

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

Chuyên viên phân tích

 Email: [thanhtd@fpts.com.vn](mailto:thanhtd@fpts.com.vn)

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4306

Người phê duyệt báo cáo:

**Bùi Đức Duy**

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Giá hiện tại: 14.250

 Giá mục tiêu: **12.100**

 Tăng/(giảm): **-15,3%**
**Khuyến nghị**
**THEO DÕI**
**KỶ VỌNG TĂNG TRƯỞNG TỪ THỨC ĐẨY GIẢI NGÂN VỐN ĐẦU TƯ CÔNG**

**Doanh thu thuần Q1/2023 của HT1 đạt 1.691 tỷ đồng (-13,6% yoy & 18,8% KH2023).** Sản lượng sản xuất đạt 1,15 triệu tấn (-20% yoy & 10,4% KH2023) Sản lượng tiêu thụ đạt 1,2 triệu tấn (-17,4% yoy & 16,5% KH2023). Giá bán xi măng đạt ~1,8 triệu đồng/tấn (+3,4% yoy).

**Kết thúc Q1/2023, HT1 ghi nhận lỗ trước thuế đạt -76 tỷ đồng (-309% yoy & -21,8% KH2023).** Biên lợi nhuận gộp năm Q1/2023 đạt 4,5%; giảm 3,9 đpt so với TH2022 do giá than cám vẫn neo ở mức cao.

**Đại hội thông qua kế hoạch trả cổ tức tiền mặt năm 2023 ở mức 400 đồng/cổ phiếu.** Trích quỹ khen thưởng và phúc lợi 144,2 tỷ đồng (56%). Trích quỹ đầu tư phát triển 15 tỷ đồng (5,8%).

**HT1 đặt kế hoạch kinh doanh hợp nhất năm 2023 với tổng doanh thu đạt 8.987 tỷ đồng (+0,7% TH2022) và lợi nhuận trước thuế đạt 345 tỷ đồng (+6,3% TH2022).** Chúng tôi ước tính doanh nghiệp sẽ thực hiện được 101% doanh thu và 97,1% lợi nhuận trước thuế KH2023.

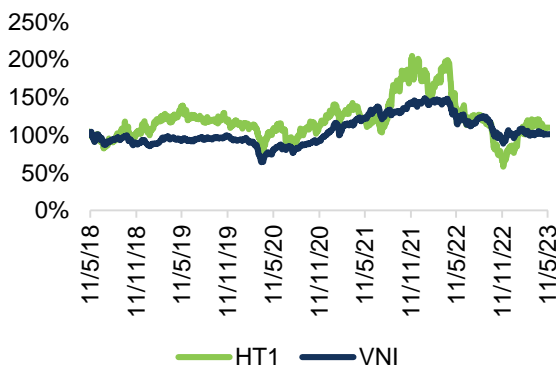
**ĐÁNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ**

Bằng phương pháp so sánh EV/EBITDA với mức EBITDA forward là 912 tỷ đồng, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu HT1 là **12.100 đồng/cp**, thấp hơn **15,3%** so với mức giá đóng cửa ngày 11/05/2023. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu HT1. Nhà đầu tư có thể xem xét chốt lời ở mức giá hiện tại và xem xét mua khi cổ phiếu HT1 về mức giá 9.700 đồng, tương đương mức sinh lời kỳ vọng đạt 20% với các luận điểm chính như sau:

- Tiêu thụ xi măng năm 2023 kỳ vọng tăng trưởng nhẹ từ kỳ vọng các chính sách hỗ trợ xây dựng dân dụng của chính phủ cùng với thúc đẩy đầu tư công tại khu vực miền Nam. Sản lượng tiêu thụ của HT1 cả năm ước tính đạt 7,3 triệu tấn (+2% yoy & 100,4% KH2023). ([chi tiết](#))
- Giá than nhập khẩu năm 2023 dự kiến sẽ giảm về mức 200 USD/tấn kỳ vọng sẽ giúp biên lợi nhuận gộp của HT1 cải thiện 0,3 – 0,5 đpt so với năm 2022. ([chi tiết](#))

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

**Rủi ro thanh toán:** Dòng tiền doanh nghiệp có thể chịu áp lực tiêu cực khi chính sách phải trả thay đổi do HT1 đã nhiều năm mất cân đối tài chính ngắn hạn. ([chi tiết](#))

**Biến động giá HT1 & VNIndex**

**Thông tin giao dịch**
**11/05/2023**

Giá hiện tại (VND/cp) 14.250

Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp) 17.308

Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp) 7.470

Số lượng CP niêm yết (triệu cp) 381,6

Số lượng CP lưu hành (triệu cp) 381,6

KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày) 730.500

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) 3,35%

Vốn hóa (tỷ VND) 5.438

EPS Trailing 12 tháng (VND/cp) 378

P/E Trailing 12 tháng 37,28x

**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 &amp; 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

**A. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 2022 VÀ Q1/2023**

Đơn vị: Tỷ đồng	2022	2021	%YoY	%KHĐC 2022	Q1/2023	Q1/2022	%YoY	%KH2023
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8.918</b>	<b>7.064</b>	<b>+26,2%</b>	<b>113%</b>	<b>1.691</b>	1.957	<b>-13,6%</b>	18,8%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>892</b>	<b>890</b>	<b>+0,17%</b>		<b>76</b>	163	<b>-53,7%</b>	
<b>Doanh thu tài chính</b>	6	18	<b>-65,5%</b>		0,8	0,2	<b>+284%</b>	
<b>Chi phí tài chính</b>	143	125	<b>+14,6%</b>		43	27	<b>+55,5%</b>	
- Trong đó: Chi phí lãi vay	76	100	<b>-23,6%</b>		35	16	<b>+112%</b>	
<b>Chi phí bán hàng</b>	179	134	<b>+33,2%</b>		47	42	<b>+9,7%</b>	
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	242	168	<b>+43,8%</b>		55	51	<b>+9,2%</b>	
<b>Lợi nhuận hoạt động kinh doanh</b>	334	481	<b>-30,5%</b>		-68	43	<b>-259%</b>	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	324	479	<b>-32,2%</b>	64,5%	-76	36	<b>-309%</b>	-21,7%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	257	371	<b>-30,5%</b>		-86	25	<b>-446%</b>	
<b>Chỉ số tài chính</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>%YoY</b>		<b>Q1/2023</b>	<b>Q1/2022</b>	<b>%YoY</b>	
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	10%	12,6%	<b>-2,6 đpt</b>		4,5%	8,4%	<b>-3,9 đpt</b>	
<b>Tỷ suất lợi nhuận sau thuế</b>	2,9%	5,3%	<b>-2,4 đpt</b>		-5,1%	1,3%	<b>-6,4 đpt</b>	
<b>Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần</b>	2%	1,9%	<b>+0,1 đpt</b>		2,7%	2,2%	<b>+0,5 đpt</b>	
<b>Chi phí quản lý/Doanh thu thuần</b>	2,7%	2,4%	<b>+0,3 đpt</b>		3,3%	2,6%	<b>+0,7 đpt</b>	

Nguồn: BCTC hợp nhất của HT1 năm 2022 và Q1/2023, FPTTS tổng hợp

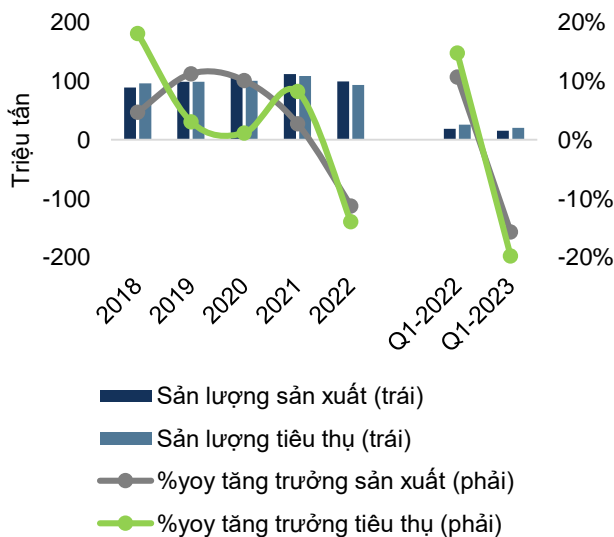
## B. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### I. Sản lượng sản xuất và tiêu thụ tăng trưởng nhờ thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công tại khu vực miền Nam

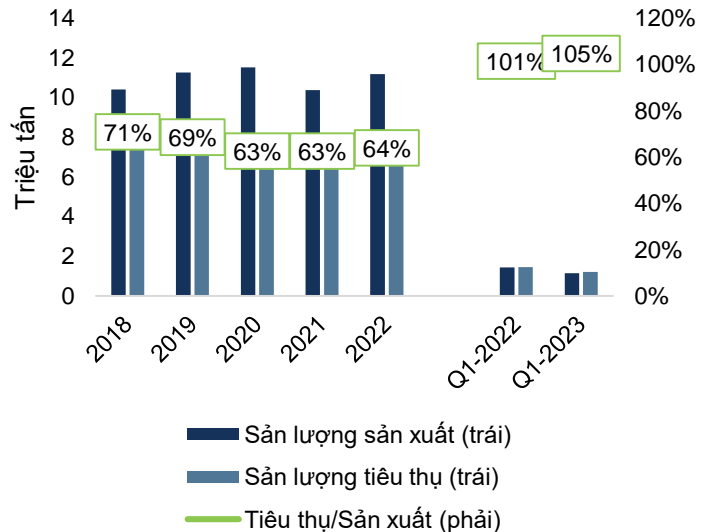
**Về sản xuất:** Sản lượng toàn ngành năm 2022 đạt 99,4 triệu tấn (-11,2% yoy). Cụ thể, sản lượng sản xuất xi măng tại khu vực miền Nam đạt ~8,3 triệu tấn (+9,3% yoy) trong khi sản lượng của các doanh nghiệp miền Bắc và miền Trung đều có mức sụt giảm 5 – 7% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu do chính phủ thực hiện đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công tại khu vực miền Nam với các dự án trọng điểm thuộc cụm cao tốc Bắc – Nam và sân bay Long Thành đã giúp cải thiện nhu cầu xây dựng, từ đó thúc đẩy sản xuất xi măng trên địa bàn. Sản lượng clinker và xi măng sản xuất năm 2022 của HT1 lần lượt đạt 4,5 triệu tấn (+6,24% yoy & 99,5% KHĐC 2022) và 6,6 triệu tấn (+11,47% yoy & 104% KHĐC 2022).

**Về tiêu thụ:** Kết thúc năm 2022, sản lượng tiêu thụ toàn ngành đạt 93,3 triệu tấn (-14% yoy) với sản lượng nội địa đạt 62,7 triệu tấn (-0,1% yoy) và sản lượng xuất khẩu đạt 30,6 triệu tấn (-33% yoy). Đối với HT1, tổng sản lượng xi măng tiêu thụ đạt 6,65 triệu tấn (+11,1% yoy & 104% KHĐC 2022), trong đó tiêu thụ xi măng nội địa là 6,58 triệu tấn (+10,9% yoy & 104,1% KHĐC 2022) và tiêu thụ xuất khẩu đạt 76,3 nghìn tấn (+37% yoy & 95,4% KHĐC 2022). Sản lượng xuất khẩu của HT1 đạt mức tăng trưởng đáng kể do doanh nghiệp đã thực hiện mở rộng hệ thống phân phối tại địa bàn Campuchia thông qua các hợp đồng xuất khẩu trực tiếp và xuất khẩu ủy thác kể từ đầu năm 2022. Sản lượng nội địa cũng đã có mức hồi phục khả quan khi nhu cầu xây dựng dân dụng tại địa bàn chính là TP HCM đạt mức tăng trưởng khá với diện tích nhà ở tăng thêm năm 2022 đạt 6,8 triệu m<sup>2</sup> (+258% yoy). Bên cạnh đó, hoạt động tiêu thụ trong nước của HT1 cũng được hưởng lợi từ thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công khi doanh nghiệp đang cung cấp cho hầu hết các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm tại khu vực miền Nam như Sân bay Long Thành, Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và Cầu Mỹ Thuận 2.

**Biểu đồ 1: Sản lượng sản xuất và tiêu thụ toàn ngành xi măng Việt Nam**



**Biểu đồ 2: Sản lượng sản xuất và tiêu thụ của HT1**



Nguồn: Hiệp hội Xi măng Việt Nam, HT1, FPTS tổng hợp

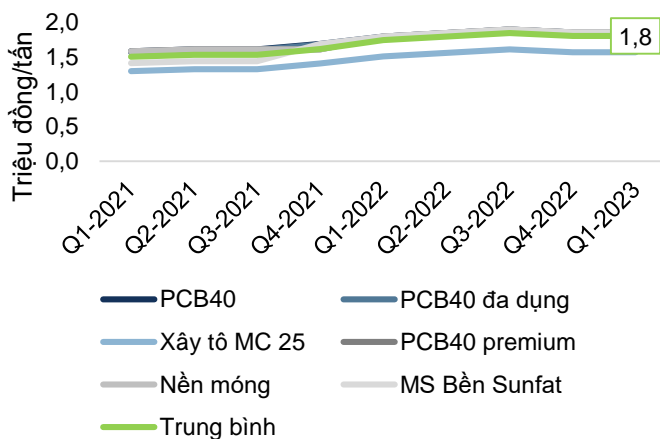
Sang đến Q1/2023, sản lượng sản xuất của HT1 đạt 1,15 triệu tấn (-20% yoy & 10,4% KH2023) và sản lượng tiêu thụ đạt 1,2 triệu tấn (-17,4% yoy & 16,5% KH2023). Theo phía doanh nghiệp chia sẻ, do tình hình thi công, xây dựng các dự án dân dụng ảm đạm cùng với đó là tốc độ giải ngân vốn đầu tư công còn chậm khiến cho nhu cầu tiêu thụ xi măng toàn miền Nam giảm mạnh trong Q1/2023. Ngoài ra, phía HT1 cũng đã giảm giá bán các sản phẩm của mình khoảng 2,2% về mức 1,8 triệu đồng/tấn kể từ cuối năm 2022 nhằm kích cầu tiêu thụ xi măng. Điều này khiến doanh thu Q1/2023 của doanh nghiệp chỉ đạt 1.692 tỷ đồng (-13,5% yoy & 16,8% KH2023).

## II. Giá xi măng trung bình trong Q1/2023 đạt ~1,8 triệu đồng/tấn (+3,5% yoy)

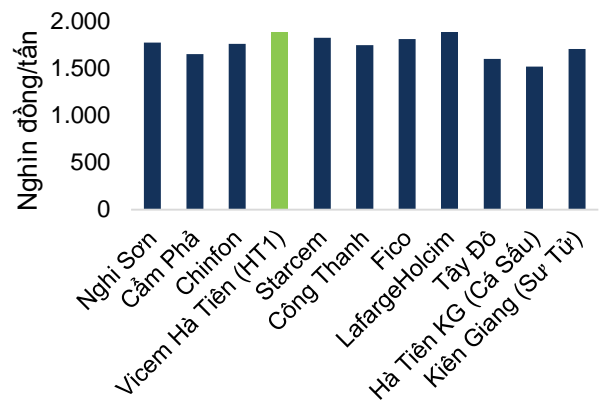
Tính tới hết Q1/2023, giá bán trung bình các sản phẩm xi măng của HT1 đạt ~1,8 triệu đồng/tấn (+3,5% yoy), mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. Do giá than đầu vào tăng cao khiến doanh nghiệp phải tăng giá bán nhằm giảm thiểu áp lực chi phí sản xuất. Giá bán các sản phẩm PCB40, PCB40 Premium và xi măng nền móng đã có mức tăng ~220 nghìn đồng/tấn kể từ cuối năm 2021 và đạt mức ~1,85 triệu đồng/tấn (+3,4% yoy). Giá xi măng đa dụng và xi măng xây tô cũng chung xu hướng trên khi lần lượt đạt 1,84 triệu đồng/tấn và 1,56 triệu đồng/tấn, tương đương với mức tăng 3,4% và 4,1% so với cùng kỳ.

Giá bán bình quân của các thương hiệu xi măng đối thủ khác trên cùng địa bàn TP.HCM cũng chung xu hướng tăng mạnh trong năm 2022 và giữ ở mức cao trong Q1/2023. Cụ thể, giá xi măng Fico đạt 1,81 triệu đồng/tấn (+2,6% yoy), giá xi măng Thủ Đô đạt 1,82 triệu đồng/tấn (+11% yoy), giá xi măng Thăng Long đạt 1,65 triệu đồng/tấn (+13,6% yoy).

**Biểu đồ 3: Giá bán các sản phẩm xi măng của HT1 giai đoạn Q1/2021 – Q1/2023**



**Biểu đồ 4: Giá bán bình quân của một số thương hiệu xi măng miền Nam Q1/2023**

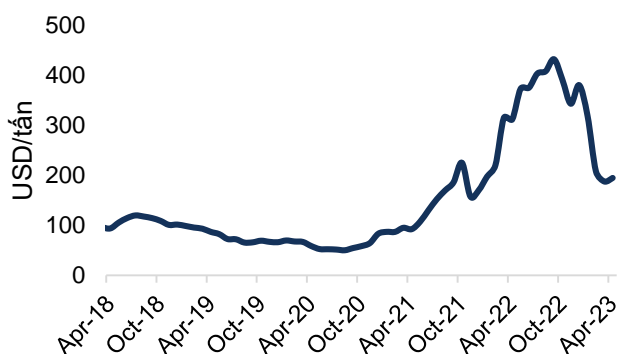


Nguồn: Báo giá vật liệu xây dựng TPHCM, Hiệp hội Xi măng Việt Nam, FPTs tổng hợp

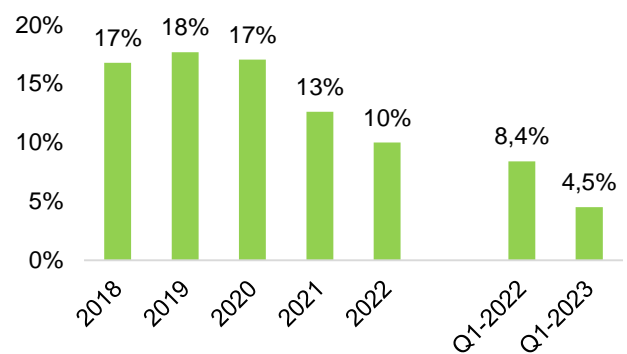
## III. Biên lợi nhuận gộp suy giảm từ áp lực chi phí đầu vào tăng cao

Do nguồn cung than hiệu suất đốt lớn để sản xuất xi măng (3a, 3c) dần cạn kiệt sau một thời gian khai thác trong nước và không đủ đáp ứng nhu cầu sản xuất, kể từ 2015, HT1 đã bắt buộc phải chuyển sang sử dụng phần lớn than nhập khẩu (mua từ Úc và Indonesia). Tính đến tháng 12/2022, giá than nhập khẩu của Úc đạt ~397 USD/tấn (+127% yoy). HT1 đã thực hiện tăng giá bán xi măng tuy nhiên mức điều chỉnh này vẫn không thể bắt kịp đà tăng của giá than khiến cho biên lợi nhuận của doanh nghiệp sụt giảm. Kết thúc năm 2022, biên lợi nhuận của HT1 chỉ đạt 10% (-2,6 đpt yoy).

**Biểu đồ 5: Giá than New Castle của Úc giai đoạn 2018 – 4T2023**



**Biểu đồ 6: Biên lợi nhuận gộp của HT1 giai đoạn 2018 – Q1/2023**



Nguồn: World Bank, HT1, FPTs tổng hợp

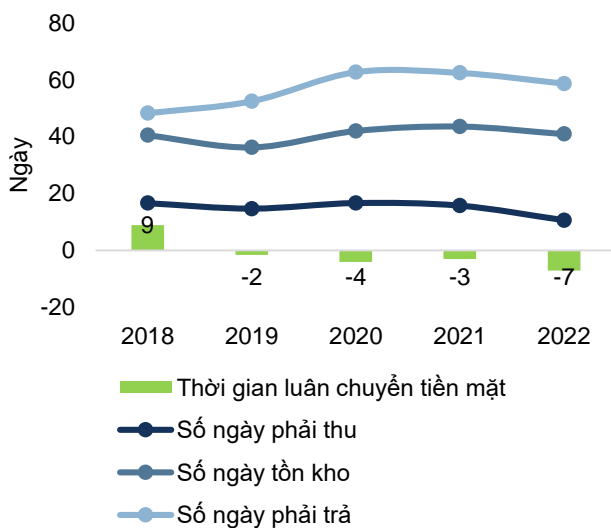
Mặc dù giá than Úc bình quân đã có dấu hiệu hạ nhiệt về mức 237 USD/tấn (-2,8% yoy) trong Q1/2023 nhưng đây vẫn là mức giá cao so với trung bình 5 năm trở lại đây. Điều này kết hợp với tình hình tiêu thụ kém khả quan đã khiến tỷ suất lợi nhuận gộp của HT1 tiếp tục bị thu hẹp trong 3 tháng đầu năm 2023. Tính đến hết Q1/2023, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp chỉ đạt 4,5% (-3,9 đpt yoy).

## C. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

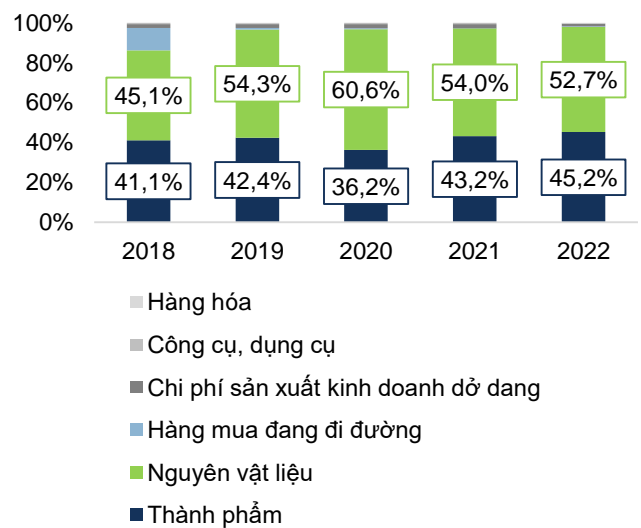
### I. Số ngày phải trả luôn giữ ở mức cao nhờ chính sách giãn công nợ từ giao dịch với các thành viên cùng Tổng công ty VICEM

Kết thúc năm 2022, số ngày phải trả của HT1 giảm nhẹ từ 62 xuống 59 ngày. Các khoản phải trả của HT1 đạt 1.434 tỷ đồng (+18,7% yoy). Mức tăng đáng kể này tới từ các khoản phải trả các bên liên quan tăng từ 292 tỷ đồng lên 448 tỷ đồng (+53,4 yoy) do trong năm HT1 đã thực hiện mua sắm than và dịch vụ vận chuyển từ Tổng công ty VICEM và các đơn vị trực thuộc. Nhờ chính sách giãn công nợ từ các nhà cung cấp nội bộ, số ngày phải trả của HT1 luôn ở mức cao trong giai đoạn 2019 – 2022 quanh mức 53 – 63 ngày. Điều này giúp HT1 bớt áp lực vay ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động.

**Biểu đồ 7: Hiệu quả hoạt động của HT1 giai đoạn 2018 – 2022**



**Biểu đồ 8: Cơ cấu hàng tồn kho của HT1 giai đoạn 2018 – 2022**

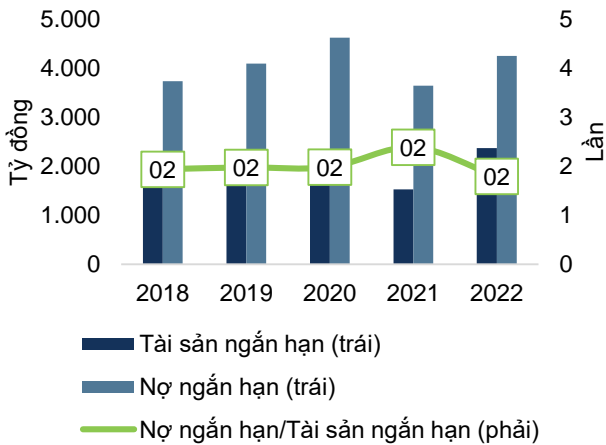
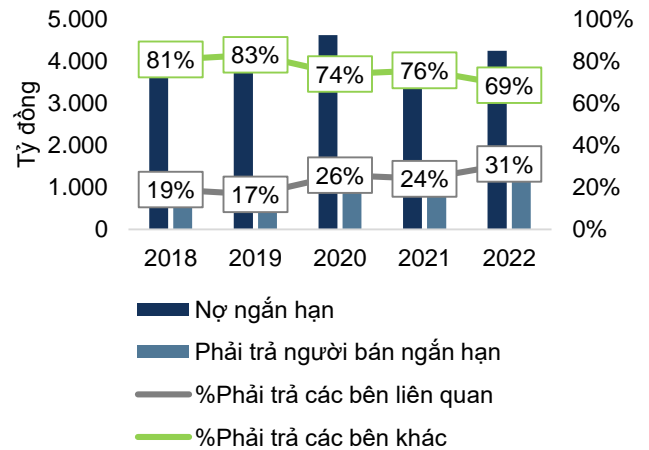


Nguồn: HT1, FPTS tổng hợp

Giá trị hàng tồn kho năm 2022 của HT1 đạt 1.188 tỷ đồng (+44,8% yoy), trong đó giá trị tồn kho của nguyên vật liệu đạt 573 tỷ đồng (+39,7% yoy) và của thành phẩm là 492 tỷ đồng (+59,8% yoy). Nguyên nhân chính do doanh nghiệp chủ động tăng lượng than tồn kho nhằm đảm bảo sản xuất và tiết kiệm chi phí trong bối cảnh giá than tăng cao và nguồn cung than ngày càng khan hiếm. Bên cạnh đó, theo chính sách kế toán hiện hành, giá trị của thành phẩm sẽ được xác định dựa trên giá vốn nguyên vật liệu và lao động trực tiếp cộng chi phí sản xuất chung. Điều này đã khiến giá trị thành phẩm tồn kho tại nhà máy của HT1 tăng lên đáng kể khi chi phí nguyên vật liệu đầu vào và chi phí sản xuất tăng mạnh trong năm 2022.

### II. Mất cân đối tài chính ngắn hạn gây căng thẳng tới dòng tiền của doanh nghiệp (quay lại)

HT1 đã mất cân đối tài chính ngắn hạn nhiều năm khi nợ ngắn hạn vượt quá tài sản ngắn hạn. Kết thúc năm 2022, nợ ngắn hạn của doanh nghiệp đạt mức 4.255 tỷ đồng trong khi tài sản ngắn hạn chỉ đạt mức 2.373 tỷ đồng. Điều này khiến cho doanh nghiệp thường xuyên phải đảo nợ ngắn hạn, vốn có thời gian đáo hạn nhanh, tạo căng thẳng tới dòng tiền của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, chiếm phần lớn nợ ngắn hạn là các khoản phải trả tới từ các nhà cung cấp nội bộ và các bên khác. Đặc biệt, do phần lớn tỷ trọng các khoản phải trả chủ yếu tới từ các nhà cung cấp không trực thuộc Tổng công ty VICEM (luôn chiếm  $\geq 69\%$  trong giai đoạn 2018 – 2022), nên các khoản này có thể gây áp lực tiêu cực lên dòng tiền của HT1 khi chính sách phải trả thay đổi.

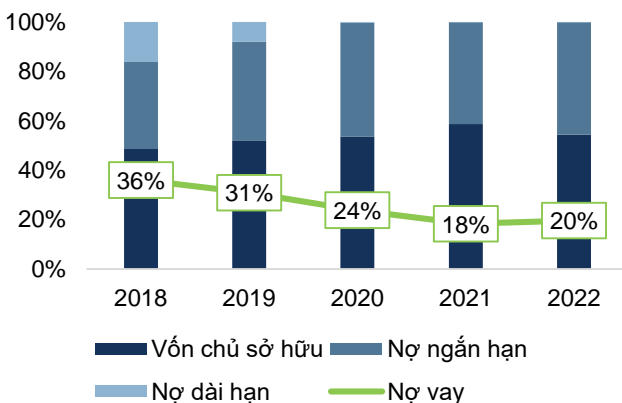
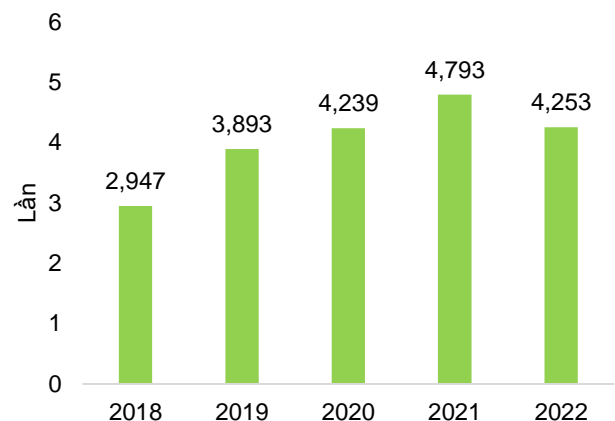
**Biểu đồ 9: Cơ cấu nguồn vốn lưu động của HT1 giai đoạn 2018 – 2022**

**Biểu đồ 10: Cơ cấu nợ ngắn hạn và các khoản phải trả của HT1 giai đoạn 2018 – 2022**


Nguồn: HT1, FPTTS tổng hợp

### III. Cơ cấu nguồn vốn và khả năng thanh toán được cải thiện nhờ giảm mạnh vay nợ

Cơ cấu nguồn vốn và khả năng thanh toán của doanh nghiệp đang dần được cải thiện do HT1 đã thực hiện giảm mạnh nợ vay trong giai đoạn 2018 – 2022 theo đề án tái cấu trúc của Tổng công ty VICEM (giảm từ 5.465 tỷ đồng trong năm 2018 xuống còn 4.272 tỷ đồng trong năm 2022, tương đương 28%). Riêng đối với nợ ngắn hạn, khoản mục này TH2022 đạt 4.255 tỷ, tăng 16,6% so với cùng kỳ chủ yếu do chi phí đầu vào tăng cao khiến doanh nghiệp phải tăng vay nợ vào Q4/2022 để bổ sung vốn động phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh.

Việc tăng vay nợ đã khiến chi phí lãi vay của HT1 trong Q1/2023 tăng lên đáng kể, đạt 35 tỷ đồng (+111,5% yoy), dẫn tới tỷ suất lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp bị thu hẹp. Kết thúc Q1/2023, HT1 chịu lỗ sau thuế thấp nhất từ trước đến nay, đạt ~85 tỷ đồng, tỷ suất lợi nhuận sau thuế đạt -5,1%.

**Biểu đồ 11: Cơ cấu nguồn vốn của HT1 giai đoạn 2018 – 2022**

**Biểu đồ 12: Khả năng thanh toán tính theo EBIT/Lãi vay của HT1 giai đoạn 2018 – 2022**


Nguồn: HT1, FPTTS tổng hợp



## D. KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2023 (quay lại)

Năm 2023, ban lãnh đạo HT1 đặt kế hoạch kinh doanh hợp nhất với tổng doanh thu đạt 8.986,8 tỷ đồng (+0,7% yoy) với lợi nhuận trước thuế là 345 tỷ đồng (+6,34% yoy) và lợi nhuận sau thuế 276 tỷ đồng (+7% yoy).

STT	Chỉ tiêu	KH2023	TH2022	%KH2023/TH2022
1	Doanh thu và thu nhập khác	8.986,8	8.925,6	+0,69%
2	Lợi nhuận trước thuế	345	324	+6,35%
3	Lợi nhuận sau thuế	276	258	+6,99%

Nguồn: HT1, FPTS tổng hợp

Chúng tôi đánh giá HT1 sẽ vượt kế hoạch doanh thu nhưng sẽ không đạt kế hoạch về lợi nhuận năm 2023. Chúng tôi ước tính tổng doanh thu năm 2023 của HT1 sẽ đạt 9.076 tỷ đồng (+1,6% & 101% KH2023) và lợi nhuận trước thuế đạt 335 tỷ đồng (+3,3% yoy & 97,1% KH2023) với những luận điểm sau:

**Doanh thu:** Kỳ vọng hoạt động tiêu thụ xi măng của HT1 sẽ được hưởng lợi từ xu hướng thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công khi doanh nghiệp đang cung cấp cho một số dự án cơ sở hạ tầng trong điểm tại khu vực miền Nam bao gồm Sân bay Long Thành, Cầu Mỹ Thuận 2, Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất cùng với các tuyến cao tốc tại khu vực miền Trung thuộc cụm dự án Cao tốc Bắc – Nam. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ năm 2023 của HT1 đạt 7,3 triệu tấn (+2% yoy & 100,4% KH2023), trong đó tiêu thụ xi măng đạt 6,8 triệu tấn (+1,9% yoy & 100,8% KH2023). Giá bán xi măng dự kiến sẽ tiếp tục giảm nhẹ 3 – 5% về mức 1,7 – 1,75 triệu đồng/tấn nhằm kích cầu tiêu thụ xi măng. Mặc dù vậy, đây vẫn là mức giá cao so với giai đoạn trước dịch và sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của HT1.

**Biên lợi nhuận gộp:** Dự kiến sẽ được cải thiện một phần khi giá nguyên vật liệu giảm, đặc biệt là giá than nhập khẩu đang tiếp tục hạ nhiệt. Kết thúc Q1/2023, giá than nhập khẩu từ Úc đã giảm còn 237 USD/tấn (-2,5% yoy và -55,8% so với Q4/2022). World Bank cũng đưa ra dự báo giá than sẽ điều chỉnh về mức 200 USD/tấn (tương đương mức giảm 42%) khi nguồn cung than đang dần phục hồi cùng với đó là động thái tái nhập khẩu than Úc từ Trung Quốc kể từ sau lệnh cấm vào cuối năm 2020. Tuy nhiên, triển vọng trên khả năng cao sẽ bị kìm hãm từ việc giảm giá bán xi măng và động thái tăng giá điện vào ngày 4/5/2023 vừa qua của EVN với mức giá bán lẻ bình quân đạt 1.920 đồng/kWh (+3% yoy). Do đó, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của HT1 năm 2023 sẽ tăng 0,3 – 0,5 đpt so với cùng kỳ, đạt 10,3 – 10,5%.

**Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp:** Dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong năm 2023 khi hoạt động tiêu thụ xi măng được cải thiện. Ngoài ra, HT1 cũng đang phải tăng chi trả chi phí tư vấn quản trị và phát triển thị trường cho Tổng công ty VICEM (năm 2022 tăng 120%, tương đương 66,3 tỷ đồng). Chúng tôi ước tính chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp năm 2023 sẽ đạt 5%, tăng 0,3 đpt so với cùng kỳ năm 2022.

**Chi phí lãi vay:** HT1 đã thực hiện tăng vay ngắn hạn 234 tỷ đồng vào Q4/2022 để bổ sung vốn lưu động. Điều này dẫn tới doanh nghiệp sẽ phải chịu áp lực thanh toán lãi vay trong năm 2023 khi phần lớn nợ vay của HT1 là nợ ngắn hạn, vốn có thời gian đáo hạn nhanh. Tình trạng này đã được phản ánh vào kết quả kinh doanh Q1/2023 khi chi phí lãi vay của doanh nghiệp đạt 35 tỷ đồng (+111,5% yoy). Do đó, chúng tôi ước tính chi phí lãi vay năm 2023 của HT1 sẽ đạt ~80 tỷ đồng (+4,8% TH2022).

**Lợi nhuận trước thuế:** Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của HT1 sẽ chỉ được cải thiện một phần trong năm 2023 do kết quả kinh doanh Q1/2023 kém khả quan do tiêu thụ xi măng còn yếu và các loại chi phí vẫn giữ ở mức cao khiến doanh nghiệp ghi nhận lỗ 85 tỷ đồng. Từ các luận điểm trên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trước thuế của HT1 đạt 335 tỷ đồng (+3,3% yoy và 97,1% KH2023).

## E. ĐÁNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp định giá so sánh EV/EBITDA, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của HT1 là **12.100 đồng/cp**, thấp hơn **15,3%** so với mức giá đóng cửa ngày 11/05/2023. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu HT1. Lợi nhuận trước thuế của HT1 năm 2023 kỳ vọng đạt 335 tỷ đồng với mức khấu hao ước tính đạt 576 tỷ đồng, tương đương với tỷ suất khấu hao đạt 4,1% với giả định doanh nghiệp sẽ không đầu tư tài sản cố định mới trong năm 2023. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng dự phóng các mức EBITDA forward năm 2023 cho các doanh nghiệp so sánh dựa trên tình hình kém khả quan chung của ngành xi măng trong Q1/2023. Mức EV/EBITDA trung bình được sử dụng cho định giá là 6,99x với giá trị EBITDA forward năm 2023 của HT1 là 912 tỷ đồng.

### So sánh EV/EBITDA một số doanh nghiệp cùng ngành niêm yết ngày 11/05/2023

Mã chứng khoán	Giá hiện tại	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu Q1/2022 (tỷ đồng)	LNTT Q1/2022 (tỷ đồng)	EV Q1/2023 (tỷ đồng)	EBITDA forward (tỷ đồng)	EV/EBITDA (lần)
BCC	11.800	1.454	848	-48	2.043	331	6,17x
BTS	5.900	729	692	-15	1.806	214	8,42x
HOM	4.600	331	449	0,4	558	87	6,39x
<b>Trung bình</b>							<b>6,99x</b>
HT1	14.250	5.438	1.691	-76	7.208	912	7,91x

*Nguồn: FPTIS tổng hợp*



**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 10 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: (84.28) 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