện tại Nhà máy Xi măng Bình Phước dự kiến sẽ có công suất phát điện là 7,5 MW với tổng vốn đầu tư đạt 316,8 tỷ đồng (trong đó, 40% là vốn tự có, 60% là vốn vay). Phía HT1 dự kiến hoàn thành và đưa dự án vào hoạt động trong năm 2025 và kỳ vọng sẽ giúp cắt giảm ~30% sản lượng điện sử dụng hàng năm tại nhà máy. Do dự án này chưa đi vào khởi công và các số liệu đưa ra hầu hết là do doanh nghiệp ước tính, chúng tôi sẽ chưa thêm dự án này vào dự phóng kết quả kinh doanh của HT1 và sẽ cập nhật ngay khi có thêm thông tin.

2. Rủi ro thanh toán

Như đã đề cập trong [Báo cáo định giá lần đầu ngày 01/11/2023](#), HT1 có tồn tại rủi ro thanh toán khi phần lớn các khoản phải trả tới từ các đơn vị không cùng trực thuộc Tổng công ty. Kết thúc Q1/2024, 67,9% các khoản phải trả của HT1, tương đương 766 tỷ đồng thuộc về các nhà cung cấp ngoài nội bộ. Doanh nghiệp có thể chịu áp lực thanh toán khi chính sách công nợ của các đơn vị này thay đổi trong bối cảnh HT1 đã nhiều năm mất cân đối tài chính ngắn hạn.

E. KHUYẾN NGHỊ VÀ CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ ([quay lại](#))

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu (FCFE) và của doanh nghiệp (FCFF), chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu HT1 và đưa ra khuyến nghị **MUA** với mức giá mục tiêu là **13.600 VNĐ/cp**, cao hơn hơn **13,2%** so với mức giá đóng cửa ngày 16/05/2024.

Kết quả định giá

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	13.561	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	13.611	50%
Kết quả định giá (làm tròn)		13.600	

Cập nhật giá định kinh doanh cho năm 2024

Chỉ tiêu	Báo cáo định giá lần đầu 11/2023	Báo cáo cập nhật định giá 05/2024	Diễn giải
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	7.908	7.298	
Doanh thu clinker	316	163	Dự phóng theo KH2024 của doanh nghiệp đề ra khi hoạt động sản xuất xi măng hồi phục sẽ sử dụng nhiều clinker hơn, từ đó làm giảm sản lượng clinker tồn kho tại nhà máy.
Doanh thu xi măng	7.569	7.062	Doanh thu dự phóng giảm 6,7% so với báo cáo định giá 11/2023 chủ yếu do sản phẩm mới có giá bán thấp khiến giá bán bình quân dự kiến giảm đáng kể trong năm 2024. Sản lượng xi măng tiêu thụ cũng được điều chỉnh hồi phục chậm hơn khi hoạt động xây dựng Q1/2024 tại Tp. HCM tiếp tục sụt giảm so với cùng kỳ.
Doanh thu BOT	0	55	Kỳ vọng dự án BOT Phú Hữu bắt đầu ghi nhận doanh thu từ Q3/2024.
Biên lợi nhuận gộp	7,6%	8,7%	Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp được mở rộng khi giá than được dự báo tiếp tục giảm, tiêu thụ phục hồi và dự án Trạm BOT Phú Hữu đi vào hoạt động. Tuy nhiên, mức tăng này sẽ bị kìm hãm khi EVN thực hiện tăng giá điện và giá bán điều chỉnh giảm đáng kể so với cùng kỳ.
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	39	43	Biên lợi nhuận gộp được mở rộng cùng với chi phí lãi vay điều chỉnh giảm làm tăng lợi nhuận sau thuế dự phóng.
Tăng trưởng kép CAGR doanh thu giai đoạn 2024 – 2027	2,4%	4,8%	Tốc độ tăng trưởng kép doanh thu tăng đến từ mức sụt giảm đột biến của sản lượng tiêu thụ và doanh thu năm 2023.

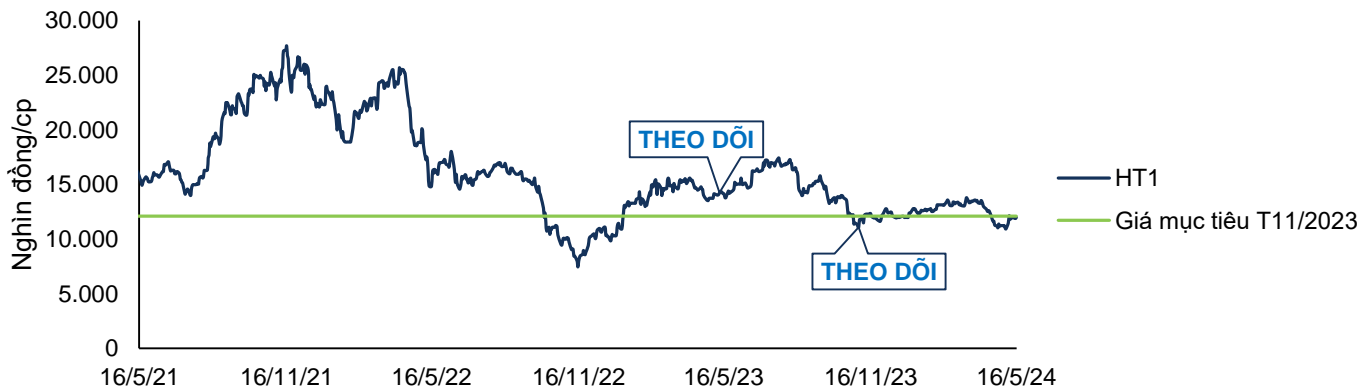
Tăng trưởng kép CAGR lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2024 – 2027

53,1%

67,9%

Tốc độ tăng trưởng kép LNST tăng đến từ điều chỉnh giảm chi phí đầu vào và chí phí lãi vay cùng với đóng góp từ dự án Trạm BOT Phú Hữu.

Lịch sử khuyến nghị



Mức giá mục tiêu của HT1 tăng 12,4% so với [Báo cáo định giá lần đầu ngày 01/11/2023](#) (12.100 VNĐ/cp). Mức giá mục tiêu tăng đến từ những thay đổi trong giả định chiết khấu của mô hình định giá như sau:

Thay đổi giả định mô hình DCF

Giả định mô hình	11/2023	05/2024	Giả định mô hình	11/2023	05/2024
Chi phí sử dụng VCSH	16,41%	15,10%	Phần bù rủi ro	10,95%	10,37%
Lãi suất phi rủi ro 5 năm	2,31%	2,41%	Tăng trưởng dài hạn	1%	1%
WACC	13,08%	12,53%	Thời gian dự phóng	5 năm	5 năm
Beta không đòn bẩy	0,9	0,96			

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	1.997.712
(+) Tiền mặt	606.493
(-) Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn	1.578.036
Giá trị vốn chủ sở hữu	5.193.757
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	318,6
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	13.611

Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại dòng tiền vốn chủ sở hữu	1.775.988
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	13.561

TỔNG HỢP BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD	2022A	2023A	2024F
Doanh thu thuần	8,918	7,049	6,879
- Giá vốn hàng bán	8,026	6,445	6,280
Lợi nhuận gộp	892	604	599
- Chi phí bán hàng	179	174	180
- Chi phí quản lí DN	242	242	245
Lợi nhuận thuần HĐKD	471	188	173
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-137	-154	-108
- Lợi nhuận khác	-10	-9	-12
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	324	25	54
- Chi phí lãi vay	76	124	103
Lợi nhuận trước thuế	324	25	54
- Thuế TNDN	68	3	11
- Thuế hoãn lại	0	0	0
LNST	258	18	43
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LNST của cổ đông CT Mẹ	258	18	43
EPS (đ)	675	-334	65
EBITDA	896	573	608
Khấu hao	572	549	554
Tăng trưởng doanh thu	26.2%	-21.0%	-2.4%
Tăng trưởng LN HĐKD	-19.9%	-60.2%	-7.5%
Tăng trưởng EBIT	-32.3%	-92.4%	116.8%
Tăng trưởng EPS	9.4%	-149.4%	-119.4%
Chỉ số khả năng sinh lời	2022A	2023A	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.0%	8.6%	8.7%
Tỷ suất LNST	2.9%	0.3%	0.6%
ROE DuPont	5.0%	0.4%	0.9%
ROA DuPont	2.8%	0.2%	0.5%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	3.6%	0.4%	0.8%
LNST/LNTT	79.4%	71.8%	79.6%
LNTT / EBIT	100.0%	100.0%	100.0%
Vòng quay tổng tài sản	97.6%	78.3%	81.1%
Đòn bẩy tài chính	176.8%	181.1%	175.0%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022A	2023A	2024F
Số ngày phải thu	10.62	13.97	14.11
Số ngày tồn kho	40.94	55.82	54.71
Số ngày phải trả	58.69	63.73	50.98
Thời gian luân chuyển tiền	-7.14	6.06	17.83
COGS / Hàng tồn kho	7.69	7.61	7.00
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022A	2023F	2024F
CS thanh toán hiện hành	0.56	0.52	0.62
CS thanh toán nhanh	0.31	0.30	0.36
CS thanh toán tiền mặt	0.16	0.17	0.21
Nợ / Tài sản	0.20	0.18	0.20
Nợ / Vốn CSH	0.36	0.33	0.34
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.36	0.33	0.34
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.00	0.00	0.00
Khả năng TT lãi vay	4.25	0.20	0.52

CĐKT	2022A	2023A	2024F
Tài sản			
+ Tiền và tương đương	676	607	725
+ Đầu tư TC ngắn hạn	15	16	15
+ Các khoản phải thu	498	439	406
+ Hàng tồn kho	1,044	847	897
+ Tài sản ngắn hạn khác	140	60	103
Tổng tài sản ngắn hạn	2,373	1,969	2,145
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	13,797	13,896	13,982
+ Khấu hao lũy kế	-8,462	-8,998	-9,549
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	5,335	4,897	4,433
+ Đầu tư tài chính dài hạn	26	31	32
+ Tài sản dài hạn khác	496	540	540
+ Xây dựng cơ bản dở dang	1,032	1,061	1,061
Tổng tài sản dài hạn	7,012	6,655	6,188
Tổng Tài sản	9,385	8,624	8,333

Nợ & Vốn chủ sở hữu			
+ Phải trả người bán	1,434	1,231	961
+ Vay và nợ ngắn hạn	1,845	1,578	1,663
+ Quỹ khen thưởng	158	158	158
Nợ ngắn hạn	4,255	3,771	3,456
+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0
+ Phải trả dài hạn khác	0	0	0
Nợ dài hạn	17	20	20
Tổng nợ	4,272	3,791	3,476
+ Thặng dư	71	71	71
+ Vốn điều lệ	3,816	3,816	3,816
+ LN chưa phân phối	313	18	43
Vốn chủ sở hữu	5,103	4,823	4,848
Lợi ích cổ đông thiểu số	9	10	10
Tổng cộng nguồn vốn	9,385	8,624	8,333

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F
Tiền đầu năm	296	676	607
Lợi nhuận sau thuế	324	25	43
+ Khấu hao	572	549	554
+ Điều chỉnh	-226	-169	-60
+ Thay đổi vốn lưu động	-103	87	-417
Tiền từ hoạt động kinh doanh	586	482	119
+ Thanh lý tài sản cố định	1	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-194	-148	-86
+ Tăng (giảm) đầu tư	-1	-1	0
+ Các hđ đầu tư khác	6	4	0
Tiền từ hoạt động đầu tư	-187	-143	-86
+ Cổ tức đã trả	-254	-141	0
+ Tăng (giảm) vốn	1	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	0	85
+ Thay đổi nợ dài hạn	0	0	0
+ Các hoạt động TC khác	0	0	0
Tiền từ hoạt động tài chính	-19	-408	85
Tổng lưu chuyển tiền tệ	380	-69	118
Tiền cuối năm	676	607	725

Đơn vị: Tỷ VND

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu HT1, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Số 52 Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3 Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888