

CTCP XI MĂNG HÀ TIÊN 1 (HT1 – HSX)

Nút thắt khó khăn đã được tháo gỡ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY15	Q2-FY15	+/- qoq	Q3-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.909,0	2.063,0	-7%	1.599,2	19%
Lợi nhuận sau thuế	137,8	146,5	-6%	77,7	77%
EBIT	278,1	296,1	-6%	225,5	23%
Tỷ suất EBIT	14,6%	14,4%	21bps	14,1%	47bps

Nguồn: RongViet Research

- HT1 là một trong những doanh nghiệp xi măng hàng đầu tại Việt Nam
- Cán cân cung cầu đang nghiêng về hướng các doanh nghiệp phía Nam
- Quan ngại về biến động tỷ giá VND/EUR không còn quá lớn

Quan điểm và định giá

HT1 là một trong những doanh nghiệp xi măng hàng đầu Việt Nam về cả thị phần và năng lực sản xuất. Thị trường chính của Công ty tập trung chủ yếu khu vực Đông Nam Bộ, ĐBSCL, Tây Nguyên. Với các sản phẩm xi măng có chất lượng cao, sản phẩm của HT1 được sử dụng trong nhiều công trình hạ tầng trọng điểm như cao tốc Long Thành – Dầu Giây, cảng quốc tế Cái Mép, hầm Đèo Cả...

Giai đoạn 2011-2013, HT1 gặp nhiều khó khăn trong việc tiêu thụ do tình trạng dư cung xi măng trên quy mô cả nước. Cộng với việc phải phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá từ các khoản vay ngoại tệ, KQKD của HT1 chỉ đạt mức thấp trong suốt giai đoạn này. Sự hồi phục của thị trường BĐS và hoạt động xây dựng trong 2 năm gần đây đã giúp tình hình kinh doanh của HT1 đảo chiều mạnh mẽ.

Từ 2016, nhiều dự án hạ tầng trọng điểm sẽ bước vào giai đoạn xây dựng cao điểm và dòng vốn FDI được dự báo sẽ tiếp tục gia tăng sau khi TPP được ký kết. Điều này được dự báo sẽ thúc đẩy đáng kể tiêu thụ xi măng, đặc biệt là ở các thị trường trọng điểm của HT1. Bên cạnh đó, dư nợ ngoại tệ giảm cùng với việc hoàn tất phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá trong năm 2014 sẽ giúp giảm đáng kể chi phí tài chính từ năm 2015. Chúng tôi ước tính DTT và LNST năm 2015 có thể lần lượt tăng ~15% và 161% so với năm trước.

Sử dụng các phương pháp định giá, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý với HT1 là **30.000 đồng/cp**, cao hơn 11,1% so với giá đóng cửa ngày 14/01/2015. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** trong **TRUNG HẠN** với cổ phiếu này.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ)	FY2013	FY2014	9T2015	FY2015F	FY2016F
Doanh thu thuần	6.368,7	6.758,1	5.571,8	7,628,4	8,140,3
% tăng trưởng	9,4	6,1	13,6	12,9%	6,7%
Lợi nhuận sau thuế	2,5	304,9	534,6	750,9	766,0
% tăng trưởng	-72,6	11.947,4	487,5	146,2%	2,0%
Tỷ suất LNST (%)	0,0	4,5	9,6	9,8%	9,4%
ROA (%)	0,0	2,4		6,0%	6,4%
ROE (%)	0,1	8,8		18,6%	16,4%
EPS (VND)	13	966	1.681	2,361	2,409
Giá trị sổ sách (VND)	10.053	11.679	13.278	13,774	15,583
Cổ tức tiền mặt (VND)					
P/E (x)	392,3	17,8		11,4	11,2
P/BV (x)	0,5	1,5		2,0	1,7

Nguồn: BCTC HT1, RongViet Research tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 14/01/2016

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	27.000
Giá mục tiêu (VND)	30.000

Thời gian đầu tư **TRUNG HẠN**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	VLXD
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.585
SLCPDLH	317.952.000
Beta	1,18
Free Float (%)	20,3
Giá cao nhất 52 tuần	30.000
Giá thấp nhất 52 tuần	18.600
KLGD bình quân 20 phiên	34.662



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
HT1	9,8	39,9	527,9
VLXD	26,5	151,0	n/a
VN30 Index	-6,3	-7,7	5,9
VN-Index	-6,3	-4,2	20,5

Cổ đông lớn (%)

TCT xi măng Việt Nam (Vicem)	79,7
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	39,3

Phạm Thị Hương

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1314

huong.pt@vds.com.vn

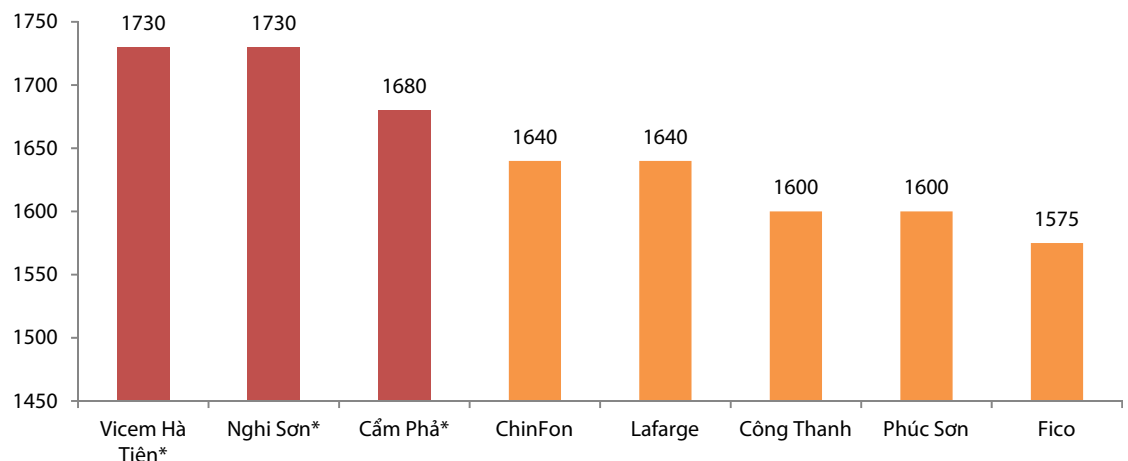


Là doanh nghiệp xi măng đứng đầu Việt Nam, HT1 đã có sự chuyển mình mạnh mẽ về KQKD từ năm 2014

Hà Tiên 1 là công ty con lớn nhất của Tổng công ty Xi măng Việt Nam (79,7%), có vị trí đứng đầu về thị phần trong khối Vicem và thứ hai cả nước (sau Vissai); 9 tháng đầu năm 2015, HT1 chiếm lần lượt 28,67% thị phần ở khu vực phía Nam và 8% thị phần của cả nước. Công ty có hệ thống phân phối của rộng khắp với hơn 70 nhà phân phối chính thức và 10.000 cửa hàng; trong đó, các thị trường chính là Đông Nam Bộ (32,87%), Đồng bằng Sông Cửu Long (24,99%), Tây Nguyên (22,98%). Ngoài ra, một phần nhỏ doanh thu của Công ty đến từ hoạt động xuất khẩu xi măng sang Campuchia (~5-6%).

Hiện tại, HT1 sở hữu 2 nhà máy xi măng và 4 trạm nghiền với tổng công suất thiết kế là 6,6 triệu tấn xi măng và 4 triệu tấn clinker mỗi năm (Phụ lục 1). Các sản phẩm của HT1 là loại xi măng chất lượng cao như PC 50, PCB 40, xi măng hỗn hợp PCB 40, xi măng MS-PCB 40... Lợi thế đầu ngành cộng với chất lượng sản phẩm tốt đã hỗ trợ rất lớn cho HT1 trong việc tham gia đấu thầu vào các công trình trọng điểm như cao tốc Long Thành – Dầu Giây, cảng quốc tế Cái Mép, hầm Đèo Cả... và các dự án BĐS cao cấp. Đồng thời, giá bán của HT1 được duy trì cao so với các doanh nghiệp cùng ngành (Hình 1).

Hình 1: Giá bán xi măng ở Tp. Hồ Chí Minh (Đơn vị: nghìn đồng/tấn)



Nguồn: Hiệp hội xi măng Việt Nam, *Giá PCB 40

Nhìn lại lịch sử hoạt động của HT1, sản lượng và doanh thu của năm 2010 có sự tăng trưởng nhảy vọt từ khi nhà máy Bình Phước đi vào hoạt động và Công ty hoàn tất sáp nhập với HT2 (2010). Tuy nhiên, giai đoạn 2011-2013 KQKD của Công ty cho thấy sự đi xuống khá rõ nét; doanh thu vẫn có sự tăng trưởng nhưng LN từ HĐSXKD suy giảm mạnh. Năm 2012 và 2013, HT1 ghi nhận lỗ lần lượt 6,3 và 4,9 tỷ đồng chủ yếu do (1) giá xi măng giảm do dư cung trong nước và các chi phí đầu vào như than, dầu, điện đều tăng; (2) lãi suất đi vay tiền tăng cao và (3) đồng EUR và USD đều tăng giá mạnh khiến Công ty ghi nhận các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lớn. Cụ thể, để tài trợ các dự án nhà máy xi măng Bình Phước và Hà Tiên 2.2, Hà Tiên 1 đã sử dụng lượng lớn nợ vay bằng đồng EUR (116 triệu EUR) trong giai đoạn 2009-2011. Do đồng EUR tăng giá mạnh so với tiền đồng, Công ty phải phân bổ khoản lỗ chênh lệch tỷ giá CTH lớn, ~472 tỷ đồng (cuối năm 2010) trong giai đoạn 2011-2014.

Bảng 1: KQKD của HT1, giai đoạn 2007-2014 (Đơn vị: tỷ đồng)

Năm	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Sản lượng (xi măng + clinker) (tấn)	2.565.363	2.391.447	2.626.307	5.314.758	6.039.702	6.087.858	6.447.744	6.609.336
<i>Tăng trưởng sản lượng</i>		-6,8%	9,8%	102,4%	13,6%	0,8%	5,9%	2,5%
Doanh thu thuần	2,192,9	2,536,8	2.816,8	4.251,2	5.280,7	5.823,9	6.368,7	6.758,1
<i>Tăng trưởng DTT</i>		15,7%	11,0%	50,9%	24,2%	10,3%	9,4%	6,1%
Lợi nhuận gộp	243,1	243,1	525,6	721,3	1.469,9	1.349,8	1.429,6	1.333,7
Lãi/lỗ hoạt động tài chính	(16,2)	(70,2)	(71,7)	(293,6)	(1,020,8)	(854,8)	(1,018,9)	(454,1)
LN từ HĐSXKD	99,8	99,8	192,1	79,6	3,0	(6,3)	(4,9)	394,3
LNST	100,3	100,3	160,6	54,3	(8,9)	9,2	2,5	304,9
<i>Biên LNST</i>	4,6%	4,0%	5,7%	1,3%	-0,2%	0,2%	0,0%	4,5%

Nguồn: BCTC

Đến nay các nút thắt khó khăn của HT1 đã dần được tháo gỡ. Từ năm 2014, thị trường BĐS và hoạt động xây dựng ở khu vực phía Nam bắt đầu khởi sắc kéo theo nhu cầu xi măng hồi phục và giá bán tăng dần. Trong giai đoạn khủng hoảng của ngành, bản thân các doanh nghiệp mà đi đầu là HT1 cũng tích cực ứng dụng các biện pháp kiểm soát chi phí như cắt giảm tiêu hao năng lượng nhằm giảm giá thành và nâng cao hiệu suất hoạt động (Phụ lục 3). Đồng thời, việc mặt bằng lãi suất liên tục giảm đã giúp HT1 cắt giảm hơn 1/3 chi phí lãi vay, từ 773 tỷ đồng (năm 2013) về 523 tỷ đồng (năm 2014). Quan trọng hơn, việc hoàn tất phân bổ khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn trước cũng góp phần cải thiện mảng tài chính cho HT1 từ năm 2015. Kết quả là, từ năm 2014, các chỉ tiêu về lợi nhuận của HT1 đều có sự nhảy vọt ngoạn mục với lợi nhuận từ HĐSXKD tăng 8.147% và LNST tăng 121,6 lần so với năm 2013 (Bảng 1)

Bảng 2: Kết quả Kinh Doanh Q3-FY15 và Lũy kế 9T2015

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY15	Q2-FY15	+/- (qoq)	Q3-FY14	+/- (yoy)	Lũy kế 9T2015	+/- (yoy)
Doanh thu	1,909,0	2,063,0	-7,5	1,599,2	19,4	5,571,8	13,6
Lợi nhuận gộp	440,5	433,5	1,6	259,2	69,9	1,229,1	38,6
Chi phí bán hàng và quản lý	82,6	52,9	56,0	122,3	-32,5	244,9	-27,7
Thu nhập HĐKD	358,0	380,6	-5,9	136,9	161,4	984,2	750,3
EBITDA	429,7	445,9	-3,6	382,6	12,3	1,458,2	45,4
EBIT	278,1	296,1	-6,1	225,5	23,3	1,008,1	94,1
Chi phí tài chính	109,4	112,1	-2,5	212,9	-48,6	338,4	-45,5
<i>- Chi phí lãi vay</i>	101,5	108,3	-6,3	125,8	-19,4	322,7	-19,9
Khấu hao	-151,6	-149,8	1,2	-157,1	-3,5	-450,1	-7,0
Lợi nhuận trước thuế	176,6	187,8	-5,9	99,6	77,3	685,4	487,5
Lợi nhuận sau thuế	137,8	146,5	-5,9	77,7	77,3	534,6	487,5

Nguồn: BCTC

Bảng 3: Phân tích HĐKD Q3-FY15

Chỉ tiêu	Q3-FY15	Q2-FY15	+/- (qoq)	Q3-FY14	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	23,1%	21,0%	206bps	16,2%	687bps
EBITDA/Doanh thu	22,5%	21,6%	89bps	23,9%	-142bps
EBIT/Doanh thu	14,6%	14,4%	21bps	14,1%	47bps
TS lợi nhuận ròng	7,2%	7,1%	12bps	4,9%	236bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	6,2	6,4	-2,6%	5,7	8,7%
-Khoản phải thu	13,8	15,4	-10,6%	13,5	2,3%
-Khoản phải trả	5,5	3,2	69,3%	3,4	61,9%
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,9	2,0	-6,3%	2,6	-27,5%

Nguồn: * thường niên hóa

Trong 9 tháng đầu năm 2015, hoạt động bán hàng của Công ty tăng trưởng tốt với sản lượng xi măng tiêu thụ đạt 4,14 triệu tấn, tăng 20% so với cùng kỳ năm 2014. Việc sản lượng tiêu thụ tăng tốt cộng với giá bán ổn định giúp doanh thu tăng trưởng khá 13,6% và biên EBITDA đạt 26,2%, tăng 5,7 điểm phần trăm so với cùng kỳ. Quý cuối năm cũng là quý vụ mùa của hoạt động xây dựng nên chúng tôi cho rằng triển vọng tiêu thụ của HT1 trong các tháng này sẽ tiếp tục khả quan.

Bảng 4: KQKD 9 tháng đầu năm 2015 của một số doanh nghiệp xi măng tiêu biểu

Chỉ tiêu	HT1	BCC	BTS	HOM
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	4.140.176	2.621.794	1.888.766	1.226.348
Tăng trưởng sản lượng (%)	20,0	-4,5%	18,6	-0,7
Doanh thu (tỷ đồng)	5.571,8	2.910,7	2.104,5	1.302,2
Tăng trưởng doanh thu (%)	13,6	-6,7	0,2	0,0
LNG (tỷ đồng)	1.229,1	566,7	404,6	245,3
Tăng trưởng LNG (%)	38,6	-11,0	-1,0	19,5
Biên LNG (%)	22,1	19,5	19,2	18,8
LNST (tỷ đồng)	534,6	173,0	122,2	46,4
Tăng trưởng LNST (%)	487,5	240,6	266,8	50,6
Biên LNST (%)	9,6	5,9	5,8	3,6

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Đồng thời, sự suy yếu của đồng EUR so với USD và VND đã giúp chi phí tài chính của HT1 trong 9 tháng đầu năm 2015 giảm mạnh 45,5% so với cùng kỳ. Theo ước tính của chúng tôi, số dư nợ đồng EUR tại thời điểm cuối năm 2015 chỉ còn khoảng 69 triệu EUR. Sử dụng tỷ giá mua VND/EUR của Ngân hàng Công thương Việt Nam (Vietcombank) làm tham chiếu, đồng EUR đã mất giá khoảng 6,7% so với cuối năm 2014. Đồng thời, sự bùng nổ về số lượng dự án BĐS và hạ tầng ở khu vực phía Nam nói chung và TP.HCM nói riêng đã giúp đưa tăng trưởng sản lượng và doanh thu của HT1 lên mức hai con số.

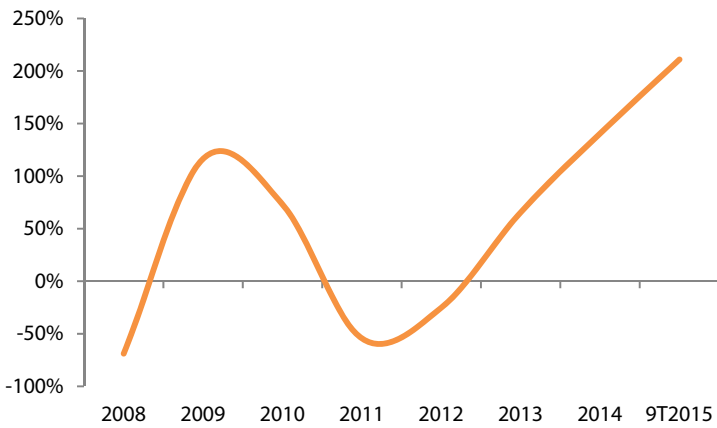
HT1 là một trong những doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất từ tăng trưởng tiêu thụ xi măng nội địa trong trung hạn

Triển vọng tiêu thụ xi măng nội địa trong trung hạn có nhiều yếu tố hỗ trợ

Theo ước tính sơ bộ của Bộ Xây dựng, giá trị sản xuất xây dựng toàn ngành tính theo giá hiện hành năm 2015 ước đạt 975 nghìn tỷ đồng, tăng khoảng 15% so với năm 2014 nhờ (1) sự hồi phục mạnh mẽ về nguồn cung và thanh khoản trên thị trường BĐS, (2) sự bùng nổ về số lượng các dự án hạ tầng giao thông trên cả nước nhờ các chính sách khuyến khích, hỗ trợ đầu tư hạ tầng của Chính Phủ và (3) dòng vốn FDI. Riêng ở phía Nam, nhiều dự án hạ tầng trọng điểm như cao tốc Bến Lức – Long Thành, tuyến metro số 1 Bến Thành - Suối Tiên, cầu Thủ Thiêm 2, 3, 4 đều đồng loạt được khởi động hoặc đang được đẩy nhanh tiến độ xây dựng. Trong đó, năm 2016 và 2017 sẽ là cao điểm xây dựng của các dự án hạ tầng trọng điểm ở khu vực phía Nam như mở rộng xa lộ Hà Nội (HCM), tuyến đường sắt đô thị số 1 (Bến Thành - Suối Tiên), cầu Thủ Thiêm 2, Tuyến metro số 2 (Bến Thành - Tham Lương), dự án xây dựng hoàn chỉnh và đồng bộ toàn tuyến QL61 cùng với các QL1, QL63, QL80 và đường Hồ Chí Minh...

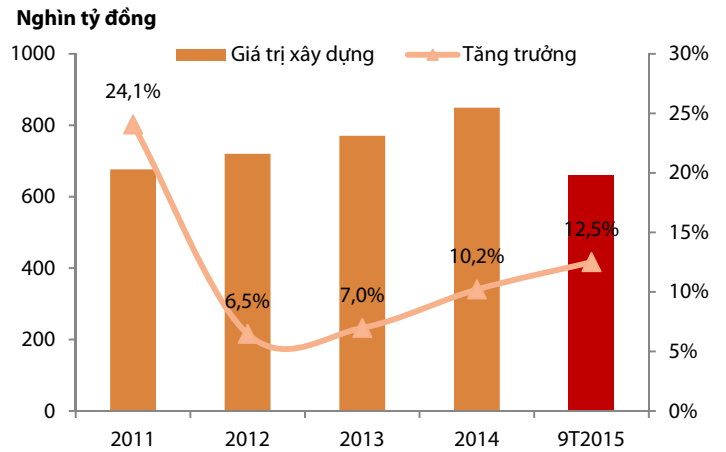
Ở chiều hướng khác, thị trường BĐS không còn “đang ảm đần” mà đã bắt đầu “sôi động” trở lại. Thanh khoản trên thị trường đã trở lại mức của giai đoạn trước khủng hoảng. Trong 9 tháng đầu năm 2015, số giao dịch BĐS thành công ở hai thành phố lớn là Hà Nội và Tp.HCM đã đạt 30.000 giao dịch, tương đương với tổng số giao dịch được thực hiện trong cả năm 2014. Càng về nửa sau năm 2015, số lượng dự án mới được khởi công ngày một tăng. Riêng TP.HCM chứng kiến sự bùng nổ của thị trường nhà đất phân khúc cao cấp với hàng loạt dự án lớn như The Masteri Thảo Điền của CTCP Phát triển Thảo Điền, Vinhomes Central Park của Vingroup, khu đô thị Sa La của Đại Quang Minh, chuỗi dự án của Novaland...

Hình 2: Tăng trưởng căn hộ tiêu thụ ở TP.HCM



Nguồn: CBRE

Hình 3: Giá trị sản xuất ngành xây dựng, giai đoạn 2011-2015



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Thêm vào đó, nguồn vốn FDI dồi dào và xu hướng dịch chuyển cơ sở sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam để đón đầu cơ hội từ TPP cũng đang góp phần gia tăng hoạt động xây dựng nhà máy, nhà xưởng và kho bãi trên tại các khu công nghiệp, khu chế xuất và khu công nghệ cao. Mười một tháng đầu năm 2015, TP. Hồ Chí Minh đứng thứ hai cả nước sau Bắc Ninh về tổng vốn đăng kí cấp mới và tăng thêm (chiếm đến 14,8% cả nước). Mới đây, Samsung đã công bố sẽ đầu tư 600 triệu USD cho giai đoạn 2 của dự án Samsung HCMC CE Complex tại Khu Công nghệ cao Tp.HCM.

Tổ chức Business Monitor International (BMI) cũng đánh giá tích cực về triển vọng ngành xây dựng trong các năm tới. Trong đó, giá trị ngành xây dựng (đóng góp của ngành vào Tổng sản phẩm quốc nội - GDP) được dự báo tăng trưởng khả quan với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 10,7%/năm và sản lượng sản xuất và tiêu thụ xi măng của nước cũng sẽ đạt mức tăng trưởng ~4,3%/năm từ nay đến năm 2020. Nhờ đó, tình trạng dư cung cũng dự báo sẽ giảm đáng kể với sản lượng dư thừa hàng năm ổn định ở mức ~1,5 triệu tấn, bằng ~30-50% so với giai đoạn 2011-2013. Chúng tôi đánh giá hoạt động xây dựng và tiêu thụ VLXD trên cả nước trong vòng 2-3 năm tới vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng. Trong đó, những doanh nghiệp sẵn có hệ thống phân phối tốt và thị phần lớn ở những khu vực có hoạt động xây dựng phát triển mạnh như HT1 sẽ có lợi thế lớn để cạnh tranh và gia tăng thị phần.

Bảng 5: Dự báo sản lượng xi măng tiêu thụ và một số chỉ tiêu liên quan

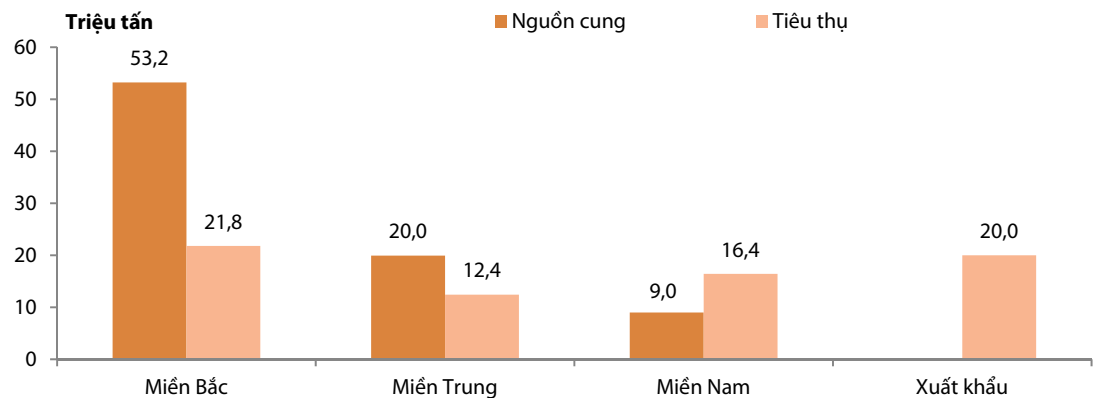
	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Giá trị ngành xây dựng (nghìn tỷ đồng)	229,92	252,51	280,57	311,26	345,04	382,39
- Tăng trưởng (%)	5,99	6,13	6,21	6,04	6,05	6,02
Sản lượng xi măng sản xuất (triệu tấn)	65,13	68,38	71,34	74,73	77,70	80,63
- Tăng trưởng (%)	3,8	5,5	5,6	5,0	4,3	3,8
Sản lượng xi măng tiêu thụ (triệu tấn)	64,14	67,30	70,16	73,43	76,28	79,07
- Tăng trưởng (%)	5,6	4,9	4,2	4,7	3,9	3,7

Nguồn: BMI, (*) Giá trị ngành xây dựng đóng góp vào GDP

Vi thể dẫn đầu ở phía Nam là lợi thế lớn của HT1 trước sự mất cân đối về cung-cầu xi măng cả nước

Cung cầu trên thị trường xi măng Việt Nam vốn phân bố không đồng đều giữa 3 khu vực Bắc, Trung và Nam. Về sản xuất, nguồn cung xi măng chủ yếu tập trung ở khu vực phía Bắc, nơi có nguồn nguyên liệu đá vôi dồi dào. Tính đến cuối năm 2014, các dây chuyền sản xuất xi măng ở miền Bắc chiếm đến 65% tổng công suất thiết kế của cả nước (82,2 triệu tấn) nhưng chỉ chiếm 43% trong tổng sản lượng tiêu thụ nội địa. Trong khi đó, khu vực miền Nam chiếm đến 1/3 sản lượng tiêu thụ cả nước nhưng gần một nửa nhu cầu xi măng của khu vực này được cung cấp bởi 2 khu vực còn lại (Hình 4). Theo Quyết định số 1469/QĐ-TTg về Quy hoạch tổng thể phát triển VLXD Việt Nam đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030 (22/8/2014), nguồn cung mới ở thị trường phía Nam đến năm 2020 (tính theo sản lượng của các nhà máy mới) chỉ tăng thêm 18,93 triệu tấn, tương ứng với 15% nguồn cung mới của cả nước (khoảng 125,37 triệu tấn) (Hình 5).

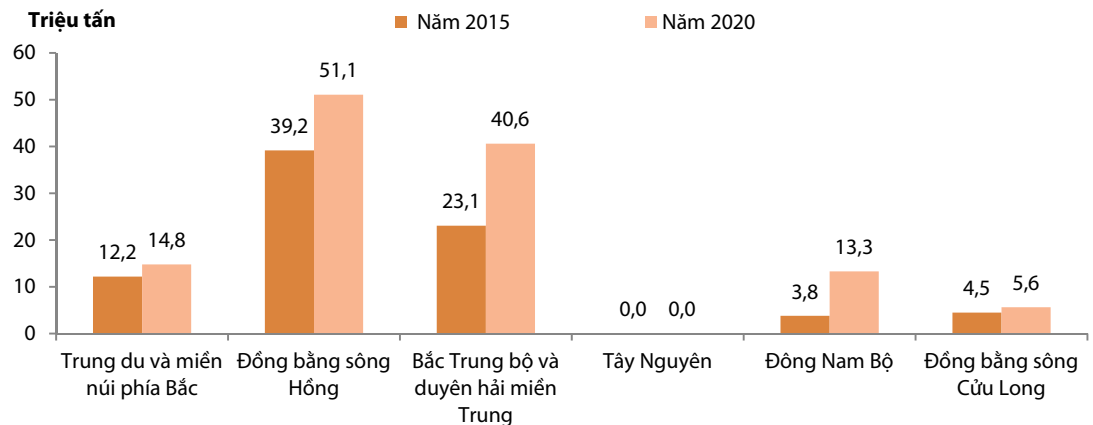
Hình 4: Cung cầu xi măng theo vùng miền và xuất khẩu năm 2014



Nguồn: Hiệp hội xi măng Việt Nam

Dù nguồn cung thấp hơn nhưng các tỉnh thành phía Nam lại được dự báo sẽ có tăng trưởng hơn cao về sản lượng tiêu thụ xi măng so với hai khu vực còn lại nhờ tốc độ đô thị hóa cao và nhu cầu xây dựng lớn. Thực tế, trong 9 tháng đầu năm 2015, sản lượng xi măng tiêu thụ ở khu vực phía Nam tăng trưởng 18%, cao hơn nhiều so với khu vực phía Bắc (2,5%) và miền Trung (-1,7%). Trong trung và dài hạn, khu vực phía Nam, vốn là nơi tập trung nhiều dự án BĐS và hạ tầng giao thông lớn, được dự báo sẽ tiếp tục dẫn đầu cả nước về nhu cầu xi măng. Với gần 30% thị phần ở khu vực này cộng với lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối, sản lượng tiêu thụ của HT1 dự báo có thể tăng trưởng tốt hơn so với trung bình ngành.

Hình 5: Phân bổ nguồn cung xi măng mới theo khu vực (triệu tấn)



Nguồn: Quyết định số 1469/QĐ-TTg, RongViet Research tổng hợp

Việc di dời trạm nghiền Thủ Đức có thể không ảnh hưởng lớn đến hiệu quả sản xuất – kinh doanh của HT1

Trạm nghiền mới có thể đảm nhận phần công suất của trạm nghiền Thủ Đức

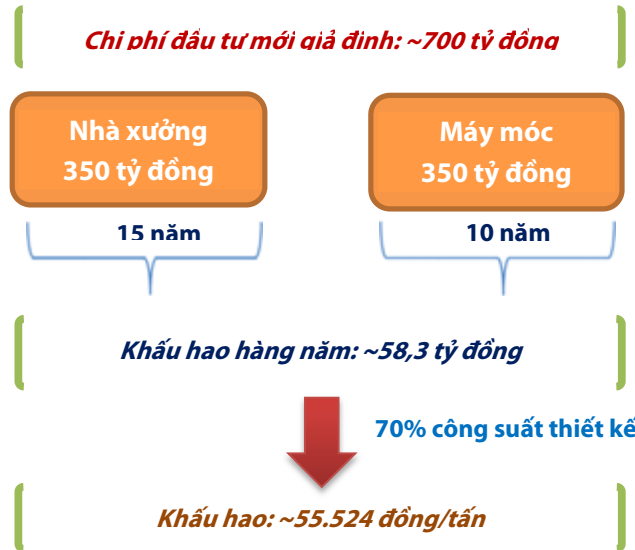
Theo quyết định số 64/2003/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, trạm nghiền xi măng Thủ Đức của HT1 bắt buộc phải di dời. Việc di dời trạm nghiền Thủ Đức được HT1 cam kết sẽ hoàn tất trong năm 2016. Ban đầu, Công ty dự định chuyển trạm nghiền này về trạm nghiền Phú Hữu (quận 9, HCM), tuy nhiên, chủ trương này đã bị chính quyền thành phố bác bỏ. Đến nay, Công ty vẫn chưa xác định được địa điểm cụ thể để di dời trạm nghiền này.

Trong trường hợp xấu nhất, chúng tôi giả định HT1 không tìm được địa điểm di dời phù hợp và phải thanh lý máy móc ở trạm nghiền Thủ Đức. Ngay cả khi đó việc ngừng hoạt động của trạm nghiền Thủ Đức cũng có thể không tác động lớn đến hoạt động SXKD của Công ty do (1) công nghệ của trạm nghiền Thủ Đức vốn đã lạc hậu, trạm nghiền chỉ hoạt động dưới 50% công suất thiết kế nên cũng không đóng góp quá lớn vào sản lượng xi măng toàn hệ thống; (2) các nhà máy và trạm nghiền còn lại còn có thể gia tăng công suất (lên đến tối đa 120% công suất thiết kế) và (3) HT1 đã có kế hoạch mua lại một trạm nghiền xi măng công suất 1,5 triệu tấn/năm ở TP. HCM trong năm 2016.

Nếu HT1 mua thành công trạm nghiền xi măng nói trên thì có khả năng Công ty phải nhập một phần nhỏ clinker từ bên ngoài. Được biết, công suất clinker của HT1 chỉ đủ sản xuất từ 5,8-6,0 triệu tấn xi măng/năm trong khi công suất sản xuất xi măng thiết kế (giả sử thay thế trạm nghiền Thủ Đức bằng trạm nghiền mới) lên đến 7,1 triệu tấn/năm. Như vậy, nếu tiêu thụ tốt và trạm nghiền hoạt động hết công suất, có khả năng HT1 sẽ phải mua khoảng 0,7 triệu tấn clinker với giá vốn cao hơn ~ 23% so với tự sản xuất. Tuy nhiên, tăng trưởng về sản lượng tiêu thụ sẽ giúp bù đắp phải chi phí tăng thêm này. Đồng thời, việc mua lại trạm nghiền thay thế trạm nghiền Thủ Đức vốn đã hết khấu hao có thể gia tăng chi phí cố định cho HT1. Chúng tôi thử tính toán chi phí khấu hao cho 1 trạm nghiền mới (hình

dưới) và đánh giá ảnh hưởng do chi phí khấu hao tăng thêm đến tổng thể KQKD của HT1. Với công suất 7,1 triệu tấn/năm, trạm nghiền mới chỉ chiếm ~21% công suất thiết kế toàn hệ thống. Giả định cơ sở này hoạt động ở 70% công suất thiết kế, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp của HT1 chỉ giảm nhẹ khoảng 0,5%. Nếu trạm nghiền mới được khai thác ở hiệu suất cao hơn giả định nói trên, mức độ ảnh hưởng sẽ càng thấp do sản lượng gia tăng. Bên cạnh đó, chi phí mua một trạm nghiền hiện hữu có thể thấp hơn so với việc đầu tư mới trạm nghiền hoàn toàn mới.

Hình 6: Chi phí khấu hao của một trạm nghiền mới công suất 1,5 triệu tấn/năm

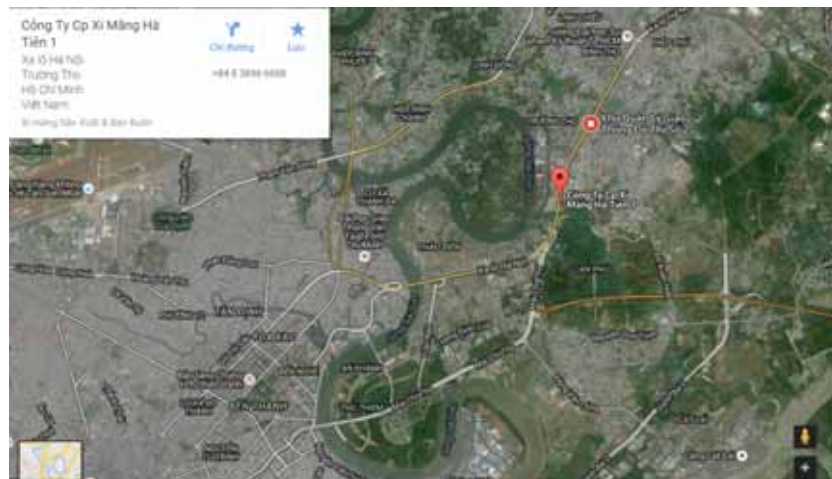


Nguồn: RongViet Research

HT1 định hướng phát triển khu phức hợp Vicem Hà Tiên

Như vậy, việc trạm nghiền Thủ Đức ngừng hoạt động có thể không phải là vấn đề quá lớn với HT1. Điểm đáng quan tâm hơn là việc sử dụng phần diện tích đất của cơ sở này sau khi di dời. Trạm nghiền Thủ Đức có vị trí khá đặc địa; nằm ngay trên mặt tiền của Xa lộ Hà Nội và chỉ cách cầu Sài Gòn, ga metro (Bến Thành-Suối Tiên) khoảng 10-15 phút đi xe. Theo Quy hoạch, chiến lược phát triển không gian đô thị tầm nhìn đến năm 2025 đã UBND Tp. HCM phê duyệt thì trục Xa lộ Hà Nội được định hướng sẽ phát triển các khu nhà ở, đô thị mới.

Hình 7: Vị trí của Trạm nghiền Thủ Đức



Nguồn: Google map

Được biết, Hà Tiên 1 và vận tải Hà Tiên đã được Bộ xây dựng đồng ý chủ trương đầu tư dự án Khu phức hợp Vicem Hà Tiên trên diện tích 114.880 m², trong đó phần diện tích của HT1 là 106.614 m². Công ty hiện đã tìm được đối tác để cùng đầu tư dự án nói trên. Tuy nhiên, chi tiết về dự án tạm thời chưa được công bố. Khảo sát thị trường xung quanh khu vực trạm nghiền Thủ Đức, chúng tôi nhận thấy giá đất ở khu vực xung quanh có thể lên tới 27 triệu đồng/m² với vị trí mặt tiền và 20 triệu đồng/m² với những vị trí khác. Tuy vậy, tiền thuê đất cho trạm nghiền Thủ Đức đến nay được trả hàng năm. Do đó, để sở hữu quyền sử dụng phần diện tích đất này Công ty có thể phải bỏ ra một khoản chi phí không nhỏ cho việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất. Vì vậy, chúng tôi nghiêng về khả năng HT1 sẽ chỉ đóng góp quyền đầu tư vào dự án và để việc đóng tiền SDD và xây dựng cho phía đối tác. Dù chưa có các thông tin chi tiết, với giả định dự án Khu phức hợp Vicem Hà Tiên sẽ được phát triển theo phương thức hợp tác như trên, chúng tôi ước tính giá trị của dự án nhà HT1 có thể nhận được sẽ vào khoảng 362 tỷ đồng.

Ảnh hưởng của biến động tỷ giá đến HT1 không còn đáng kể khi KQKD từ hoạt động cốt lõi đang tăng trưởng tốt

Như đã đề cập ở phần trước, HT1 có dư nợ khá lớn bằng ngoại tệ, trong đó chủ yếu là đồng EUR (~69 triệu EUR) nên sự biến động của ngoại tệ này có tác động tương đối lớn đến KQKD của Công ty. Các số liệu thống kê cho thấy nền kinh tế châu Âu vẫn chưa thực sự hồi phục, với GDP chỉ tăng trưởng 0,3% trong quý 3/2015 và dự báo chỉ đạt 0,2% trong quý 4/2015 cùng với tỷ lệ lạm phát thấp có thể khiến ECB phải kéo dài các gói kích thích kinh tế. Do đó, chúng tôi kỳ vọng đồng EUR tiếp tục giảm giá so với đồng EUR và có thể tiệm cận mức 1,00 lần ở cuối năm 2016. Trong kịch bản thận trọng, chúng tôi giả định tiền đồng sẽ mất giá khoảng 6% so với USD trong năm 2016, đồng nghĩa với việc tỷ giá VND/EUR sẽ tiếp tục giảm 3,3% so với cuối năm 2015. Với kịch bản này, HT1 có thể được ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá khoảng 35 tỷ đồng trong năm 2016.

Hình 8: Diễn biến tỷ giá cặp tỷ giá EURVND từ năm 2014 đến hiện tại



Nguồn: Bloomberg

Bảng 6: Độ nhạy của LNST năm 2016 với tỷ giá VND/EUR (Đơn vị: tỷ đồng)

Giả định tỷ giá EUR/VND cuối năm	23.007	23.477	24.651	25.355
Lãi/ Lỗ CLTG CTH 2016	64	41	(17)	(52)
LNST 2016	795	792	730	702

Nguồn: RongViet Research

Bên cạnh đó, dư nợ ngoại tệ giảm cũng góp phần cải thiện lợi nhuận trong hoạt động tài chính của HT1. Với kế hoạch trả nợ hiện tại, chúng tôi ước tính HT1 sẽ chi khoảng 13,5 triệu EUR mỗi năm để trả nợ cho đến năm 2020. Nhờ đó, chi phí lãi vay của HT1 có thể giảm khoảng 11% trong năm 2015. Bên cạnh đó, HT1 cũng có đến 80% vay nợ bằng tiền đồng. Chúng tôi kỳ vọng lãi suất đi vay tiền đồng năm 2016 có thể tăng khoảng 0,5%, do đó, dù số dư nợ vay giảm, chi phí lãi vay năm 2016 có thể chỉ giảm nhẹ ~1% so với năm trước. Chi phí tài chính năm 2016 ước tính giảm 0,8% so với năm 2015. Với các nhận định nói trên, chúng tôi cho rằng biến động tỷ giá và vấn đề lãi suất sẽ không còn ảnh hưởng đáng kể đến KQKD của Công ty như giai đoạn trước.

Chúng tôi ước tính sản lượng xi măng tiêu thụ năm 2015 có thể tăng khoảng 16%, doanh thu thuần và LNST có thể lần lượt đạt 7.628 và 751 tỷ đồng (tăng ~13% và 146% so với năm 2014). Tốc độ tăng trưởng của lãi ròng dự báo cao hơn doanh thu nhờ biên EBITDA cải thiện và hoạt động tài chính khởi sắc. Nhờ hỗ trợ tích cực về số lượng các dự án BĐS và hạ tầng ở khu vực phía Nam, chúng tôi khá lạc quan về triển vọng tiêu thụ của HT1 trong các năm 2016-2017. Sản lượng xi măng tiêu thụ năm 2016 của HT1 ước tính tăng 6,7% so với 2015; doanh thu thuần cũng có thể đạt 8.140 tỷ đồng (+6,7% so với năm 2015) và LNST ước đạt 766 tỷ đồng (+2% y-o-y).

Bảng 7: Một số chỉ tiêu chính của HT1 trong giai đoạn 2011-2019F (Đơn vị: tỷ đồng)

Năm	2011	2012	2013	2014	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
Sản lượng (xi măng + clinker) (tấn)	4.042.488	4.452.345	5.201.119	5.348.653	6.113.451	6.397.910	6.701.684	7.021.130	7.140.137
<i>Tăng trưởng sản lượng</i>	7,5%	10,1%	16,8%	2,8%	14,3%	4,7%	4,7%	4,8%	1,7%
Doanh thu thuần	5.280,7	5.823,9	6.368,7	6.758,1	7.628,4	8.140,3	8.627,4	9.154,2	9.452,3
<i>Tăng trưởng DTT</i>	24,2%	10,3%	9,4%	6,1%	12,9%	6,7%	6,0%	6,1%	3,3%
Lợi nhuận gộp	1.469,9	1.349,8	1.429,6	1.333,7	1.647,7	1.717,6	1.829,0	1.940,7	2.003,9
Lãi/lỗ hoạt động tài chính	(1.020,8)	(854,8)	(1.018,9)	(454,1)	(328,3)	(391,2)	(433,4)	(336,9)	(289,0)
LN từ HĐSXKD	3,0	(6,3)	(4,9)	394,3	960,1	952,0	1.007,4	1.191,9	1.289,5
LNST	(8,9)	9,2	2,5	304,9	750,9	766,0	809,9	956,4	1.034,9
<i>Biên LNST</i>	-0,2%	0,2%	0,0%	4,5%	9,8%	9,4%	9,4%	10,4%	10,9%
EBITDA	1.236,0	1.309,1	1.395,8	1.557,5	1.982,5	2.003,1	1.994,8	2.170,0	2.252,2
EPS (đồng/cp)	(45)	47	13	966	2.361	2.409	2.547	3.007	3.255
Giá trị sổ sách (đồng/cp)	8.938	9.524	10.053	11.679	13.774	15.583	16.930	19.437	21.892

Nguồn: RongViet Research

Định giá

Để xác định giá hợp lý cho cổ phiếu HT1, chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh P/E và EV/EBITDA với tỷ lệ tương ứng là 50:30:20. Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, lãi suất chiết khấu sử dụng cho giai đoạn 2015-2019 là 11,6% và từ 2019 trở đi là 13,1%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF ước tính là 4,8%.

Phương pháp P/E sử dụng tham chiếu từ các doanh nghiệp cùng ngành. Mức P/E bình quân của 10 doanh nghiệp VLXD có quy mô vốn hóa lớn nhất là 9,0x. Tuy nhiên, cân nhắc vị thế đầu ngành và triển vọng tăng trưởng khá khả quan, chúng tôi sử dụng P/E bằng 10,0x để định giá cổ phiếu HT1.

Bảng 8: Chỉ tiêu P/E của 10 doanh nghiệp có quy mô vốn hóa lớn nhất ngành VLXD

STT	Cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng) ^(*)	P/E ^(*)
1	BMP	5.776	11,7
2	NTP	3.421	9,7
3	VCS	3.049	8,0
4	BCC	1.311	4,4
5	BTS	938	4,4
6	NNC	756	6,6
7	VHL	611	5,9
8	HOM	471	8,2
9	VTV	434	9,7
10	CVT	426	6,4
Trung bình			9,0

*Nguồn: FinPro, RongViet Research tổng hợp, *Sử dụng giá đóng cửa ngày 14/01/2016*

Với các doanh nghiệp xi măng, chi phí khấu hao thường chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá vốn. Đồng thời, HT1 cũng là doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ vay để tài trợ tài sản nên chúng tôi sử dụng thêm phương pháp EV/EBITDA để xác định giá trị hợp lý cho cổ phiếu của Công ty. Có thể thấy trong giai đoạn 2011-2014 chỉ tiêu EBITDA của HT1 tăng trưởng khá ổn định với mức độ tăng trưởng kép (CAGR) là 8%. Bên cạnh đó, việc hoàn tất phân bổ khoản lỗ chênh lệch tỷ giá góp phần giảm đáng kể chi phí tài chính cho Công ty từ năm 2015. Chúng tôi ước tính EBITDA của năm 2015 có thể tăng đến ~31% so với năm 2014. Tuy nhiên, từ năm 2016, chúng tôi ước tính hoạt động kinh doanh vẫn duy trì được đà tăng trưởng tích cực nhưng xu hướng EBITDA có thể chỉ tăng nhẹ chủ yếu do hoạt động tài chính khó có yếu tố đột biến như năm 2015 (lãi CLTGCTH và hoàn tất phân bổ tỷ giá).

Chỉ số EV/EBITDA tham chiếu của các doanh nghiệp xi măng của các nước mới nổi khu vực Châu Á – Thái Bình Dương là 7,4 lần. Cân nhắc rủi ro quốc gia và quy mô vốn hóa của HT1 so với các doanh nghiệp so sánh, chúng tôi sử dụng tỷ lệ EV/EBTDA chiết khấu 15% là 6,3x.

Bảng 9: EV/EBITDA trung bình 5 năm của một số doanh nghiệp xi măng tiêu biểu khu vực châu Á Thái Bình Dương

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa(tỷ đồng)	EV/EBITDATB5năm
Maple leaf cement factory	Pakistan	8.553	8,2
Kohat cement co Ltd	Pakistan	8.980	4,7
Heidelberger cement Bangladesh	Pakistan	7.952	3,8
Tasek corp BHD	Bangladesh	9.027	10,5
Goldsun building materials	Malaysia	9.208	10,4
Southeast cement Co Ltd	Ấn Độ	9.923	8,1
Pakcem Ltd	Pakistan	10.733	5,9
Trung bình			7,4

Nguồn: Bloomberg

Kết hợp các phương pháp định giá trên có tính đến giá trị khu đất của trạm nghiền Thủ Đức mà HT1 có thể hiện thực hóa, giá trị hợp lý của cổ phiếu được xác định tại mức **30.000 đồng/cp**, cao hơn 11,1% so với giá đóng cửa ngày 14/01/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** trong **TRUNG HẠN** với cổ phiếu HT1.

Bảng 10: Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	29.188	50%	14.594
P/E (FY2016)	24.811	30%	7.443
EV/EBITDA (FY 2016)	39.684	20%	7.937
Giá bình quân		100%	29.974

Nguồn: RongViet Research

Quan điểm đầu tư

HT1 là một trong những doanh nghiệp xi măng hàng đầu Việt Nam về cả thị phần và năng lực sản xuất. Thị trường chính của Công ty tập trung chủ yếu khu vực Đông Nam Bộ, ĐBSCL, Tây Nguyên. Với các sản phẩm xi măng có chất lượng cao, sản phẩm của HT1 được sử dụng trong nhiều công trình hạ tầng trọng điểm như cao tốc Long Thành – Dầu Giây, cảng quốc tế Cái Mép, hầm Đèo Cả...

Giai đoạn 2011-2013, HT1 gặp nhiều khó khăn trong việc tiêu thụ do tình trạng dư cung xi măng trên quy mô cả nước. Cộng với việc phải phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá từ các khoản vay ngoại tệ, KQKD của HT1 chỉ đạt mức thấp trong suốt giai đoạn này. Sự hồi phục của thị trường BĐS và hoạt động xây dựng trong 2 năm gần đây đã giúp tình hình kinh doanh của HT1 đảo chiều mạnh mẽ.

Từ 2016, nhiều dự án hạ tầng trọng điểm sẽ bước vào giai đoạn xây dựng cao điểm và dòng vốn FDI được dự báo sẽ tiếp tục gia tăng sau khi TPP được ký kết. Điều này được dự báo sẽ thúc đẩy đáng kể tiêu thụ xi măng, đặc biệt là ở các thị trường trọng điểm của HT1. Bên cạnh đó, dư nợ ngoại tệ giảm cùng với việc hoàn tất phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá trong năm 2014 sẽ giúp giảm đáng kể chi phí tài chính từ năm nay. Chúng tôi ước tính DTT và LNST năm 2015 có thể lần lượt tăng ~15% và 161% so với năm trước.

Sử dụng các phương pháp định giá, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý với HT1 là **30.000 đồng/cp**, cao hơn 11,1% so với giá đóng cửa ngày 14/01/2016. Với mức giá trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** trong **TRUNG HẠN** với cổ phiếu này.

PHỤ LỤC 1: CÁC CƠ SỞ SẢN XUẤT CỦA HT1

Nhà máy/Trạm nghiền	Địa điểm	Xi măng (triệu tấn)	Clinker (triệu tấn)	Công nghệ	Khả năng vận chuyển (tấn/ngày)
Nhà máy Bình Phước	Huyện Bình Long, tỉnh Bình Phước	1,2	1,8	Polysius và Haver Boeker (Đức)	3.500 (đường bộ)
Nhà máy Kiên Lương	Huyện Kiên Lương, tỉnh Kiên Giang	1,8	2,2	Venotec - PIC (Mỹ - 1964) Polysius (Đức - 1991)	4.500 (đường thủy) 500 (đường bộ)
Trạm nghiền Phú Hữu	Quận 9 - HCM	2,4		Loesche và Haver Boeker (Đức) ABB (Thụy Sĩ)	3.000 (đường thủy) 4.000 (đường bộ)
Trạm nghiền Thủ Đức	Thủ Đức - HCM	1,8		Polysius (Đức) FCB (Pháp) Haver Boecker (Đức)	5.000 (đường bộ)
Trạm nghiền Cam Ranh	Cam Ranh, tỉnh Khánh Hòa	0,85		Polysius (Đức) ABB (Thụy Điển)	1.500 (đường bộ)
Trạm nghiền Long An	Cần Giuộc, Long An	0,85		Pfeiffer (Úc)	1.000 (đường thủy) 1.500 (đường bộ)

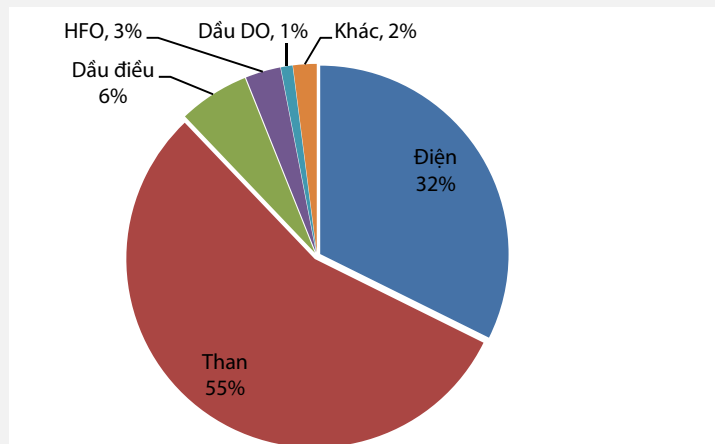
Nguồn: HT1

PHỤ LỤC 2: CÔNG NGHỆ SẢN XUẤT XI MĂNG TIÊN TIẾN LÀ MỘT THẾ MẠNH CỦA HT1 SO VỚI CÁC ĐỐI THỦ CÙNG NGÀNH

Ở Việt Nam, chi phí nhiên liệu chiếm từ 40 – 50% trong cơ cấu giá thành xi măng; trong khi đó, tỷ lệ này ở các nước khu vực Đông Nam Á khác chỉ khoảng 30 – 35%. Nguyên nhân mức tiêu hao nhiên liệu ở Việt Nam tương đối cao chủ yếu là do công nghệ sản xuất xi măng nhìn chung còn khá lạc hậu.

Nhằm giảm giá thành, nhiều doanh nghiệp xi măng lớn, điển hình là HT1, đã và đang đẩy mạnh cải tiến công nghệ và ứng dụng các phương pháp tiết kiệm và giảm tiêu hao nhiên liệu vào sản xuất. Cụ thể, ở nhà máy Kiên Lương, Công ty sử dụng các nguyên liệu thay thế như dầu điều (thay cho dầu HFO) để đốt lò; ứng dụng công nghệ thu hồi nhiệt thải, giúp cung cấp 25 – 30% nhu cầu điện sản xuất cho nhà máy xi măng, qua đó giảm giá vốn của HT1 khoảng 3–5%. Với nhà máy xi măng Bình Phước, các loại dầu FO-R, vỏ hạt điều được dùng để thay thế dầu DO. Công ty cũng sử dụng trấu thay thế dầu HFO cho việc sấy máy nghiền xi măng tại trạm nghiền Phú Hữu. Song song với đó, HT1 đang cân nhắc việc sử dụng một phần than từ Indonesia, giá thành rẻ hơn khoảng 10%, để thay thế 20-30% lượng than cám mua từ TKV.

Hình: Cơ cấu các dạng năng lượng của HT1



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Nhờ các biện pháp kể trên, mức tiêu hao nhiên liệu của HT1 chỉ trung bình khoảng 774 kcal/kg clinker, thấp hơn nhiều so với nhiều doanh nghiệp khác trong ngành như BCC (~835 Kcal/kg clinker), HOM (955 Kcal/kg clinker), BTS (870 Kcal/kg clinker)... Vì tiêu hao nhiệt năng tỷ lệ thuận với khối lượng than đốt và điện tiêu thụ trong quá trình nung clinker nên tỷ lệ tiêu hao thấp giúp HT1 tiết kiệm được đáng kể chi phí nhiên liệu so với các doanh nghiệp cùng hệ thống Vicem.

Bảng 11: Đơn giá tiêu biểu của một số nhiên liệu đốt phổ biến hiện nay (Đơn vị: VND/kcal)

Loại NL	Vỏ hạt điều	Than Indonesia	Than 3C (VN)	Vỏ trấu	Dầu FO-R	Dầu điều	HFO	DO
Mức tiêu hao	0,3	0,38	0,44	0,57	1,1	1,1	1,3	1,6

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Doanh thu thuần	6.369	6.758	7.628	8.140
Giá vốn	4.939	5.424	5.981	6.423
Lãi gộp	1.430	1.334	1.648	1.718
Chi phí bán hàng	302	321	100	98
Chi phí quản lý	113	164	259	277
Thu nhập từ HĐTC	21	292	128	61
Chi phí tài chính	1.040	746	457	452
Lợi nhuận khác	10	1	3	6
Lợi nhuận trước thuế	5	396	963	958
Thuế TNDN	3	91	212	192
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	3	305	751	766
EBIT	779	918	1.403	1.391
EBITDA	1.396	1.558	1.983	2.003

Đvt: tỷ đồng

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	9,4	6,1	12,9	6,7
Lợi nhuận HKKD	19,5	-16,3	51,9	4,2
EBITDA	6,6	11,6	27,3	1,0
EBIT	-5,4	17,9	52,7	-0,8
Lợi nhuận sau thuế	-72,6	11.947,4	146,2	2,0
Tổng tài sản	-1,5	-3,5	-3,9	-3,0
Vốn chủ sở hữu	69,5	16,2	17,9	13,1
Tốc độ tăng trưởng nội tại	0,1	8,8	18,6	12,3
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	22,4	19,7	21,6	21,1
LN HKKD / Doanh thu	15,9	12,6	16,9	16,5
EBITDA/ Doanh thu	21,9	23,0	26,0	24,6
EBIT/ Doanh thu	12,2	13,6	18,4	17,1
LNST/ Doanh thu	0,0	4,5	9,8	9,4
ROA	0,0	2,4	6,0	6,4
ROIC or RONA	8,5	10,4	16,2	16,8
ROE	0,1	8,8	18,6	16,4
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh, phải thu	14,3	14,1	12,9	6,7
Vòng quay hàng tồn kho	5,1	5,6	51,9	4,2
Vòng quay khoản phải trả	3,3	3,2	27,3	1,0
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	0,4	0,4	0,6	0,6
Nhanh	0,2	0,2	0,3	0,3
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	310,4	240,9	177,8	138,2
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	78,1	56,8	52,1	44,5
Vay dài hạn/ Vốn CSH	179,1	137,2	94,5	62,8

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tiền	202	219	396	430
Đầu tư tài chính ngắn hạn	5	36	43	52
Các khoản phải thu	463	497	572	635
Tồn kho	986	959	1.047	1.124
Tài sản ngắn hạn khác	17	15	22	18
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	1.673	1.726	2.079	2.259
Tài sản cố định hữu hình	10.284	9.739	8.846	8.421
Tài sản cố định vô hình	113	115	112	110
Xây dựng cơ bản dở dang	766	845	972	861
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	56	56	56	56
Tài sản dài hạn khác	228	181	103	98
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	11.447	10.936	10.090	9.546
TỔNG TÀI SẢN	13.120	12.662	12.169	11.805
Tiền hàng phải trả và ứng trước	1.092	1.053	957	1.092
Khoản phải trả ngắn hạn khác	608	688	411	439
Vay và nợ ngắn hạn	2.498	2.110	2.281	2.205
Vay và nợ dài hạn	5.726	5.097	4.141	3.114
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	9.923	8.948	7.789	6.850
Vốn chủ sở hữu	3.197	3.714	4.380	4.955
Vốn đầu tư của CSH	3.180	3.180	3.180	3.180
Lợi nhuận giữ lại	7	316	924	1.499
Các quỹ	149	149	206	206
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	3.197	3.714	4.380	4.955
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	13.120	12.662	12.169	11.805
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
LN TT	5	396	963	958
Khấu hao	617	639	580	612
Các điều chỉnh	996	506	0	0
Thay đổi vốn lưu động	-437	-549	-754	-165
Tiền thuần từ HĐKD	1.181	991	789	1.404
Thay đổi TSCĐ	-318	-155	189	-73
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	0	0	78	5
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	6	-26	0	0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-313	-181	266	-67
Nhận/trả lại vốn góp	0	0	0	0
Vay mới/trả nợ vay	-856	-794	-786	-1.102
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	0	0	-92	-199
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-856	-794	-878	-1.302
Tiền thuần trong kỳ	12	17	177	35
Tiền đầu năm	190	202	219	396
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0
Tiền cuối kỳ	202	219	396	430

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rông Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
 Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
 Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**