

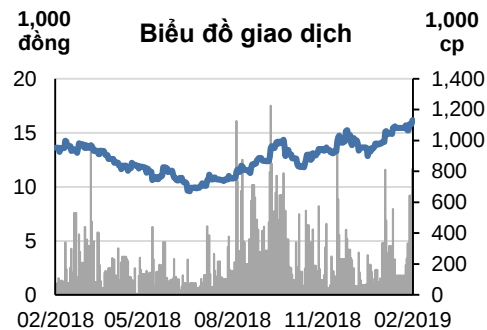
HT1 (HOSE) Nguy cơ từ đối thủ mới

Đánh giá

TRUNG LẬP

Xi măng

Giá thị trường (VND)	16,000
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	14,700
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm</i>	-8.1%
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>	9.4%
Suất sinh lợi bình quân năm	1.3%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	17%	7%	21%	18%
Tương đối	6%	-2%	13%	28%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê

28-02-19

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	9.6k-16.3k
SL lưu hành (triệu cp)	382
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,105
Vốn hóa (triệu USD)	263
% khối ngoại sở hữu	6%
SL cp tự do (triệu cp)	76
KLGD TB 3 tháng (cp)	274,841
VND/USD	23,200
Index: VNIndex/HNX	990/108

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu

28-02-19

VICEM	79.7%
Nguyễn Văn Chuyên – Thành viên HĐQT	2.8%

Nguồn: Bloomberg

Chu Đức Vĩnh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462
vinh.cd@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Nhu cầu trong nước tiếp tục được duy trì ở mức cao** nhờ tăng đầu tư công. Ở thị trường nước ngoài, nhu cầu clinker tăng vọt của Trung Quốc đã giúp Việt Nam giải quyết tình trạng dư cung trong năm 2018. Tuy nhiên, do Trung Quốc vẫn đang thừa cung và Philippines sẽ áp thuế tự vệ đối với xi măng nhập khẩu, xuất khẩu clinker và xi măng nhiều khả năng sẽ không đổi trong năm 2019.
- Đối thủ nặng ký mới.** Hiện tại, Hà Tiên 1 có 2 lợi thế chính là có các nhà máy gần mỏ đá vôi và chuỗi giá trị khép kín từ đá vôi đến xi măng thành phẩm. Tuy nhiên, Thaingroup - doanh nghiệp với những lợi thế tương tự - tham gia vào thị trường phía Nam sẽ là một mối đe dọa rất lớn đối với Hà Tiên 1.
- Giá đầu vào tăng làm giảm lợi nhuận.** Điện và than sẽ giữ xu hướng tăng, làm biên lợi nhuận bị thu hẹp. Tuy nhiên, nhờ dòng tiền mạnh, Hà Tiên 1 sẽ tiếp tục thanh toán nợ, qua đó cải thiện biên lợi nhuận của mình.

Rủi ro:

- Chính phủ Việt Nam có thể áp thuế xuất khẩu xi măng một lần nữa để bảo vệ tài nguyên thiên nhiên trong nước.
- Trung Quốc có thể quyết liệt theo đuổi các chính sách bảo vệ môi trường, giúp giải quyết tình trạng thừa cung của Việt Nam.

Khuyến nghị:

- Dựa trên quan điểm trung lập về HT1, chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang giao dịch ở mức giá hợp lý. Sử dụng EV/EBITDA trung bình là 5.0 và P/E là 9.0, chúng tôi định giá cổ phiếu HT1 ở mức **14,700 đồng** vào cuối năm 2019. Tổng lợi nhuận dự kiến là **1.3%**, bao gồm 1,500 đồng cổ tức bằng tiền mặt. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Doanh thu thuần	8,237	8,209	8,376	8,478	8,492
<i>Tăng trưởng (%)</i>	8.3%	-0.3%	2.0%	1.2%	0.2%
Lợi nhuận ròng	809	486	645	648	693
<i>Tăng trưởng (%)</i>	9.5%	-39.9%	32.7%	0.5%	6.9%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,807	1,066	1,427	1,434	1,533
<i>Tăng trưởng (%)</i>	10.2%	-41.0%	33.8%	0.5%	6.9%
ROE (%)	15.6%	9.4%	12.4%	12.5%	13.4%
Nợ ròng/VCSH (%)	90%	82%	59%	50%	35%
P/E (x)	8.9	15.0	11.2	11.2	10.4
P/B (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	5.5	5.9	5.1	4.9	4.5
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0%	6.2%	9.4%	9.4%	9.4%

1. Nhu cầu trong nước gia tăng

1.1. Đầu tư công thúc đẩy nhu cầu trong nước

Năm 2019, nỗ lực tiêu thụ xi măng trong nước đến từ đầu tư công. Tổng nguồn vốn đầu tư từ Ngân sách Nhà nước năm 2019 là 429.3 nghìn tỷ đồng (+7.5% n/n), trong đó 41.2 nghìn tỷ đồng được cấp cho Bộ Giao thông vận tải (+47% n/n).

Tên dự án	Vị trí	Loại hình đầu tư	Đơn vị tài trợ	Tổng mức đầu tư (nghàn tỷ đồng)
Tuyến đường trên cao số 1	HCM	BOT/BT	CII	12
Tuyến đường trên cao số 2	HCM	BOT/BT	n/a	16
Tuyến đường trên cao số 3	HCM	BOT/BT	n/a	11
Tuyến đường trên cao số 4	HCM	BOT/BT	n/a	15
Tuyến đường trên cao số 5	HCM	BOT/BT	CIPM Cửu Long, FECON	17
Đường vành đai 3 TP.HCM	HCM	PPP	n/a	50
Đường vành đai 4 TP.HCM	HCM	PPP	n/a	60
Tuyến Metro số 2	HCM	PPP	n/a	34
Tuyến Metro số 4	HCM	PPP	KEXIM, GS E&C, Mosmetrosoy	124
Tuyến Metro số 5	HCM	PPP	Giai đoạn 1: ADB, KFW, EIB. Giai đoạn 2: KOICA, Lotte E&C	93
Tuyến Metro số 6	HCM	ODA/PPP	n/a	28
Tuyến Monorail số 2	HCM	ODA/PPP	Chính quyền Thành phố Busan	16
Tuyến Monorail số 3	HCM	PPP	n/a	9
Tuyến xe điện mặt đất số 1	HCM	ODA/PPP	n/a	6
Tuyến đường trên cao kết nối sân bay Tân Sơn Nhất	HCM	PPP	n/a	4
Mở rộng Quốc lộ 22 (Đường xuyên Á)	HCM	ODA/PPP	n/a	13
Cầu Thủ Thiêm	HCM	BT	CTCP Đầu tư Địa ốc Đại Quang Minh	4
Khu đô thị mới Thủ Thiêm	HCM	PPP	n/a	10
Bình Triệu Giai đoạn 2	HCM	PPP	n/a	2
Khu liên hợp xử lý chất thải rắn	HCM	JV	n/a	1
Đường cao tốc Dầu Giây - Liên Khương	Miền Nam	PPP	Giai đoạn 1 BOT, giai đoạn 2 vay từ JICA	38
Đường cao tốc Nha Trang - Phan Thiết	Miền Nam	PPP	Nhà nước (10.5 nghìn tỷ), BOT (vốn tự có 1.7 nghìn tỷ, vay 6.8 nghìn tỷ)	18
Cầu Mỹ Thuận 2	Miền Nam	PPP	n/a	10
Mở rộng Quốc lộ 1 đoạn từ km1488 – km1525 qua tỉnh Khánh Hòa	Miền Nam	PPP	n/a	3
Tuyến đường Cần Thơ - Phụng Hiệp	Miền Nam	PPP	n/a	2
Tổng cộng				542

Nguồn: Bộ Công Thương, Bộ Tài chính, KIS

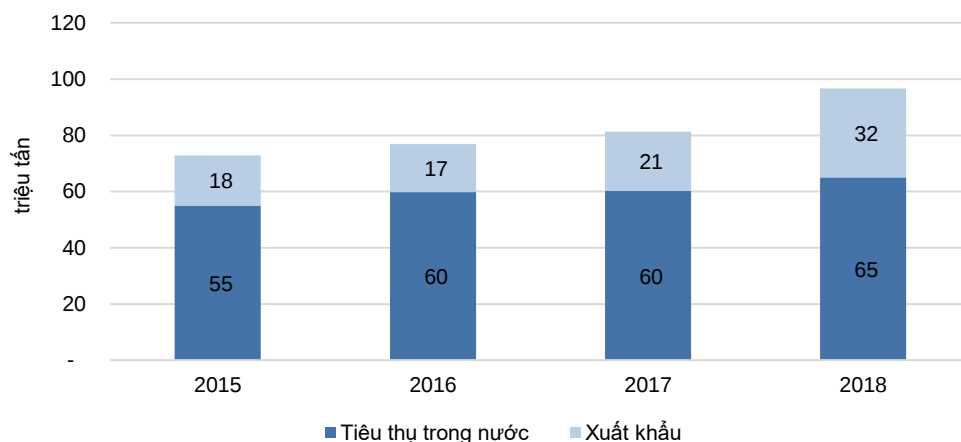
1.2. Xuất khẩu duy trì ổn định trong năm 2019

1.2.1. Thuế xuất khẩu được loại bỏ

Cuối năm 2016, Chính phủ Việt Nam đã ban hành 2 văn bản quy định các sản phẩm xi măng được chế biến từ tài nguyên khoáng sản cộng với chi phí năng lượng cao hơn 51% giá vốn hàng bán sẽ phải chịu thuế xuất khẩu 5% và sẽ không được khấu

trừ thuế VAT đầu vào để hạn chế xuất khẩu tài nguyên thiên nhiên quốc gia. Tuy nhiên, vào tháng 11/2017, để giải quyết tình trạng dư cung của ngành xi măng trong nước, Chính phủ đã phê chuẩn Nghị định 125/2017/NĐ-CP mới để loại bỏ 2 quy định nêu trên, dẫn đến tăng trưởng xuất khẩu 46% trong năm 2018.

Hình 01. Tiêu thụ clinker và xi măng của Việt Nam



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

1.2.2. Trung Quốc cắt giảm sản xuất trong nước và tăng nhập khẩu từ Việt Nam...

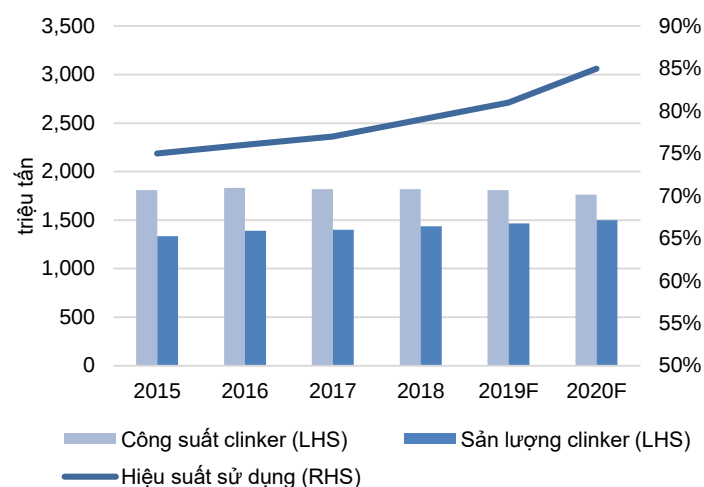
Chuyển đổi sang xi măng chất lượng cao

Vào tháng 09/2017, trong nỗ lực giảm thiểu tình trạng dư thừa công suất, Trung Quốc đã triển khai chính sách loại bỏ xi măng chất lượng thấp trên toàn quốc, khuyến khích sử dụng xi măng PO42.5 (tỷ lệ clinker vào khoảng 77%) thay vì PO32.5 (tỷ lệ clinker là 50%). So với PO32.5, PO42.5 là loại xi măng cao cấp giúp tăng độ bền cho các tòa nhà. Tỷ lệ PO42.5 được ước tính sẽ tăng từ 40% trong năm 2017 lên 55.5% vào năm 2018.

Giảm công suất để tăng hiệu suất sử dụng

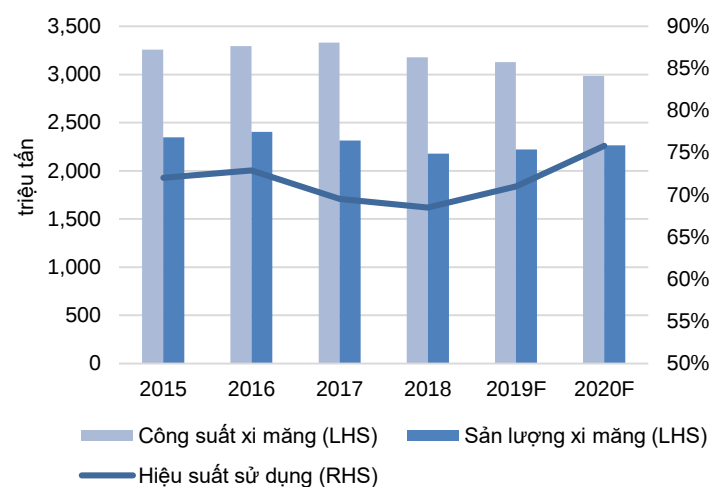
Năm 2013, Trung Quốc - quốc gia sản xuất hơn 50% sản lượng xi măng toàn cầu, đã đưa ra kế hoạch 5 năm với các chính sách bảo vệ môi trường. Vào tháng 06/2018, Trung Quốc công bố kế hoạch tiếp theo trong 3 năm có tên là “Bầu Trời Xanh”. Các ngành công nghiệp nặng gây ra ô nhiễm nghiêm trọng như thép và xi măng bị ảnh hưởng tiêu cực từ kế hoạch này. Trung Quốc đặt mục tiêu giảm 350 triệu tấn công suất xi măng vào năm 2020, tương đương 10% công suất hiện tại và 300% công suất xi măng của Việt Nam. Năm 2018, Trung Quốc đã cắt giảm 153 triệu tấn, tương đương 40% mục tiêu cắt giảm.

Hình 02. Công suất và sản lượng clinker ở Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 03. Công suất và sản lượng xi măng ở Trung Quốc



Nguồn: NBS, DBS HK, KIS

Trong kế hoạch 5 năm lần thứ 13 (2016 - 2020), chính phủ Trung Quốc đề mục tiêu giảm 400 triệu tấn công suất clinker, tương đương khoảng 20% tổng công suất. Nếu tất cả lượng xi măng tiêu thụ được chuyển đổi thành PO42.5, việc cắt giảm clinker sẽ dẫn đến giảm 519 triệu tấn xi măng, tương đương 24% sản lượng xi măng hiện tại. Với việc Trung Quốc đang đẩy mạnh đầu tư công để ngăn chặn nền kinh tế suy thoái, tiêu thụ xi măng tại Trung Quốc được dự báo sẽ ổn định trong những năm tới. Hơn nữa, kết hợp với kế hoạch chuyển đổi sang xi măng chất lượng cao, chúng tôi tin rằng Trung Quốc sẽ không theo đuổi kế hoạch cắt giảm công suất clinker trong ngắn hạn 2019-2020.

Tổng sản lượng nhập khẩu clinker của Trung Quốc năm 2018 là 12 triệu tấn, chỉ tương đương 0.8% sản lượng clinker Trung Quốc. Tuy nhiên, do thị trường clinker Trung Quốc vẫn đang trong tình trạng dư cung ngay cả trường hợp tất cả xi măng chất lượng thấp được thay thế bằng xi măng PO42.5, vì thế chúng tôi tin rằng sự gia tăng nhập khẩu clinker trong năm 2018 là không bền vững và quá rủi ro khi đánh cược rằng nhập khẩu clinker của Trung Quốc sẽ giải quyết tình trạng dư cung của ngành xi măng Việt Nam trong ngắn hạn.

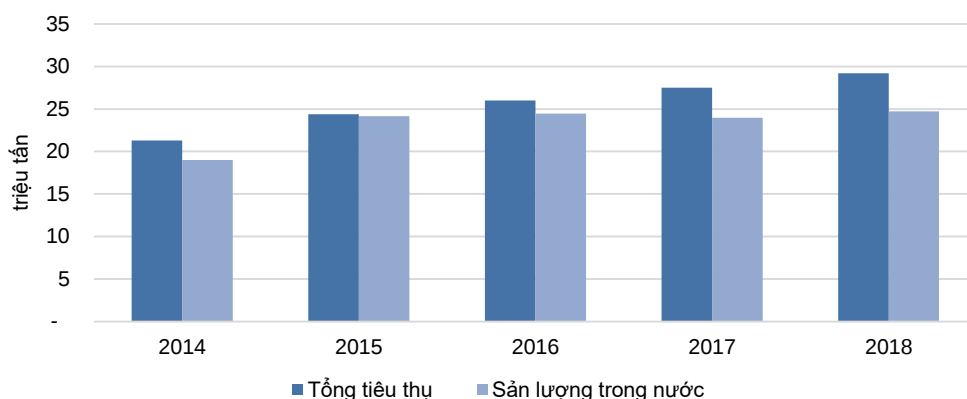
Tuy nhiên, trong dài hạn, các kế hoạch bảo vệ môi trường và chuyển đổi nền kinh tế của Trung Quốc sẽ làm tăng nhu cầu nhập khẩu từ các nước xung quanh như Việt Nam.

1.2.3. ...và bù đắp cho sự sụt giảm xuất khẩu sang Philippines

Philippines là thị trường xuất khẩu xi măng lớn thứ ba của Việt Nam. Vào tháng 01/2019, Bộ Thương mại và Công nghiệp Philippines (DTI) đã quyết định áp thuế tự vệ 4 USD/tấn đối với xi măng nhập khẩu, có hiệu lực từ tháng 02/2019 và sẽ kéo dài

200 ngày để bảo vệ ngành xi măng trong nước có công suất 35 triệu tấn mỗi năm và hiện đang trong tình trạng thừa cung.

Hình 04. Tiêu thụ và sản xuất xi măng của Philippines



Nguồn: CEMAP, KIS

Do sự bất ổn, khó lường ở thị trường nước ngoài, Hiệp hội Xi măng Việt Nam (VNCA) dự báo xuất khẩu clinker và xi măng năm 2019 sẽ không thay đổi so với năm trước.

2. Đối thủ nặng ký mới

Hiện tại, Hà Tiên 1 là doanh nghiệp sản xuất xi măng lớn nhất khu vực miền Nam. Lợi thế chính của công ty là chuỗi giá trị khép kín từ đá vôi đến xi măng nhờ vị trí nhà máy gần hai mỏ đá vôi ở Kiên Giang và Bình Phước. Các công ty nhỏ chỉ có trạm nghiền và phải nhập clinker từ miền Bắc và Trung nên không thể cạnh tranh về chi phí vận hành khi giá clinker tăng. Trong khi đó, Insee và Fico Tây Ninh là hai đối thủ lớn duy nhất tuy cũng có chuỗi giá trị khép kín từ đá vôi nhưng quy mô sản xuất nhỏ hơn.

Nhà sản xuất xi măng ở phía Nam	Công suất thiết kế clinker (tấn)
Hà Tiên 1	4,020,000
Insee (Holcim)	1,400,000
Fico Tây Ninh	1,400,000

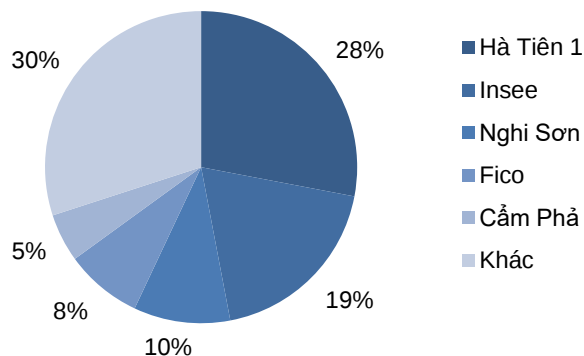
Nguồn: VNCA, HT1, KIS

Tuy nhiên, vào năm 2019, một đối thủ mới – Thaingroup, sẽ ra mắt các nhà máy xi măng có công suất 4.5 triệu tấn mỗi năm trong khu vực và đặc biệt là có cùng lợi thế với Hà Tiên 1, bao gồm chuỗi giá trị khép kín và quy mô sản xuất tương tự.

Năm 2018, xuất khẩu clinker từ Việt Nam sang Trung Quốc tăng đáng kể 33% n/n, giúp gia tăng biên lợi nhuận của các nhà sản xuất có chuỗi giá trị khép kín như Hà Tiên 1. Tuy nhiên, do Việt Nam hiện đang trong tình trạng dư cung và khối lượng xuất khẩu sẽ không đổi trong năm 2019, giá clinker nhiều khả năng sẽ duy trì ổn định nên khiến cho lợi thế của Hà Tiên 1 không được phát huy.

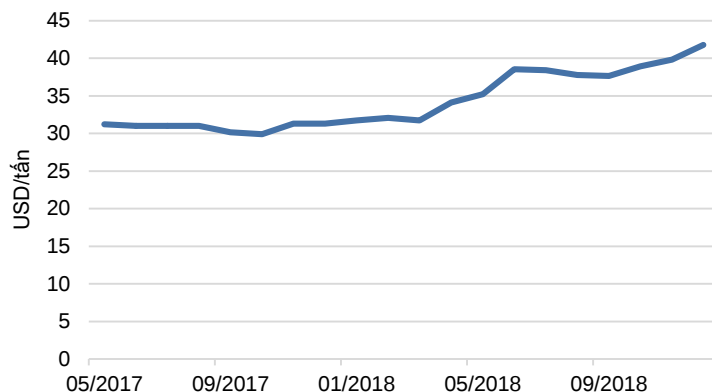
Giả sử Thaingroup sẽ chính thức ra mắt nhà máy phía Nam từ tháng 07/2019 với công suất hoạt động 70%, giá xi măng của các nhà máy phía Nam ước tính sẽ giảm 1.1% trong năm 2019, không bao gồm tác động của thay đổi giá nguyên liệu đầu vào.

Hình 05. Thị phần tiêu thụ xi măng tại miền Nam, 2018



Nguồn: VNCA, HT1, KIS

Hình 06. Giá xuất khẩu clinker Việt Nam sang Trung Quốc



Nguồn: Cục Hải quan VN, KIS

3. Giá đầu vào tăng làm giảm lợi nhuận

3.1. Tăng giá nguyên nhiên liệu đầu vào

3.1.1. Điện

Dự phòng điện trung bình của Việt Nam trong 3 năm qua chỉ đạt 10%, thấp hơn mức trung bình 25 - 40% của khu vực và mức 25% - 30% được khuyến nghị bởi Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA). Trong những năm gần đây, nhu cầu đã tăng hơn 10% n/n trong khi công suất phát điện chỉ tăng 5% n/n. Chúng tôi cho rằng tình hình sẽ trở nên tồi tệ hơn khi tiêu thụ điện có thể sẽ tăng 10% mỗi năm từ 2018 đến 2020 trong khi công suất nguồn điện bổ sung chỉ có thể đủ khả năng đáp ứng 40-50% nhu cầu tăng.

Ngoài ra, năm 2019, sản lượng của các nhà máy thủy điện có thể sẽ giảm do hiệu ứng El-Nino, khiến Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) phải huy động thêm công suất từ các nhà máy nhiệt điện. Do đó, chi phí sản xuất điện sẽ tăng lên. Tuy nhiên, chính phủ Việt Nam đã cam kết kiểm soát giá bán lẻ điện để kiềm chế lạm phát.

3.1.2. Than

Hà Tiên 1 đang sử dụng cả than nội địa và than nhập khẩu, trong đó giá than đang có xu hướng tăng lên trong một vài năm gần đây. Hơn nữa, do sự gia tăng sử dụng các nhà máy nhiệt điện than ở Việt Nam, tiêu thụ than trong nước sẽ tăng lên và có thể dẫn đến việc tăng giá.

3.2. Nợ thấp hơn góp phần cải thiện lợi nhuận

Hà Tiên 1 đang chờ phê duyệt dự án mới ở miền Nam vào năm 2019. Do đó, công ty không có chi phí vốn lớn trong 1-2 năm sau và có thể tập trung vào việc trả nợ vay

nước ngoài. Tổng nợ vay nước ngoài của Hà Tiên 1 vào cuối năm 2018 là khoảng 6 triệu USD và 23 triệu EUR. Việc giảm nợ sẽ làm giảm chi phí lãi vay, giúp Hà Tiên 1 cải thiện biên lợi nhuận. Chúng tôi ước tính Hà Tiên 1 có thể giảm 40-50 tỷ đồng chi phí lãi vay mỗi năm.

4. Dự phóng và định giá

4.1. Dự phóng

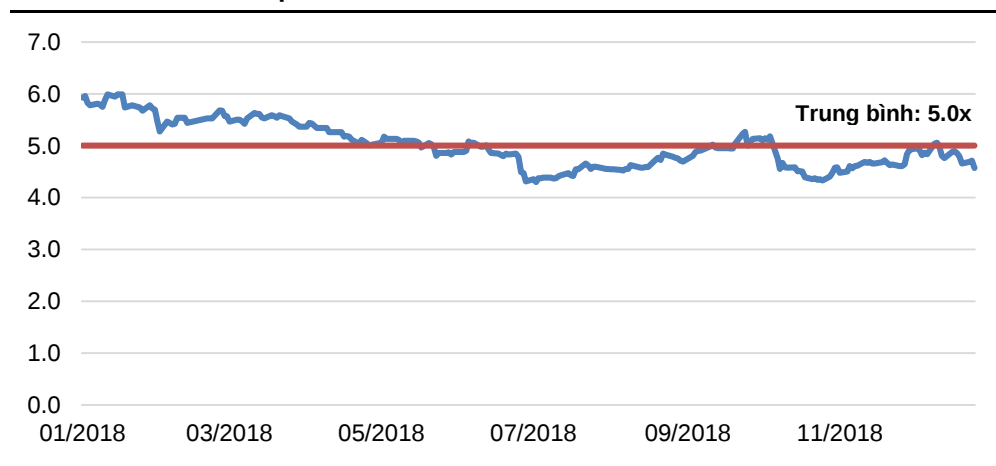
Tỷ đồng	2018U	2019E	2020E	Giả định
Doanh thu thuần	8,376	8,478	8,492	Năm 2019, xi măng bán được 6,89 triệu tấn. Xi măng thuê gia công ngoài = 0,6 triệu tấn. Năm 2020, xi măng bán được 6,89 triệu tấn. Xi măng thuê gia công ngoài = 0,5 triệu tấn. Giá xi măng trung bình năm 2019 = 1.219 triệu đồng/tấn, giảm 0.2% n/n. Giá xi măng trung bình năm 2020 = 1.222 triệu đồng/tấn, tăng 0.2% n/n.
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>2.0%</i>	<i>1.2%</i>	<i>0.2%</i>	
Lợi nhuận gộp	1,403	1,366	1,366	Giá than tăng 4% vào năm 2019 và 0% vào năm 2020. Giá điện tăng 0% vào năm 2019 và 4% vào năm 2020.
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	<i>16.8%</i>	<i>16.1%</i>	<i>16.1%</i>	
EBIT	1,080	1,039	1,038	
Chi phí lãi vay ròng	263	214	176	Chi phí lãi vay sẽ giảm do không có khoản vay mới. Không có nợ bằng USD vào cuối năm 2019. Không có nợ bằng EUR vào cuối năm 2020.
Lợi nhuận ròng	645	648	686	
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,427	1,434	1,518	

Nguồn: KIS dự phóng

4.2. Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu HT1 dựa trên tỷ lệ EV/EBITDA và P/E. Dựa trên đánh giá trung lập về HT1, chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang giao dịch ở mức giá phù hợp.

Hình 07. EV/EBITDA lịch sử của Hà Tiên 1



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 08. P/E lịch sử của Hà Tiên 1



Nguồn: Bloomberg, KIS

Kết hợp phương pháp EV/EBITDA và P/E, chúng tôi định giá cổ phiếu HT1 ở mức **14,700 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019; với giá đóng cửa ngày hôm nay (27/02/2019) là 16,000 đồng, tổng lợi nhuận dự kiến 1 năm là **1.3%**. Do đó, khuyến nghị của chúng tôi về HT1 là **TRUNG LẬP** cho khung thời gian đầu tư 1 năm.

	2019F	2020F	Ghi chú
Bội số EV/EBITDA (x)	5.0	5.0	EV/EBITDA trung bình 1 năm 2018
Giá trị doanh nghiệp (A)	8,851	8,849	
Lợi ích cổ đông thiểu số (B)	7	7	
Nợ ròng (C)	2,587	1,818	
Giá trị VCSH (D = A – B – C)	6,257	7,024	
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	382	382	
Giá mục tiêu 1 (VND) (E)	16,400	18,400	2019
P/E (x)	9.0	9.0	P/E trung bình lịch sử 1 năm 2018
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,434	1,533	
Giá mục tiêu 2 (VND) (F)	12,900	13,800	2019
Giá mục tiêu (VND) G = 50% x E + 50% x F	14,700	16,100	
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	-8.1%	9.5%	
Suất sinh lợi cổ tức	9.4%	10.2%	
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	1.3%	19.7%	2019

Nguồn: KIS dự phóng

5. Rủi ro

5.1. Chính phủ Việt Nam thay đổi thuế xuất khẩu xi măng

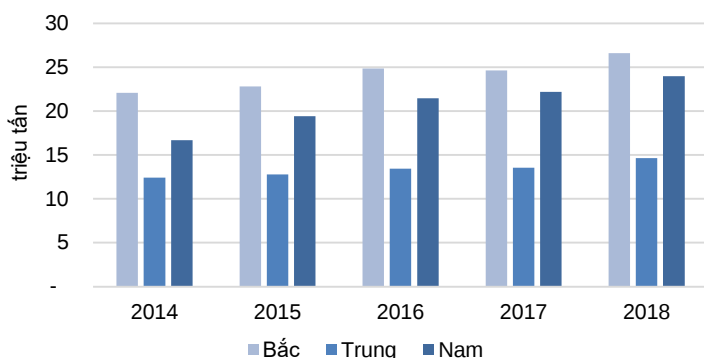
Cuối năm 2017, chính phủ Việt Nam đã phê chuẩn nghị định mới 125/2017/NĐ-CP vào ngày 17/11/2017, giảm thuế xuất khẩu đối với xi măng xuống 0% và được khấu trừ thuế VAT. Do đó, các nhà sản xuất xi măng đã được khuyến khích tăng cường hoạt động xuất khẩu và giảm áp lực cho thị trường trong nước. Tuy nhiên, cuộc tranh luận về việc phân loại clinker và xi măng có phải là tài nguyên thiên nhiên hay không hiện vẫn chưa có hồi kết. Do đó, có khả năng chính phủ sẽ áp thuế xuất khẩu một lần nữa.

5.2. Chính sách bảo vệ môi trường của Trung Quốc

Xét tới khả năng chính phủ Trung Quốc tăng đầu tư công để ngăn chặn nền kinh tế suy thoái, chúng tôi tin rằng tiêu thụ và sản xuất xi măng trong nước sẽ ổn định. Nếu chính phủ Trung Quốc ráo riết theo đuổi các chính sách bảo vệ môi trường làm tăng nhập khẩu clinker, tình trạng dư cung của Việt Nam sẽ được giải quyết và Hà Tiên 1 sẽ là một trong những người hưởng lợi chính.

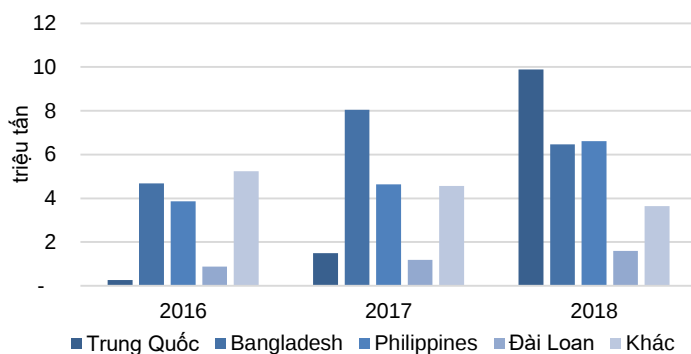
Phụ lục

Hình 09. Sản lượng tiêu thụ xi măng của Việt Nam



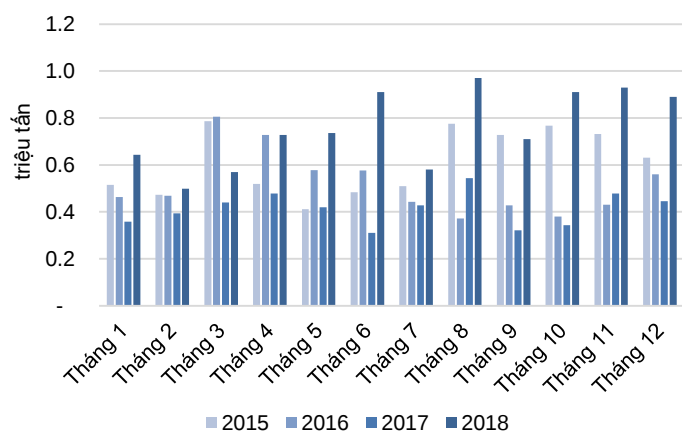
Nguồn: Cục Hải quan VN, KIS

Hình 10. Nhà nhập khẩu xi măng chính của Việt Nam



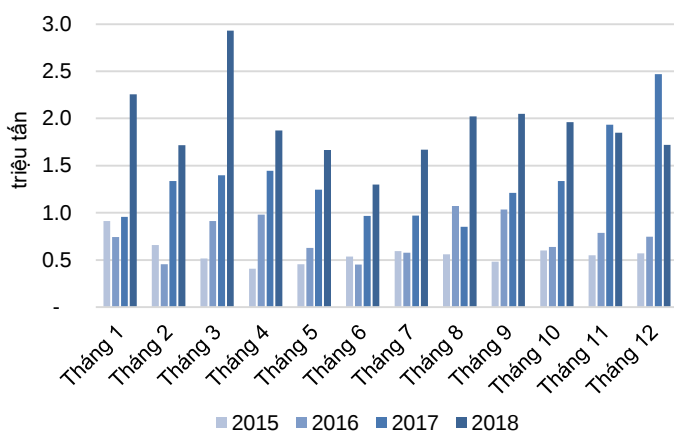
Nguồn: Cục Hải quan VN, KIS

Hình 11. Sản lượng xuất khẩu xi măng của Việt Nam



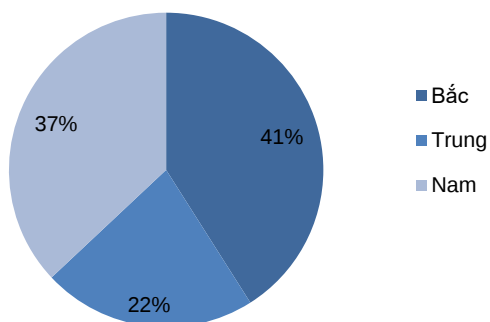
Nguồn: VNCA, KIS

Hình 12. Sản lượng xuất khẩu clinker Việt Nam



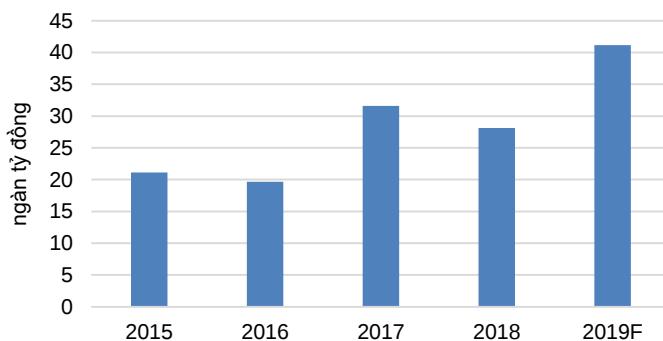
Nguồn: VNCA, KIS

Hình 13. Phân bố tiêu thụ xi măng Việt Nam theo vùng



Nguồn: VNCA, KIS

Hình 14. Đầu tư công của Bộ Giao thông vận tải



Nguồn: Bộ Tài chính, Tổng cục Thống kê, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 6,105 tỷ đồng			
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Doanh thu thuần	8,237	8,209	8,376	8,478	8,492
Tăng trưởng (%)	8.3%	-0.3%	2.0%	1.2%	0.2%
Xi măng	8,136	8,176	8,295	8,397	8,411
Khác	100	32	81	81	81
GVHB	6,613	6,866	6,973	7,112	7,126
Biên LN gộp (%)	19.7%	16.4%	16.8%	16.1%	16.1%
Chi phí BH & QLDN	350	315	323	327	328
EBITDA	1,951	1,747	1,810	1,768	1,768
Biên lợi nhuận (%)	23.7%	21.3%	21.6%	20.9%	20.8%
Khấu hao	678	719	730	730	730
Lợi nhuận từ HĐKD	1,273	1,028	1,080	1,039	1,038
Biên LN HĐKD (%)	15.5%	12.5%	12.9%	12.3%	12.2%
Chi phí lãi vay ròng	334	300	263	214	168
% so với nợ ròng	6.5%	6.7%	7.2%	7.6%	7.6%
Khả năng trả lãi vay (x)	3.8	3.4	4.1	4.9	6.2
Lãi/lỗ khác	80	-127	-11	-15	-5
Thuế	210	114	161	162	171
Thuế suất hiệu dụng(%)	20.6%	19.1%	20.0%	20.0%	20.0%
Lợi nhuận ròng	809	486	645	648	686
Biên lợi nhuận (%)	9.8%	5.9%	7.7%	7.6%	8.2%
Lợi ích CĐ thiếu số	0	-2	0	0	0
LN cho công ty mẹ	809	488	645	648	692
Số lượng CP (triệu)	382	382	382	382	382
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,807	1,066	1,427	1,434	1,533
Tăng EPS (%)	10.2%	-41.0%	33.8%	0.5%	6.9%
Cổ tức (VND)	0	1,000	1,500	1,500	1,500
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0.0%	93.7%	105.1%	104.6%	97.9%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
EBIT = EBITDA – Khấu hao
Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	354	274	-577	256	0
Capex	95	65	91	85	81
Dòng tiền khác	87	102	69	0	0
Dòng tiền tự do	951	764	1,791	1,037	1,341
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0	0
Cổ tức	0	381	571	572	572
Thay đổi nợ ròng	-951	-383	-1,220	-465	-769
Nợ ròng cuối năm	4,655	4,272	3,052	2,587	1,818
Giá trị doanh nghiệp	10,769	10,384	9,164	8,699	7,930
Tổng VCSH	5,189	5,214	5,187	5,162	5,174
Lợi ích cổ đông thiểu số	8	7	7	7	7
VCSH	5,181	5,207	5,180	5,155	5,168
Giá trị sổ sách/cp (VND)	13,580	13,649	13,576	13,510	13,542
Nợ ròng / VCSH (%)	90%	82%	59%	50%	35%
Nợ ròng / EBITDA (x)	2.4	2.4	1.7	1.5	1.0
Tổng tài sản	11,080	10,656	9,949	9,559	8,910

Nợ ròng = Nợ - Tiền & Tương đương Tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018U	2019E	2020E
ROE (%)	15.6%	9.4%	12.4%	12.5%	13.4%
(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)					
ROA (%)	7.3%	4.6%	6.5%	6.8%	7.8%
ROIC (%)	10.4%	7.5%	9.7%	10.2%	11.2%
WACC (%)	10.3%	10.7%	11.6%	12.0%	12.7%
PER (x)	8.9	15.0	11.2	11.2	10.4
PBR (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
PSR (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	5.5	5.9	5.1	4.9	4.5
EV/Sales (x)	11.3	13.6	5.1	8.4	5.9
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	0.0%	6.2%	9.4%	9.4%	9.4%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.