

CÔNG TY CỔ PHẦN XI MĂNG VICEM HÀ TIỀN (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

Giá hiện tại:

11.100

Giá mục tiêu:

12.100

Tăng/(giảm):

+8,9%
Khuyến nghị

THEO DÕI

BẢO THỜI CHƯA NGỪNG

Khuyến nghị: Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu CTCP Xi măng VICEM Hà Tiên (HSX: HT1). Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu là **12.100** đồng (cao hơn **8,9%** so với mức giá đóng cửa ngày 01/11/2023) và đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu HT1 ([chi tiết](#)). Quý nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu HT1 ở giá 10.100 đồng/cp, tương đương mức sinh lời kỳ vọng 20%.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Nhu cầu xi măng kém khả quan cho năm 2023 và chỉ hồi phục chậm trong năm 2024.** ([chi tiết](#))

Sản lượng xi măng nội địa năm 2023 dự kiến sụt giảm -20,1% yoy khi nhu cầu xây dựng dân dụng duy trì yếu (tốc độ tăng trưởng ước giảm 5,1 đpt yoy). Tiêu thụ xi măng trong nước phục hồi chậm từ năm 2024 với dự phóng chi tiết theo từng phân khúc xây dựng như sau:

- **Xây dựng dân dụng:** Sản lượng tiêu thụ năm 2024 dự phóng tăng 7,7% yoy lên 3,9 triệu tấn từ kỳ vọng các chính sách thúc đẩy thị trường bất động sản của Chính phủ sẽ có hiệu quả kể từ cuối năm 2023. ([chi tiết](#))
- **Xây dựng cơ sở hạ tầng:** Dự kiến khả quan với mức sản lượng tiêu thụ ước đạt 1,3 triệu tấn (+9,1% yoy) khi cung cấp xi măng cho dự án Sân bay Long Thành. ([chi tiết](#))
- **Xây dựng công nghiệp:** Ước tính sản lượng năm 2024 đạt 383 nghìn tấn (-5,7% yoy). Nhu cầu từ mảng công nghiệp dự kiến tiêu cực khi nguồn vốn FDI vào khu vực miền Nam chững lại, đặc biệt tại hai thị trường chính là TP HCM và Bình Dương. ([chi tiết](#))

Chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất của HT1 có mức tăng trưởng kép đạt 5,1%/năm trong giai đoạn 2023F – 2027F với tổng doanh thu năm 2023 và năm 2024 kỳ vọng đạt lần lượt 6.960 tỷ đồng (-26,5% yoy & 87,3% KH2023) và 7.908 tỷ đồng (+13,6% yoy). Mức giá tính doanh thu kỳ vọng giảm lần lượt về 1,23 triệu đồng/tấn (-10,0% yoy) và 1,2 triệu đồng/tấn (-2,0% yoy) khi giá than hạ nhiệt.

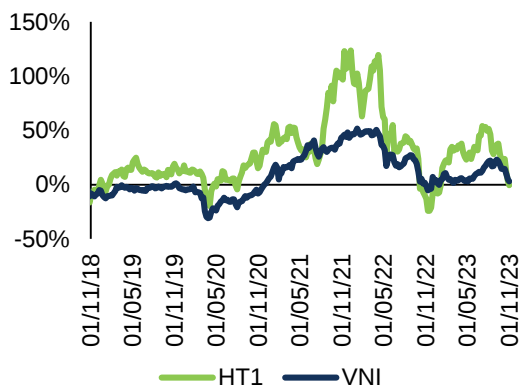
- **Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp (BLNG) năm 2024 được cải thiện khi giá than tiếp tục điều chỉnh giảm** ([chi tiết](#))

Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2023 dự kiến sụt giảm về mức 6,7% (-3,3 đpt yoy) dưới áp lực tiêu cực của nhu cầu xi măng yếu và giá than cám hiện vẫn cao hơn 16,2% so với bình quân 5 năm gần nhất. Năm 2024, kỳ vọng BLNG của HT1 đạt 7,6% (+0,9 đpt yoy) khi giá than Newcastle được dự báo tiếp tục giảm về mức 155 USD/tấn (-22,5% yoy) và hoạt động tiêu thụ phục hồi.

RỦI RO ĐẦU TƯ ([chi tiết](#))

- **Rủi ro thanh toán:** 68,7% tỷ trọng khoản phải trả năm 2022 (xấp xỉ 698 tỷ đồng) đến từ các nhà cung cấp ngoài nội bộ giúp HT1 giảm áp lực vay ngắn hạn. Tuy nhiên, trong trường hợp các khoản này đến hạn có thể gây căng thẳng lên dòng tiền của HT1 khi doanh nghiệp đã nhiều năm mất cân đối tài chính ngắn hạn.
- **Rủi ro biến động giá than đầu vào:** Giá than thế giới tăng cao sẽ khiến BLNG của HT1 chịu tác động tiêu cực khi than cám chiếm tới 42% chi phí nguyên liệu đầu vào của HT1 với 80% tỷ trọng là than nhập khẩu.

Biến động giá HT1 & VNIndex



Thông tin giao dịch

01/11/2023

Giá hiện tại (VND/cp) 11.100

Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp) 17.450

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) 338.621

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) 2,91%

Vốn hóa (tỷ VNĐ) 4.235

EPS Trailing 12 tháng (VND/cp) 53

P/E Trailing 12 tháng 209,4x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên Công ty Cổ phần Xi măng

VICEM Hà Tiên

Địa chỉ 604 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu

Kho, Q1, TP HCM

Doanh thu Các sản phẩm xi măng bao, xi

chinh măng rời và clinker

Chi phí chính Đá vôi, đất sét và than cám

Rủi ro chính Biến động chi phí nguyên liệu

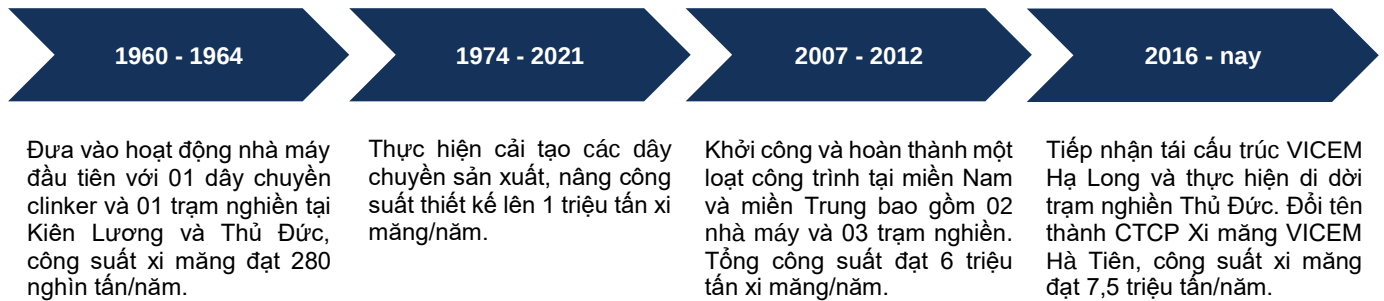
đầu vào

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



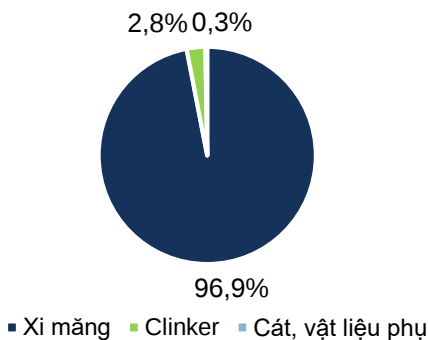
CTCP Xi măng VICEM Hà Tiên (HSX: HT1), tiền thân là Nhà máy Xi măng Hà Tiên, được đưa vào hoạt động năm 1964 với công suất thiết kế ban đầu là 280 nghìn tấn xi măng/năm. Hiện tại, năng lực sản xuất của HT1 đạt mức 7,5 triệu tấn xi măng/năm và là đơn vị sản xuất lớn nhất trực thuộc Tổng công ty VICEM. ([chi tiết](#))

► Lịch sử tăng hình thành



► Hoạt động kinh doanh và sản phẩm chính

Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh của HT1 năm 2022

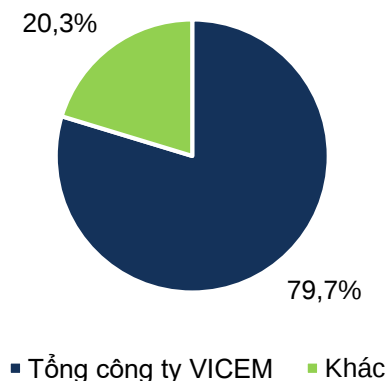


Nguồn: HT1, FPTs Research

HT1 là đơn vị sản xuất và kinh doanh các sản phẩm clinker pock lăng, xi măng bao và xi măng rời với các loại xi măng phổ biến bao gồm xi măng PCB40, xây tô MC25, theo tiêu chuẩn 6260:2009 và 9202:2012 ([chi tiết](#)) của Bộ Xây Dựng cùng với cát tiêu chuẩn và một số phụ liệu xây dựng khác. Bên cạnh đó, đối với mảng xuất khẩu doanh nghiệp cung cấp xi măng PC40, PC50 và C150 theo tiêu chuẩn 2682:2009 và America Society for Testing and Materials (ATSM).

98 – 99% sản lượng tiêu thụ của HT1 đến từ thị trường nội địa và tập trung tại khu vực miền Nam với các thị trường chính bao gồm Thành phố Hồ Chí Minh (TPHCM), Bình Dương, Đồng Nai và Long An.

► Cơ cấu cổ đông tại ngày 01/11/2023



Nguồn: HT1, FPTs Research

Tại ngày 01/11/2023, cơ cấu cổ đông của HT1 khá cô đặc khi Tổng công ty VICEM nắm giữ 79,7% và là cổ đông lớn duy nhất trực tiếp quản lý và điều hành hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Trong đó, Tổng công ty VICEM chi phối ba khía cạnh chính trong hoạt động kinh doanh của HT1:

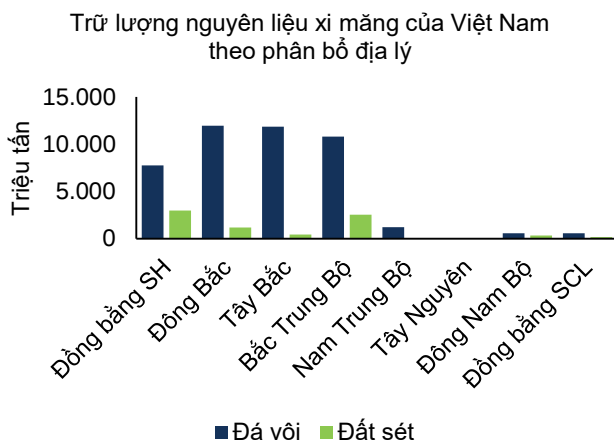
- Quản lý nguồn nguyên nhiên liệu đầu vào, đặc biệt là than cám
- Phân vùng địa bàn kinh doanh
- Quản lý chính sách chiết khấu cho đại lý và nhà phân phối

II. TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG XI MĂNG MIỀN NAM

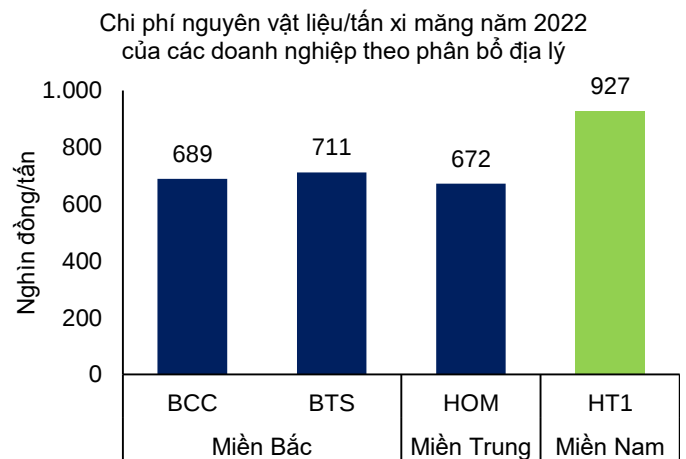
1. Đầu vào – Trữ lượng nguyên liệu sản xuất xi măng thấp nhất cả nước làm tăng chi phí đầu vào

Than cám, đá vôi và đất sét là ba nguyên liệu quan trọng trong sản xuất xi măng, với tỷ trọng lần lượt là 40%, 10% và 5% chi phí sản xuất. Theo Quyết định số 105/2008 QĐ-TTg, các mỏ đá vôi và đất sét của Việt Nam phân bố trọng yếu tại khu vực phía Bắc và Bắc Trung Bộ chiếm tỷ trọng lần lượt là 94,7% và 93,2% trữ lượng cả nước. Trái lại, trữ lượng nguyên liệu xi măng tại miền Nam chỉ đạt 1.146 triệu tấn đá vôi và 466 triệu tấn đất sét (chiếm 2,6% trữ lượng cả nước). Tình trạng trên tương tự đối với than cám khi theo Tập đoàn Than khoáng sản Việt Nam (TKV), 90% trữ lượng than toàn quốc hiện nay đang nằm ở khu vực Đông Bắc Bộ, đặc biệt là tỉnh Quảng Ninh. Điều này dẫn tới chi phí đầu vào của các doanh nghiệp xi măng miền Nam cao hơn đáng kể so với hai miền còn lại khi nguồn cung tại chỗ hạn chế và thường phải mua nguyên liệu từ các tỉnh phía Bắc hoặc từ nguồn nhập khẩu với giá cao hơn từ chi phí vận chuyển cộng thêm.

Biểu đồ 1: Phân bố địa lý trữ lượng nguyên liệu xi măng tại miền Nam thấp nhất cả nước (trái) khiến chi phí đầu vào cao hơn đáng kể so với các khu vực còn lại (phải)



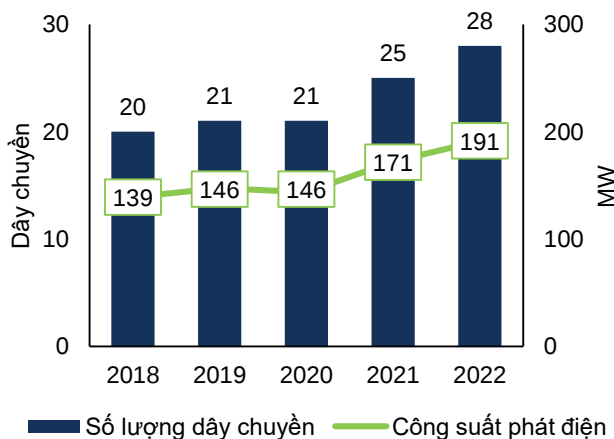
Nguồn: Quyết định số 105/2008 QĐ-TTg, FPT Research



Nguồn: BCTC các công ty, FPT Research

2. Sản xuất – Đầu tư công nghệ phụ trợ là xu hướng ngành trong các năm gần đây nhằm gia tăng lợi nhuận

Biểu đồ 2: Số lượng dây chuyền tận dụng nhiệt khí thải (trái) và công suất phát điện (phải)



Nguồn: VNCA, FPT Research

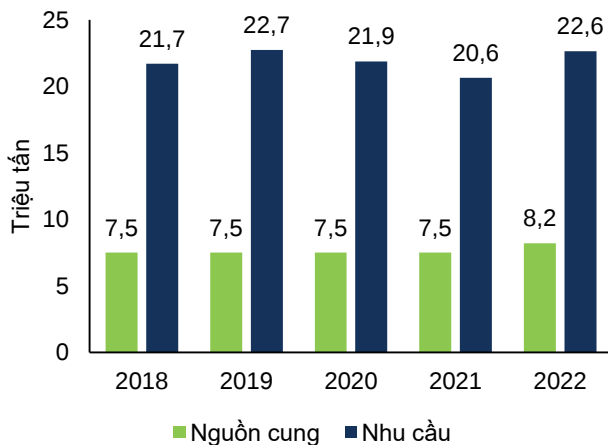
Trong bối cảnh đầu ra cạnh tranh gay gắt về giá bán trong khi chi phí đầu vào cao từ nguồn cung nguyên liệu tại chỗ thấp, các doanh nghiệp xi măng tại miền Nam có xu hướng đầu tư công nghệ phụ trợ nhằm tiết giảm chi phí sản xuất. Trong đó, hai công nghệ tiêu biểu nhất bao gồm: **Tận dụng nhiệt thừa để phát điện** và **Xử lý rác thải công nghiệp làm nguyên liệu thay thế**. Việc áp dụng các công nghệ trên sẽ giúp đơn vị sản xuất xi măng tiết kiệm năng lượng, từ đó cắt giảm chi phí và giảm phát thải ra môi trường. Theo số liệu của VNCA, hiện cả nước có tổng cộng 28 dây chuyền xi măng (trên tổng số 86 dây chuyền) lắp đặt hệ thống phát điện nhiệt dư với tổng công suất phát điện là 191,4 MW, ước tính cắt giảm khoảng trên 1.800 tỷ đồng mỗi năm cho ngành xi măng. Trong khi đó, mới chỉ có khoảng 8 dây chuyền áp dụng công nghệ xử lý rác thải do tồn tại nhiều vướng mắc về công nghệ, chính sách và khả năng thực hiện

Hiện nay tại khu vực miền Nam mới chỉ có hai doanh nghiệp áp dụng các công nghệ trên là HT1 và INSEE. Việc sở hữu các công nghệ phụ trợ kỳ vọng đem lại lợi thế cho các doanh nghiệp sản xuất xi măng khi **(1)** Dư địa tăng trưởng sản lượng bị thu hẹp do nhiều nhà máy xi măng đã hoạt động gần tới đa công suất thiết kế và phải chú trọng hơn vào cải thiện hiệu quả tiết giảm chi phí sản xuất **(2)** Chính phủ sẽ ưu tiên cấp phép mở rộng, xây mới cho các nhà máy có đầu tư công nghệ phụ trợ **(3)** Quy hoạch ngành xi măng đến năm 2030 sẽ dần siết chặt các quy định bảo vệ môi trường về mức độ phát thải trong sản xuất nhằm đảm bảo tính phát triển bền vững.

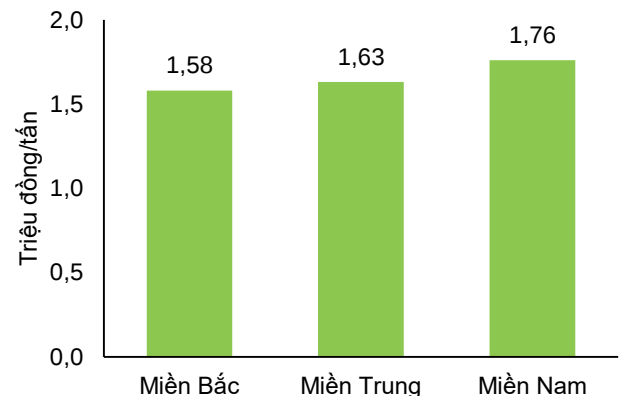
3. Đầu ra – Áp lực cạnh tranh đầu ra giữa các doanh nghiệp xi măng phía Nam thấp từ tình trạng thiếu cung của khu vực này

Thị trường miền Nam là trọng điểm tiêu thụ xi măng lớn thứ hai cả nước với nhu cầu bình quân hàng năm đạt 21 – 23 triệu tấn/năm. Tuy nhiên, do đặc thù các nhà máy xi măng phải đặt gần vị trí các mỏ nguyên liệu khiến cho khu vực phía Nam phải đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung khi sở hữu trữ lượng đá vôi, đất sét thấp nhất cả nước và phải hàng năm phải tiếp nhận trên 10 triệu tấn xi măng chuyển từ miền Bắc để đáp ứng nhu cầu của khu vực. Theo Hiệp hội Xi măng Việt Nam (VNCA), tính tới hết năm 2022, nhu cầu xi măng toàn miền lên đến 22,6 triệu tấn trong khi công suất thiết kế chỉ đạt 8,2 triệu tấn xi măng/năm. **Vì vậy, nếu so với khu vực phía Bắc, các doanh nghiệp miền Nam có nhiều thuận lợi trong tiêu thụ, có giá bán cao hơn (do chênh lệch chi phí đầu vào) so với trung bình ngành và chủ yếu cạnh tranh bằng khả năng mở rộng quy mô cùng với quản lý chi phí sản xuất.**

Biểu đồ 3: Nguồn cung tại các nhà máy và nhu cầu xi măng khu vực miền Nam giai đoạn 2018 – 2022



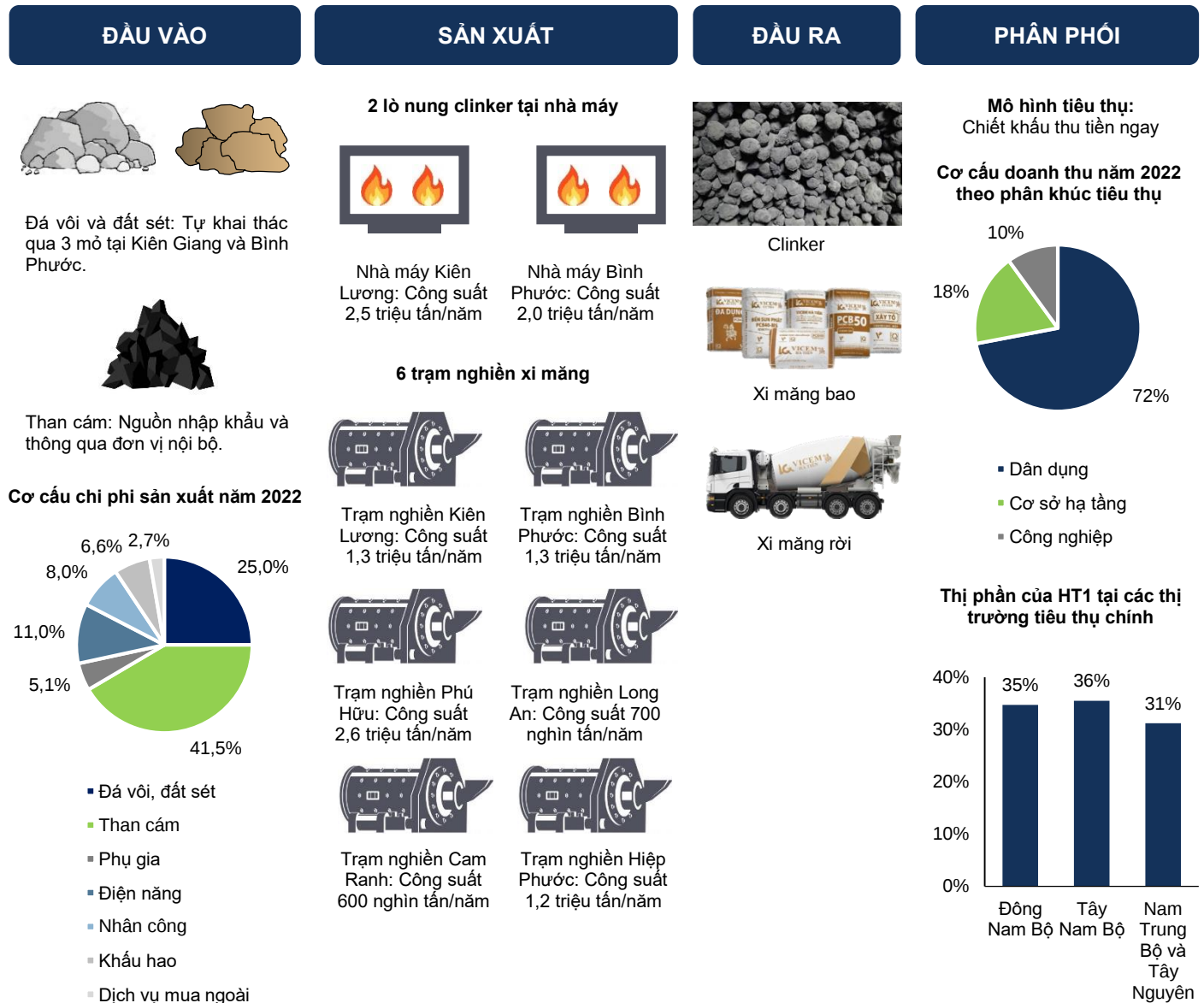
Biểu đồ 4: Giá bán xi măng bình quân T9/2023 theo khu vực địa lý



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

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Chuỗi giá trị của doanh nghiệp



2. Hoạt động đầu vào

2.1. Nguyên nhiên liệu chiếm tỷ trọng lớn với ~72% cơ cấu chi phí sản xuất

Bảng 1: Cơ cấu chi phí nguyên vật liệu của HT1 năm 2022

Nguyên vật liệu	%Chi phí SXKD	Nguồn cung cấp	Chi tiết
Than cám đốt lò	42%	Nhập khẩu: chủ yếu từ Úc Nội địa: thông qua đơn vị nội bộ	Nhập khẩu: 80% sản lượng mua từ các đơn vị nhập khẩu than trong nước Trong nước: 20% sản lượng mua từ VICEM Năng lượng và Môi trường (VTV)
Đá vôi	15%	Mỏ Núi Trầu, Núi Còm Mỏ Tà Thiết	Trữ lượng còn lại tới 2022: 92 triệu tấn Công suất khai thác: 7 triệu tấn/năm Thời hạn khai thác tối đa còn lại: 14 năm
Đất sét	10%	Mỏ sét Kiên Lương	Trữ lượng còn lại tới 2022: 31,8 triệu tấn Công suất khai thác: 600 nghìn tấn/năm Thời hạn khai thác tối đa còn lại: 53 năm
Nguyên liệu khác	5%	CTCP Thạch cao Xi măng (TXM), Bao bì Hà Tiên,...	Bao gồm thạch cao, bột sắt, bột silic, phụ gia và bao bì xi măng

Nguồn: HT1, FPT Research

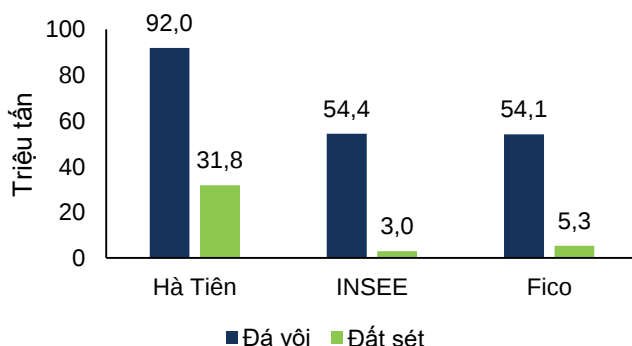
2.2. Đá vôi & Đất sét – HT1 có ưu thế về nguồn cung nhưng chưa tối ưu được chi phí khai thác

Đá vôi và đất sét là các loại nguyên liệu chính trong sản xuất xi măng với tỷ trọng 25% cơ cấu chi phí sản xuất của HT1. Nhằm xem xét năng lực cạnh tranh của HT1 về nguồn nguyên liệu, chúng tôi tiến hành đánh giá thông qua 3 tiêu chí: trữ lượng còn lại, khoảng cách từ mỏ tới nhà máy và phương thức vận chuyển.

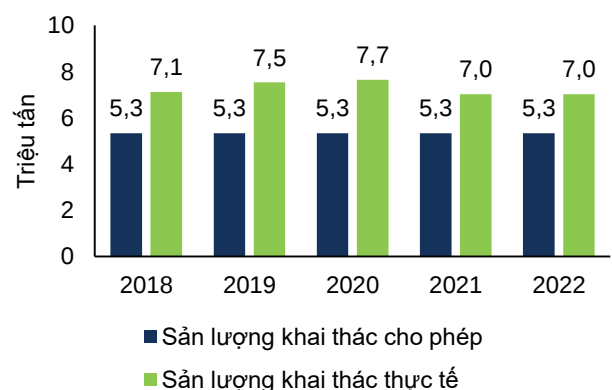
Về trữ lượng

Đối với đá vôi, HT1 đang khai thác tại khu vực mỏ Núi Trầu, Núi Còm tại Kiên Giang và mỏ Tà Thiết tại Bình Phước với trữ lượng còn lại ước đạt xấp xỉ 92 triệu tấn. Chúng tôi đánh giá HT1 có lợi thế về nguồn cung nguyên liệu khi sở hữu nguồn mỏ với trữ lượng lớn nhất miền Nam. Thêm vào đó, thời gian khai thác còn lại của HT1 còn dài khi các giấy phép của doanh nghiệp đã được gia hạn trong năm 2019 với thời gian cấp phép còn lại tại 2023 lần lượt là 20 năm đối với khu vực mỏ Núi Trầu, Núi Còm và 10 năm đối với mỏ Tà Thiết. Trong khi hai doanh nghiệp khác trên địa bàn là INSEE và Fico dù vẫn còn thời hạn khai thác tại các mỏ (bình quân 20 năm) lại thường xuyên phải mua bổ sung clinker từ các nguồn lân cận (bao gồm cả HT1) do trữ lượng nguyên liệu đã dần cạn kiệt.

Biểu đồ 5: Trữ lượng đá vôi và đất sét còn lại của một số doanh nghiệp xi măng miền Nam năm 2022



Biểu đồ 6: Sản lượng khai thác đá vôi cấp phép và khai thác thực tế của HT1



Nguồn: Tổng Cục Địa chất và Khoáng sản Việt Nam, HT1, FPT Research

Mặc dù vậy, theo kết quả thanh tra của Tổng Cục Địa chất và Khoáng sản Việt Nam, phía HT1 đã khai thác vượt 32 – 33% sản lượng cho phép tại các mỏ trực thuộc kể từ 2016 đến nay dẫn tới công ty thường xuyên bị phạt hành chính. Việc này không chỉ khiến trữ lượng đá vôi của HT1 bị rút ngắn nhanh hơn mà còn khiến doanh nghiệp phải liên tục xin cấp phép mở rộng khai thác nhằm đảm bảo nguồn nguyên liệu sản xuất. Ước tính mỗi năm các nhà máy của HT1 sử dụng trên 7 triệu tấn đá vôi. Do vậy, trữ lượng còn lại tại các mỏ chỉ đủ đáp ứng nhu cầu sản xuất của doanh nghiệp thêm trong 14 năm nữa.

Đối với đất sét, HT1 đang khai thác tại mỏ sét Kiên Lương tại Kiên Giang với trữ lượng còn lại đạt 31,8 triệu tấn (lớn nhất trong khu vực). Tuy nhiên, giấy phép khai thác tại mỏ này đã hết hạn từ năm 2003 và tới nay vẫn chưa được gia hạn trở lại. Theo diễn giải trong Đề án cơ cấu lại Tổng công ty VICEM tháng 3 năm 2023, phía HT1 đã tiến hành xin cấp phép mở rộng (đối với đá vôi) và khai thác (đối với đất sét) trở lại nhưng vẫn chưa được chấp thuận do phải qua nhiều cấp phê duyệt mất nhiều thời gian, dẫn đến việc điều chỉnh giấy phép khai thác không kịp thời với nhu cầu nguyên liệu của các nhà máy. Tình trạng trên hiện tiếp diễn trong năm 2023 và HT1 sẽ tiếp tục bị xử phạt hành chính. Tuy nhiên, các mức phạt này là không đáng kể so với quy mô lợi nhuận của doanh nghiệp (mức phạt gần nhất chỉ đạt 300 triệu đồng, dưới 0,1% lợi nhuận sau thuế năm 2022).

Về khoảng cách và phương thức vận chuyển nguyên liệu

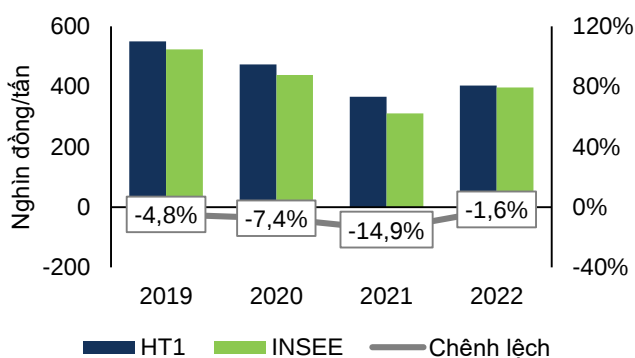
Bảng 2: Khoảng cách và phương thức vận chuyển của một số doanh nghiệp xi măng miền Nam

Doanh nghiệp	Tên các mỏ	Địa chỉ	Khoảng cách đến nhà máy	Phương thức vận chuyển
VICEM Hà Tiên	Mỏ đá Núi Trầu, Núi Còm	Kiên Lương, Kiên Giang	1-3km	Băng chuyền
	Mỏ đá Tà Thiết	Lộc Ninh, Bình Phước	20,8km	
	Mỏ sét Kiên Lương	Kiên Lương, Kiên Giang	4,8km	
INSEE	Mỏ đá Núi Bãi Voi, Núi Cây Xoài kèm mỏ sét	Kiên Lương, Kiên Giang	1,1km	Băng chuyền
Fico Tây Ninh	Mỏ đá Sroc Con Tráng kèm mỏ sét	Tân Châu, Tây Ninh	6,1km	Xe tải

Nguồn: Bộ Tài nguyên và Môi trường, FPT Research

Hiện tại, HT1 đang triển khai vận chuyển đá vôi và đất sét từ mỏ về nhà máy bằng băng chuyền ở cả khu vực Kiên Giang và Bình Phước. Chúng tôi ước tính việc sử dụng băng chuyền đã giúp HT1 cắt giảm được 46,7% chi phí khai thác so với xe tải truyền thống ([chi tiết](#)) khi phương pháp này vừa có khả năng vận chuyển với khối lượng lớn lại tiêu hao ít nhiên liệu hơn. Tuy nhiên, chi phí đá vôi, đất sét/tấn xi măng của HT1 vẫn đang cao hơn so với bình quân các doanh nghiệp miền Nam khác do vị trí của mỏ Tà Thiết đang cách khá xa nhà máy xi măng Bình Phước với khoảng cách đạt xấp xỉ 20,8km.

Biểu đồ 7: Chi phí đá vôi, đất sét/tấn xi măng của HT1, INSEE (trái) và chênh lệch (phải)



Nguồn: HT1, INSEE, FPT Research

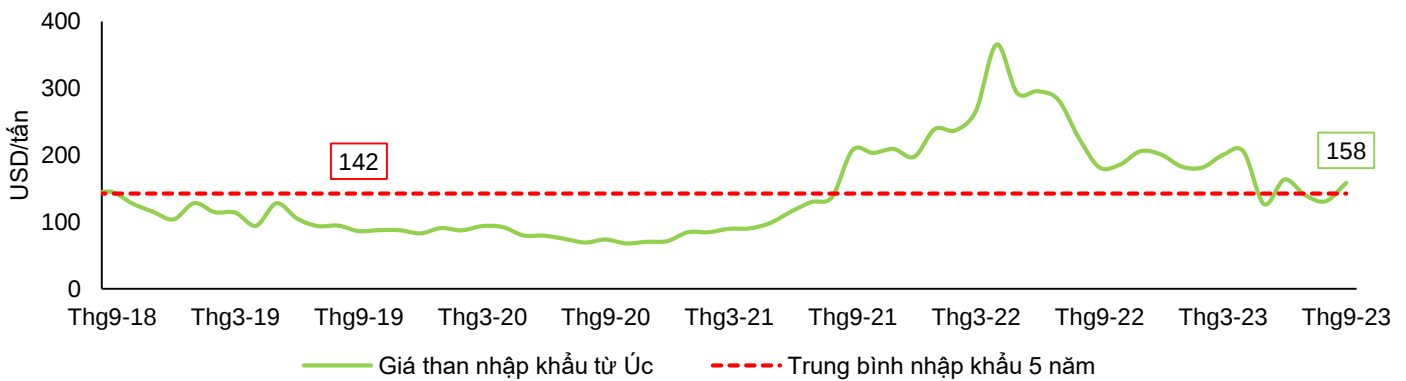
So sánh với một đơn vị sản xuất khác trên địa bàn là xi măng INSEE, ngoài sử dụng băng chuyền, doanh nghiệp này đã tiến hành tái chế các loại chất thải công nghiệp qua xử lý như tro bay và xỉ thép để thay thế đá vôi trong sản xuất clinker giúp giảm lượng tài nguyên sử dụng mà vẫn đảm bảo chất lượng đầu ra. Theo chúng tôi ước tính, chi phí khai thác đá vôi, đất sét của HT1 hiện đang cao hơn 7 – 9% so với xi măng INSEE. **Do vậy, chúng tôi nhận định HT1 có lợi thế về nguồn cung nguyên liệu xi măng nhưng chưa tối ưu chi phí khai thác.**

2.3. Than cám - Giá than neo cao tạo áp lực gia tăng giá thành sản xuất xi măng

Than cám chiếm 42% cơ cấu chi phí sản xuất của HT1 năm 2022. Doanh nghiệp hiện có 2 nguồn than là nhập khẩu (mua từ các đơn vị nhập khẩu trong nước) và nội địa (VICEM Năng lượng và Môi Trường – đơn vị cùng thuộc Tổng công ty VICEM).

Nguồn nhập khẩu: Sau khi trữ lượng than lộ thiên trong nước giảm mạnh kể từ 2015 và chi phí tăng do khai thác xuống các tầng sâu hơn, HT1 đã dần chuyển dịch sang sử dụng than nhập khẩu làm nguồn nhiên liệu chính, với tỷ trọng 80% sản lượng than hàng năm của doanh nghiệp. Trong đó, chủ yếu nhập khẩu than Úc và Indonesia. Tính tới hết tháng 09/2023, giá than nhập khẩu từ Úc giảm về mức 158 USD/tấn (-12,7 yoy). Theo World Bank, nhu cầu tiêu thụ than đã giảm mạnh trong nửa đầu năm 2023 do tình trạng tích trữ quá mức ở Châu Âu trong khi mùa đông ít khắc nghiệt hơn so với dự kiến. Bên cạnh đó, nguồn cung tại một số nước xuất khẩu lớn như Úc, Nga đã phục hồi trở lại cũng giúp giá than thế giới hạ nhiệt.

Biểu đồ 8: Giá than nhập khẩu từ Úc giai đoạn 2018 – 2023

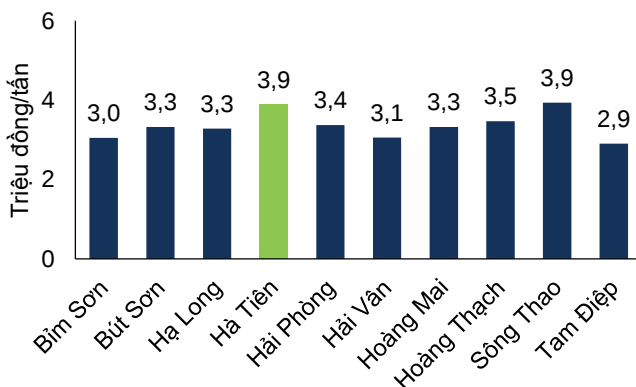


Nguồn: Tổng Cục Hải Quan, FPT Research

Nguồn nội địa: Than nội địa chiếm 20% sản lượng than sử dụng còn lại của doanh nghiệp. Trong năm 2022, HT1 đã ký kết hợp đồng với đơn vị cung cấp than nội bộ cùng Tổng công ty là VICEM Năng lượng và Môi trường (VTV). Phía VTV sẽ thu thêm một phần phụ phí trung gian để ghi nhận doanh thu và lợi nhuận dẫn tới một sự chênh lệch lớn giữa giá than nội bộ và than thị trường. Ngoài ra, các nhà máy của HT1 có vị trí nằm tách biệt khiến công ty phải chịu mức giá mua than cao hơn 600 đến 900 nghìn đồng so với các đơn vị còn lại của VICEM do chi phí vận chuyển, dẫn tới chi phí phải trả năm 2022 của HT1 tăng mạnh lên 1.487 tỷ đồng (+18,7% yoy). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng phần sản lượng này đã giúp giá than đầu vào của HT1 thấp hơn trung bình địa bàn miền Nam khi các doanh nghiệp sản xuất khác vẫn chủ yếu sử dụng than nhập khẩu với giá bán đã tăng mạnh trong năm 2022.

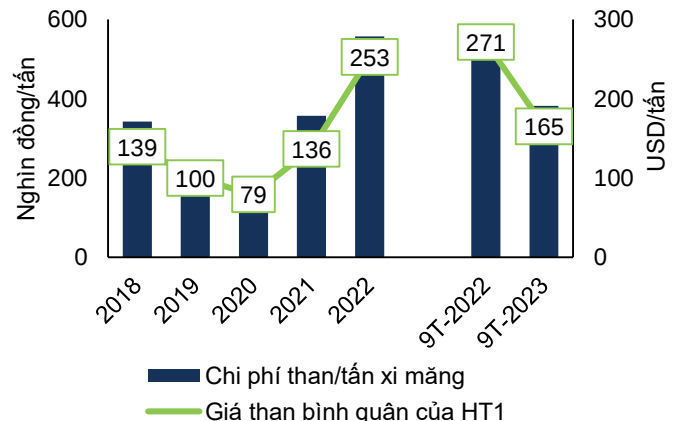
Chúng tôi ước tính giá than đầu vào của HT1 hiện đang thấp hơn 7,3% so với bình quân toàn miền.

Biểu đồ 9: Giá bán than của VTV đối với các doanh nghiệp xi măng trực thuộc VICEM năm 2022



Nguồn: VTV, FPT Research

Biểu đồ 10: Chi phí than trên tấn xi măng (trái) và giá than bình quân của HT1 (phải)



Nguồn: HT1, FPT Research

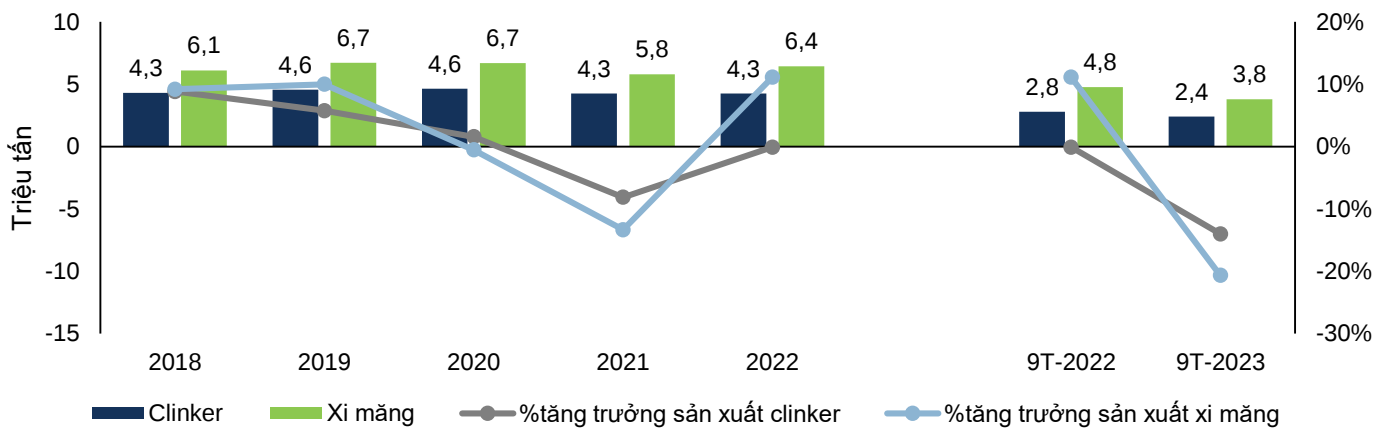
Mặc dù đã có dấu hiệu hạ nhiệt, nhưng giá than nhập khẩu vẫn đang duy trì ở mức cao so với trung bình 5 năm gần nhất. Thêm vào đó, đối với 20% sản lượng than mua từ VTV, doanh nghiệp đang phải chịu **tác động tiêu cực kép** khi vừa có giá cao hơn thị trường và chi phí vận chuyển đắt đỏ hơn so với các doanh nghiệp xi măng nội bộ khác. **Điều này khiến chi phí than trên sản phẩm của HT1 neo ở mức 381 nghìn đồng/tấn trong 9T2023, cao hơn 12,5% bình quân giai đoạn 2018 – 2022.**

3. Hoạt động sản xuất – Công nghệ phụ trợ giúp tiết giảm chi phí sản xuất

VICEM Hà Tiên hiện đang sản xuất xi măng theo phương pháp lò quay khô ([chi tiết](#)), bao gồm 2 lò nung clinker, 5 trạm nghiền xi măng trực thuộc công ty và 1 trạm nghiền thuê gia công từ VICEM Hạ Long với tổng công suất thiết kế đạt 7,5 triệu tấn xi măng/năm. Trong giai đoạn 2018 – 2022, doanh nghiệp đã cho các nhà máy chạy gần đạt tối đa công suất, với tỷ lệ huy động bình quân là ~98% đối với clinker và ~86% đối với xi măng. Riêng năm 2021, phía HT1 đã phải cho dừng lò sản xuất vào nửa cuối năm để đáp ứng các chính sách phòng dịch COVID 19 của nhà nước. Do đó, sản lượng sản xuất năm này bị thâm hụt đáng kể, đạt lần lượt 4,3 triệu tấn clinker (95% công suất) và 5,8 triệu tấn xi măng (78% công suất). Sang năm 2022, sản lượng clinker tiếp tục sụt giảm nhẹ 0,1% khi HT1 đã điều chỉnh lò nung do còn tồn đọng clinker chưa nghiền kể từ cuối năm 2021.

Đối với 9T2023, sản lượng sản xuất đều có mức sụt giảm mạnh về lần lượt 2,4 triệu tấn (-13,9% yoy) đối với clinker và 3,8 triệu tấn (-20,6% yoy) đối với xi măng chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ yếu ở cả ba phân khúc chính của doanh nghiệp. Mức biến động này sẽ được làm rõ ở phần Thị trường đầu ra. ([chi tiết](#))

Biểu đồ 11: Tình hình sản xuất clinker, xi măng (trái) và tăng trưởng (phải) của HT1 giai đoạn 2018 – 9T2023



Nguồn: HT1, FPTs Research

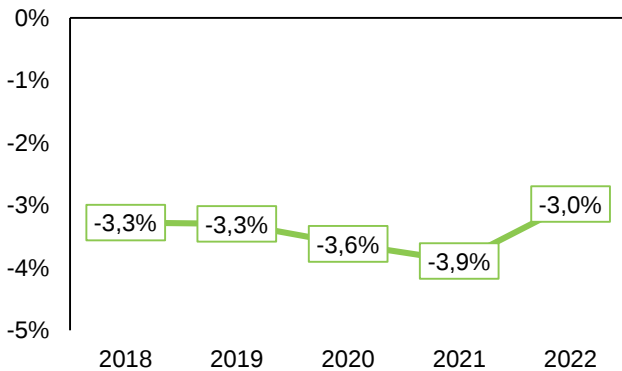
Theo xu hướng chung của ngành, công ty cũng đầu tư thêm các công trình phụ trợ bao gồm **(1)** Hệ thống tận dụng nhiệt thừa để phát điện và **(2)** Xử lý chất thải làm nguyên liệu thay thế than đốt lò nhằm giảm định mức tiêu hao nhiên liệu và năng lượng, từ đó hạ giá thành sản xuất. Để đánh giá hiệu quả của việc áp dụng các công nghệ trên, chúng tôi tiến hành so sánh giữa dây chuyền sản xuất của HT1 và doanh nghiệp xi măng lớn thứ 2 trên địa bàn là xi măng INSEE.

Bảng 3: Đánh giá hiệu quả các công nghệ phụ trợ của HT1 so với xi măng INSEE

Hạng mục	VICEM Hà Tiên	INSEE
Tỷ lệ sử dụng nguyên liệu thay thế (vải vụn, đế giày, vỏ hạt điều)	18%	30%
Điện năng sử dụng	80 KWh/tấn xi măng	78 KWh/tấn xi măng
Tận dụng nhiệt thừa	Áp dụng năm 2002 (công suất 2,95 MW)	Áp dụng năm 2012 (công suất 6,3 MW)
Ước tính chi phí chênh lệch so với VICEM Hà Tiên		6 – 8%

Nguồn: HT1, INSEE, FPTs Research

Biểu đồ 12: Tỷ lệ phần trăm giá thành/tấn xi măng tiết kiệm được hàng năm khi áp dụng công nghệ phụ trợ



Nguồn: HT1, FPTs Research

Dựa trên thông tin được phía doanh nghiệp cung cấp, chúng tôi ước tính chi phí sản xuất tiết kiệm được từ việc áp dụng các công nghệ hàng năm là ~270 tỷ đồng (tương đương 3,8% chi phí sản xuất chung tại thời điểm chưa áp dụng). Trong đó, 3,6% chi phí điện năng từ hệ thống tận dùng nhiệt thừa và 0,2% chi phí nhiên liệu từ sử dụng rác thải công nghiệp (vải vụn, đế giày, vỏ hạt điều) để thay thế than đốt lò. So sánh với xi măng INSEE, chi phí sản xuất của HT1 hiện vẫn đang cao hơn 6 – 8% chủ yếu do INSEE sở hữu hệ thống tận dụng nhiệt dư có công suất phát điện lớn hơn (6,3MW) cùng với khả năng sử dụng hiệu quả nguyên liệu thay thế là xỉ lò cao làm nhiên liệu đốt lò thay cho than cám (tỷ lệ áp dụng đạt 30% năm 2022).

4. Hoạt động đầu ra

4.1. Sản phẩm



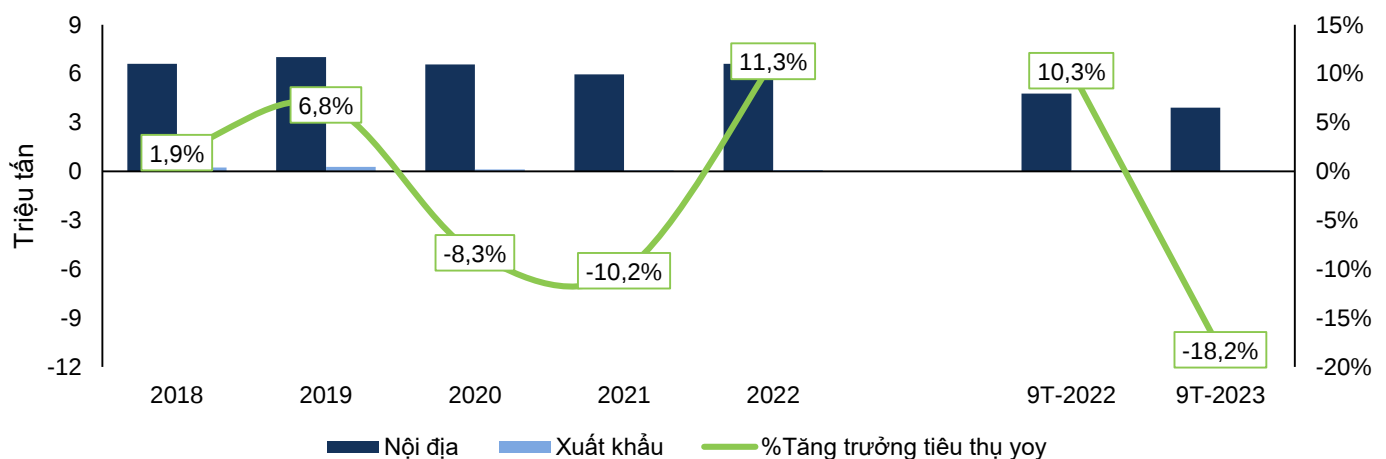
Sản phẩm chủ đạo, đóng góp 96 – 97% doanh thu của HT1 bao gồm các loại xi măng bao (PCB40, xây tô MC25, bèn sulfat MS PCB40) và xi măng rời (gia cố nền đất PCB FS50, bèn sulfat MS PCB50). Tỷ trọng 3 – 4% còn lại đến từ clinker, cát tiêu chuẩn và một số loại phụ liệu xây dựng khác.

Các sản phẩm xi măng Việt Nam có tính chuẩn hóa cao do phải tuân theo tiêu chuẩn của Bộ Xây dựng về đặc tính và chất lượng ([chi tiết](#)). Điều này khiến cho chi phí chuyển đổi giữa các thương hiệu thấp khi sản phẩm không có nhiều khác biệt. Do đó, các doanh nghiệp trong ngành chủ yếu sẽ cạnh tranh thông qua giá bán, hệ thống phân phối và chính sách chiết khấu cho đại lý.

4.2. Thị trường đầu ra

Hiện tại, HT1 đang có 2 phân khúc tiêu thụ là nội địa và xuất khẩu. Trong đó, mảng nội địa chiếm trọng yếu với 99% sản lượng và tập trung tiêu thụ tại khu vực miền Nam. 1% còn lại đến từ phân khúc xuất khẩu với các thị trường chính bao gồm Úc, Campuchia và gần đây nhất là thị trường Mỹ. Sản lượng tiêu thụ năm 2022 và 9T2023 lần lượt đạt 6,7 triệu tấn (+11,3% yoy) và 3,9 triệu tấn (-18,2% yoy).

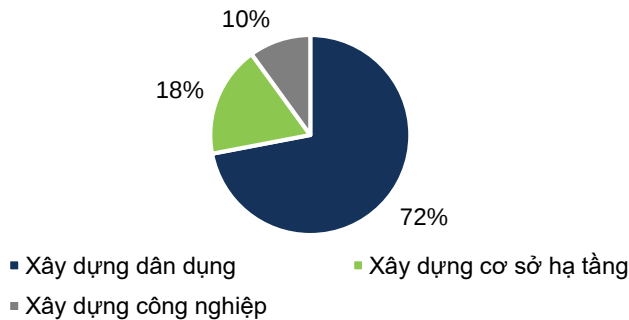
Biểu đồ 13: Sản lượng (trái) và tăng trưởng (phải) tiêu thụ của HT1 giai đoạn 2018 – 9T2023



Nguồn: HT1, FPTs Research

► **Mảng nội địa**

Biểu đồ 14: Tỷ trọng doanh thu nội địa theo các phân khúc tiêu thụ chính của HT1 năm 2022



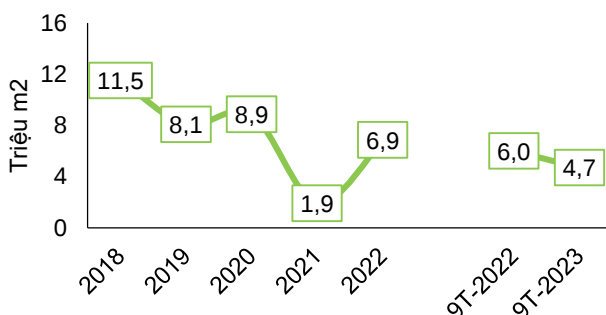
Nguồn: HT1, FPTs Research

Sản lượng nội địa của HT1 hiện đang phục vụ cho 3 phân khúc tiêu thụ chính bao gồm: xây dựng dân dụng, xây dựng cơ sở hạ tầng và công nghiệp. Trong đó, chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu năm 2022 là xây dựng dân dụng với 72%. Mảng xây dựng cơ sở hạ tầng và công nghiệp chiếm lần lượt 18% và 10% còn lại.

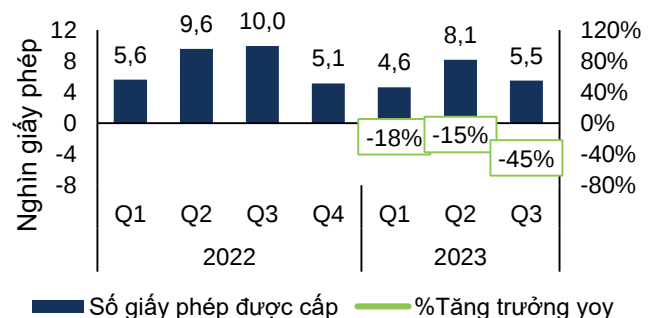
Phân khúc dân dụng: Nhu cầu xây dựng nhà ở năm 2022 tại TPHCM đã phục hồi mạnh mẽ sau khi bị gián đoạn thi công do dịch COVID 19 kể từ cuối năm 2021. Theo Sở Xây dựng thành phố, diện tích nhà ở tăng thêm năm 2022 của TPHCM đạt 6,9 triệu m² (+258% yoy). Bên cạnh đó, các thủ tục pháp lý cũng được nới lỏng nhằm kích cầu xây dựng và thị trường bất động sản với hơn 30 nghìn giấy phép xây dựng được cấp, tăng 26,1% so với cùng kỳ. Điều này đã giúp thúc đẩy tiêu thụ xi măng của HT1 cho phân khúc dân dụng năm 2022 đạt 4,7 triệu tấn (+13,1% yoy).

Đối với 9T2023, tiêu thụ xi măng cho phân khúc dân dụng của HT1 đã sụt giảm mạnh về mức 2,7 triệu tấn (-20,7% yoy). Nguyên nhân chủ yếu do nhu cầu xây dựng nhà ở trên địa bàn ẩm đạm trở lại trong bối cảnh thị trường bất động sản còn nhiều vướng mắc khi lãi suất duy trì ở mức cao, hoạt động cấp phép nhỏ giọt cùng với khó khăn trong việc triển khai các dự án nhà ở xã hội.

Biểu đồ 15: Diện tích nhà ở tăng thêm của TPHCM giai đoạn 2018 – 9T2023



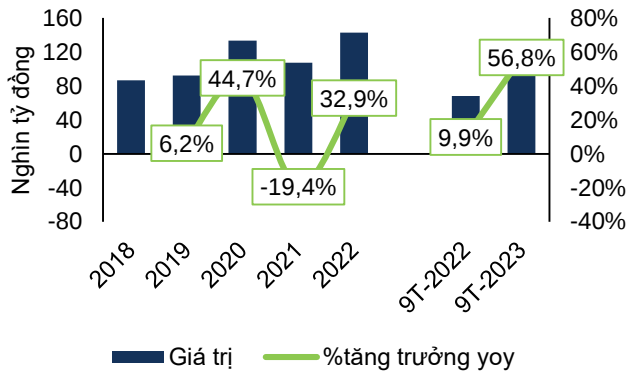
Biểu đồ 16: Số lượng giấy phép xây dựng được cấp (trái) và tăng trưởng (phải) tại TPHCM



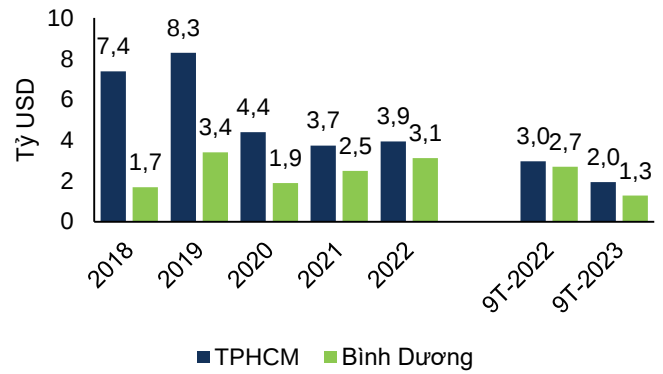
Nguồn: Sở Xây dựng TPHCM, FPTs Research

Phân khúc cơ sở hạ tầng: Tình hình giải ngân vốn đầu tư công tại khu vực miền Nam đã được cải thiện rõ rệt trong năm 2022 khi chính phủ tập trung thúc đẩy xây dựng cơ sở hạ tầng trên địa bàn với một số dự án trọng điểm như cầu Mỹ Thuận 2, nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và cụm dự án Cao tốc Bắc Nam phía Đông với giá trị giải ngân toàn miền năm 2022 đạt 142,7 nghìn tỷ đồng (+32,9% yoy & 109,4% KH2022). Sản lượng cho phân khúc cơ sở hạ tầng của HT1 nhờ đó cũng được hưởng lợi khi đạt 1,3 triệu tấn (+10,8% yoy) trong năm 2022.

Sang đến năm 2023, xu hướng trên tiếp tục được duy trì khi giá trị giải ngân toàn miền 9 tháng đầu năm đạt xấp xỉ 107 nghìn tỷ đồng (+56,8% yoy) và nổi bật nhất là dự án Sân bay Long Thành được khởi công vào tháng 8 vừa qua. Tuy nhiên, khả năng hấp thụ vốn từ các dự án vẫn còn yếu khi tồn tại nhiều bất cập trong thủ tục giải phóng mặt bằng dẫn tới hoạt động thi công diễn ra cầm chừng. Điều này khiến cho sản lượng tiêu thụ 9T2023 của HT1 sụt giảm 9,4% so với cùng kỳ về mức 780 nghìn tấn.

Biểu đồ 17: Giá trị (trái) và tốc độ tăng trưởng (phải) giải ngân vốn đầu tư công tại khu vực miền Nam


Nguồn: Bộ Tài chính, FPTs Research

Biểu đồ 18: Vốn FDI thực hiện tại TPHCM và tỉnh Bình Dương giai đoạn 2018 – 9T2023


Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, FPTs Research

Phân khúc công nghiệp: Xây dựng công nghiệp cũng phục hồi trở lại trong năm 2022 khi nguồn vốn FDI tập trung giải ngân tại khu vực miền Nam. Trong đó, dẫn đầu là TPHCM và Bình Dương với lượng vốn FDI thực hiện năm 2022 đạt lần lượt 3,9 tỷ USD (+5,4% yoy) và 3,1 tỷ USD (+48,0% yoy). Theo đó, sản lượng phân khúc công nghiệp của HT1 đạt 658 nghìn tấn (+10,9% yoy) do đây là hai thị trường tiêu thụ chính của doanh nghiệp.

Kết thúc 9 tháng đầu năm 2023, phân khúc xây dựng công nghiệp kém khả quan khi nguồn vốn FDI vào TPHCM và Bình Dương đều có mức sụt giảm mạnh với giá trị lần lượt đạt 1,95 tỷ USD (-34,1% yoy) và 1,3 tỷ USD (-52,6% yoy) trong bối cảnh tỷ giá tăng cao cùng với sản xuất công nghiệp phục hồi chậm. Theo đó, sản lượng tiêu thụ cho mảng công nghiệp của HT1 cũng chịu tác động tiêu cực, đạt 390 nghìn tấn (-18,5% yoy).

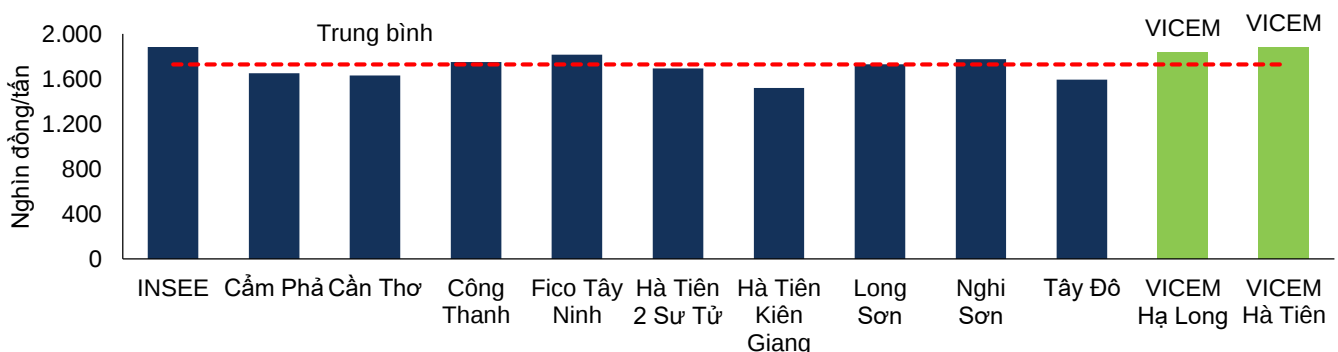
► Màng xuất khẩu

Mặc dù chỉ chiếm 1% tổng sản lượng tiêu thụ nhưng màng xuất khẩu năm 2022 của HT1 cũng đã tăng trưởng mạnh, đạt 76,3 nghìn tấn (+36,9% yoy) nhờ doanh nghiệp mở rộng phân phối tại thị trường Campuchia thông qua các hợp đồng xuất khẩu trực tiếp và ủy thác.

Đối với 9T2023, sản lượng xuất khẩu đạt 60,5 nghìn tấn (+0,1% yoy) nhờ HT1 đã xúc tiến tiêu thụ tại thị trường mới là Mỹ với 10 nghìn tấn xi măng được ghi nhận trong tháng 8 vừa qua.

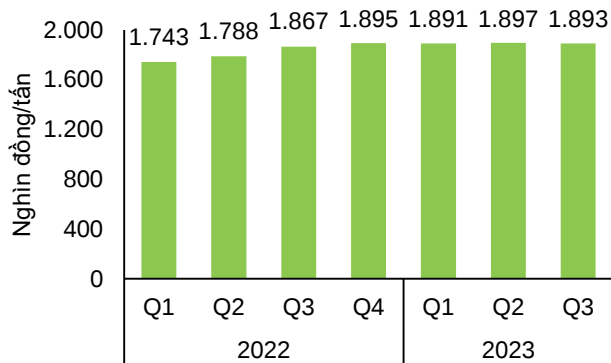
4.3. Giá bán

Thị trường phía Nam vốn có lợi thế khi có nhu cầu cao và ít áp lực cạnh tranh về đầu ra giúp cho giá bán xi măng cao hơn đáng kể so với thị trường miền Bắc và miền Trung. Giá bán các sản phẩm của HT1 cũng hưởng lợi từ bối cảnh trên và còn được bổ trợ thêm khi doanh nghiệp sở hữu vị thế là đơn vị sản xuất lớn nhất khu vực cùng với thương hiệu VICEM lâu đời. Điều này giúp cho mức giá đầu ra của công ty không chỉ cao hơn các doanh nghiệp phía Bắc mà còn cao hơn so với bình quân các đơn vị trên cùng địa bàn. Tính đến hết tháng 9 năm 2023, giá bán bình quân các sản phẩm của HT1 đạt 1,85 triệu đồng/tấn, cao hơn 8,9% so với các doanh nghiệp miền Nam khác.

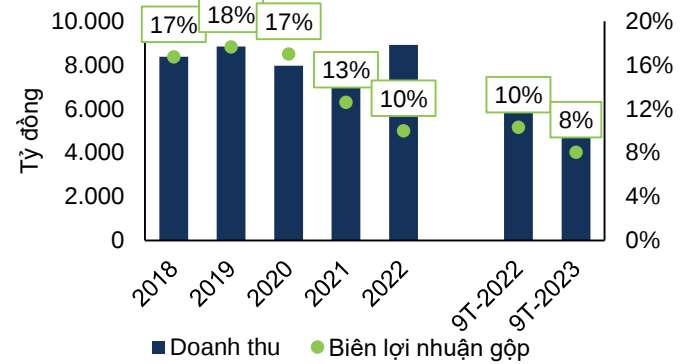
Biểu đồ 19: Giá bán một số thương hiệu xi măng phía Nam tháng 9 năm 2023


Nguồn: VNCA, FPTs Research

Trong năm 2022, HT1 đã ba lần thực hiện tăng giá bán lên mức 1,8 triệu đồng/tấn (+12,5% yoy) nhằm giảm thiểu tác động tiêu cực từ việc giá than tăng cao, điều này kết hợp với hoạt động tiêu thụ thuận lợi đã giúp doanh thu năm 2022 đạt 8.918 tỷ đồng (+26,2% yoy) tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ và là mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Tuy nhiên, các mức tăng này lại không thể bắt kịp đà tăng của chi phí đầu vào khiến cho biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp bị bào mòn nghiêm trọng về mức 10,0% (-2,6 đpt so với cùng kỳ).

Biểu đồ 20: Diễn biến giá bán xi măng của HT1


Nguồn: VNCA, HT1, FPTs Research

Biểu đồ 21: Doanh thu (trái) và biên lợi nhuận gộp (phải) của HT1


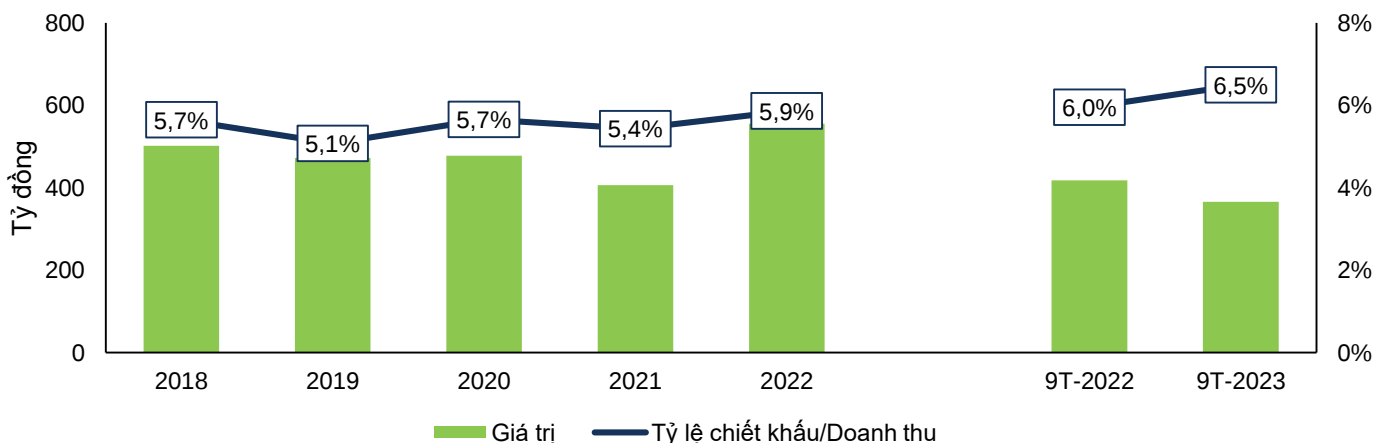
Nguồn: HT1, FPTs Research

Sang năm 2023, giá xi măng của HT1 tiếp tục duy trì ở mức cao là xấp xỉ 1,9 triệu đồng/tấn (+5,2% yoy) từ cuối năm 2022 khi giá than mặc dù đã hạ nhiệt nhưng vẫn cao hơn so với 5 năm gần nhất. Giá xi măng neo cao cũng góp phần khiến nhu cầu tiêu thụ sụt giảm, từ đó tác động tiêu cực lên doanh thu và biên lợi nhuận gộp của HT1 trong 9 tháng đầu năm với giá trị lần lượt đạt 5.266 tỷ đồng (-20,2% yoy) và 8,1% (-2,2 đpt so với cùng kỳ).

4.4. Mô hình tiêu thụ & Hệ thống phân phối

► Mô hình tiêu thụ

Hiện tại, HT1 đang triển khai mô hình tiêu thụ là bán hàng chiết khấu thu tiền ngay. Nhà phân phối sẽ thanh toán ngay tại thời điểm nhận hàng và sẽ nhận chiết khấu một khoảng %/giá bán mà HT1 nhận định là phù hợp với tình hình của thị trường và được Tổng công ty chấp thuận để ghi nhận lợi nhuận. Ưu điểm của mô hình tiêu thụ này sẽ giúp cho doanh nghiệp thu tiền nhanh và không phải chịu thêm chi phí liên quan đến vận chuyển như chi phí nhiên liệu, phí cầu đường,... Việc nhận đơn đặt hàng trước cũng giúp HT1 có thời gian chuẩn bị hàng hóa và điều tiết sản xuất. Mặc dù vậy, mô hình này cũng bộc lộ nhiều yếu điểm khi chịu sự kiểm soát của Tổng công ty VICEM bao gồm (1) khả năng cạnh tranh bị hạn chế do tỷ lệ chiết khấu chung giữa các đại lý phải được giữ nguyên (2) tỷ lệ chiết khấu khó thay đổi do phải trải qua nhiều thủ tục xin cấp phép từ phía Tổng công ty và Bộ Xây dựng.

Biểu đồ 22: Giá trị chiết khấu (trái) và tỷ lệ chiết khấu/doanh thu (phải) của HT1 giai đoạn 2018 – 9T2023


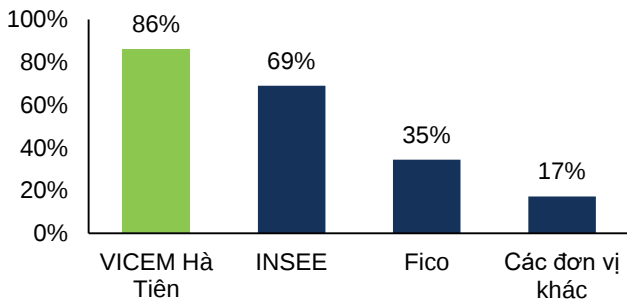
Nguồn: HT1, FPTs Research

Tỷ lệ chiết khấu của HT1 được thể hiện qua khoản mục các khoản giảm trừ doanh thu và ít biến động dưới sự kiểm soát của Tổng công ty VICEM. Tuy nhiên trong năm 2022, tỷ lệ này đạt mức 5,9% cao nhất trong 5 năm trở lại đây.

Đối với 9T2023, tỷ lệ chiết khấu đã tăng lên mức 6,5% (+0,5 đpt so với cùng kỳ) khi tình hình tiêu thụ khó khăn dẫn tới HT1 phải chiết khấu thêm cho nhà phân phối nhằm giành thị phần và gia tăng khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp.

► Hệ thống phân phối

Biểu đồ 23: Độ bao phủ thị trường của hệ thống phân phối các doanh nghiệp xi măng miền Nam



Nguồn: FPTs Research

(*) Độ bao phủ thị trường (%) = Tổng diện tích khu vực trạm nghiền có thể tiếp cận trong bán kính 60 – 70km/Tổng diện tích thị trường.

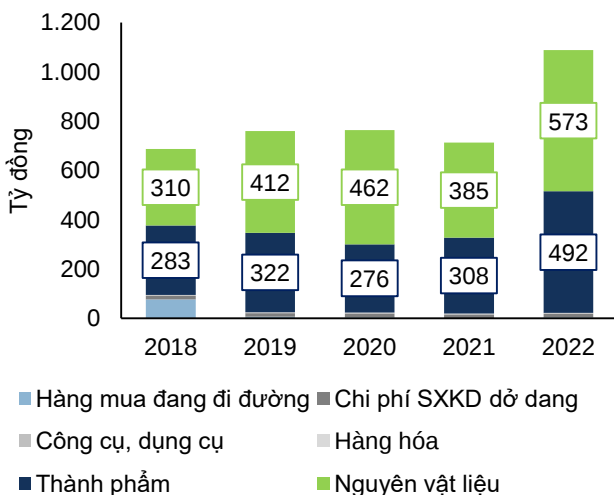
Theo khảo giá một số đơn vị vận chuyển tại khu vực miền Nam, cước vận chuyển đường bộ xi măng đi các tỉnh thường đạt trung bình ~0,3% giá bán/km/tấn. Theo đó, phía HT1 sẽ hướng đến tỷ trọng chiết khấu phí vận chuyển cho nhà phân phối không vượt quá 20% so với giá bán để đảm bảo lợi nhuận. Do vậy, khoảng cách tối ưu để phân phối tới công trình sẽ vào khoảng 60 – 70km ([chi tiết](#)) từ trạm nghiền. Chúng tôi cho rằng HT1 hiện đang có ưu thế về hệ thống phân phối bao gồm 5 trạm nghiền trải rộng khắp các tỉnh thành Nam Bộ và Nam Trung Bộ với độ bao phủ thị trường ước đạt 86%, cao hơn đáng kể so với trung bình 40% của các đơn vị sản xuất khác trên địa bàn.

IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

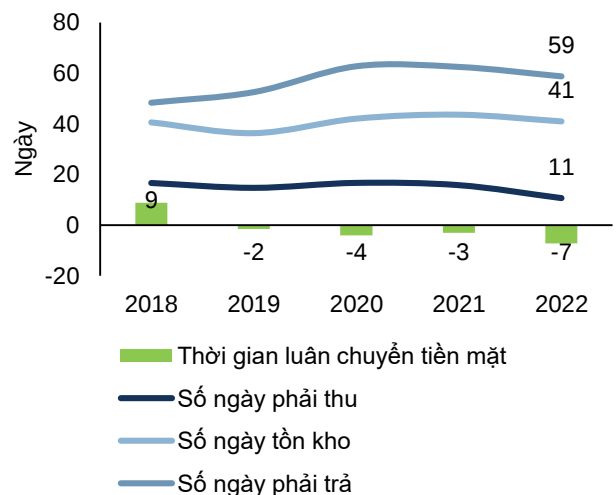
1. Thời gian lưu chuyển tiền mặt thấp nhờ mô hình tiêu thụ và chính sách giãn công nợ từ các đơn vị cùng Tổng công ty

Số ngày phải thu của HT1 trong giai đoạn 2018 – 2021 được duy trì ở mức thấp quanh mức 15 – 16 ngày nhờ mô hình tiêu thụ chiết khấu thu tiền ngay. Riêng năm 2022, khoản mục này đã có mức sụt giảm mạnh về mức 11 ngày do một số khách hàng lớn của doanh nghiệp như Văn phòng điều phối Chương trình Mục tiêu Quốc gia, CTCP Siêu thị Vật liệu xây dựng Thế giới Nhà thanh toán phần lớn công nợ trong năm 2021 cho phía HT1 giúp giá trị các khoản phải thu giảm từ 351 tỷ đồng xuống còn 258 tỷ đồng (-26,5% yoy).

Biểu đồ 24: Cơ cấu hàng tồn kho của HT1 giai đoạn 2018 – 2022



Biểu đồ 25: Các chỉ số hiệu quả vận hành của HT1 giai đoạn 2018 - 2022



Nguồn: HT1, FPTs Research

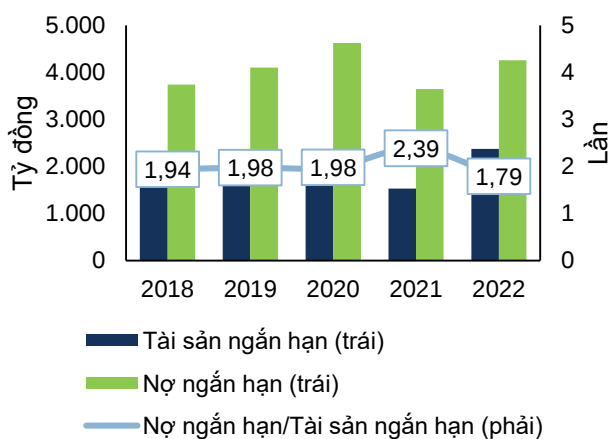
Trái lại, giá trị hàng tồn kho năm 2022 lại tăng cao lên mức 1.188 tỷ đồng (+44,8% yoy) với hai cấu phần trọng yếu bao gồm nguyên vật liệu đạt 573 tỷ đồng (48,8% yoy) và thành phẩm đạt 492 tỷ đồng (+59,8% yoy). Nguyên nhân chủ yếu do doanh nghiệp tăng lượng than tồn kho nhằm đảm bảo sản xuất trong bối cảnh giá than tăng cao. Trong khi 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 đẩy giá trị nguyên vật liệu và thành phẩm tồn kho của HT1 lên cao khi chi phí nguyên liệu đầu vào tăng mạnh trong năm 2022.

Các khoản phải trả năm 2022 của HT1 đã tăng lên đáng kể khi đạt 1.434 tỷ đồng (+18,7% yoy). Mức tăng này chủ yếu tới từ các khoản phải trả các bên liên quan (từ 292 tỷ đồng lên 448 tỷ đồng, tăng 53,4% so với cùng kỳ) khi phía HT1 đã tăng mua sắm than từ VTV và dịch vụ vận chuyển từ Tổng công ty. Nhờ chính sách giãn công nợ từ các nhà cung cấp nội bộ, số ngày phải trả của HT1 luôn giữ ở mức cao trong giai đoạn 2018 – 2022 quanh mức 53 – 63 ngày. Vì vậy, HT1 có số ngày luân chuyển tiền mặt âm và từ đó giúp cho doanh nghiệp bớt áp lực vay ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động trong bối cảnh đang mất cân đối tài chính ngắn hạn.

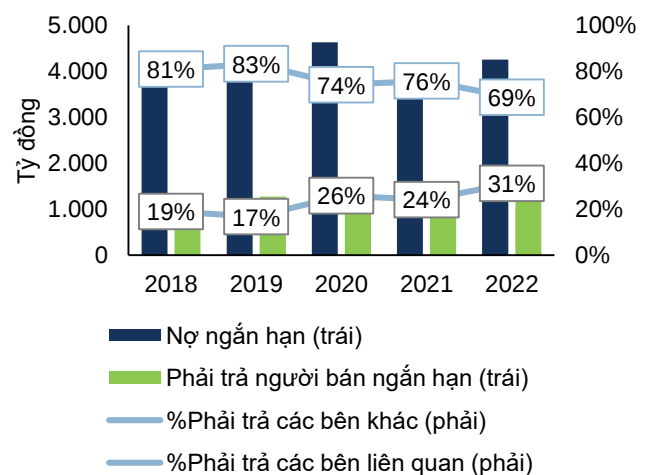
2. Mất cân đối tài chính ngắn hạn gây căng thẳng tới dòng tiền doanh nghiệp

HT1 đã mất cân đối tài chính ngắn hạn nhiều năm khi giá trị nợ ngắn hạn vượt qua 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 gây căng thẳng lên dòng tiền của doanh nghiệp khi HT1 thường xuyên phải đảo nợ ngắn hạn. Trong đó, chiếm phần lớn với tỷ trọng đạt 30 – 33% là các khoản phải trả các bên liên quan và các bên khác. Mặc dù HT1 cho thấy khả năng chiếm dụng vốn của các nhà cung cấp lâu dài khi giá trị các khoản phải trả tăng lên đáng kể nhưng phần lớn tỷ trọng (luôn chiếm $\geq 69\%$ trong giai đoạn 2018 – 2022) của các khoản này lại đến từ các đơn vị không cùng trực thuộc Tổng công ty. Do vậy, các khoản này có thể gây áp lực tiêu cực lên dòng tiền của doanh nghiệp khi xuất hiện thay đổi bất chợt về chính sách công nợ.

Biểu đồ 26: Cơ cấu vốn lưu động của HT1 giai đoạn 2018 – 2022



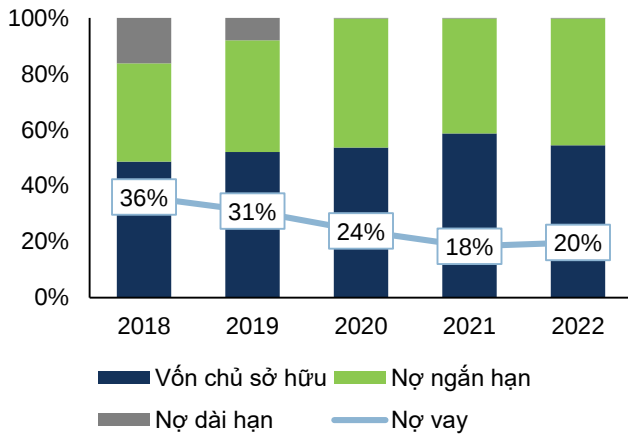
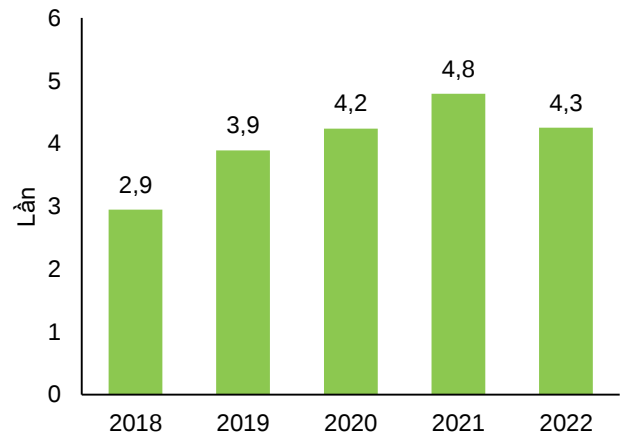
Biểu đồ 27: Cơ cấu nợ ngắn hạn và các khoản phải trả của HT1 giai đoạn 2018 – 2022



Nguồn: HT1, FPT Research

3. Giảm mạnh nợ vay giúp cải thiện cơ cấu nguồn vốn và khả năng thanh toán

Cơ cấu nguồn vốn và khả năng thanh toán của HT1 đang dần được cải thiện nhờ doanh nghiệp liên tục giảm mạnh nợ vay. Trong đó, đáng chú ý nhất là năm 2020 khi HT1 đã hoàn thành thanh toán khoản nợ vay dài hạn trị giá 5.097 tỷ đồng được thực hiện kể từ 2014. Các khoản vay này nhằm tài trợ cho các dự án xây dựng trạm nghiền Phú Hữu, trạm nghiền Long An, nhà máy Bình Phước, tiếp nhận Hà Tiên 2.2 và trạm nghiền Cam Ranh. Kết thúc năm 2022, nợ vay dài hạn chỉ còn khoảng 17 tỷ đồng, chiếm 0,4% trong tổng nợ vay của HT1.

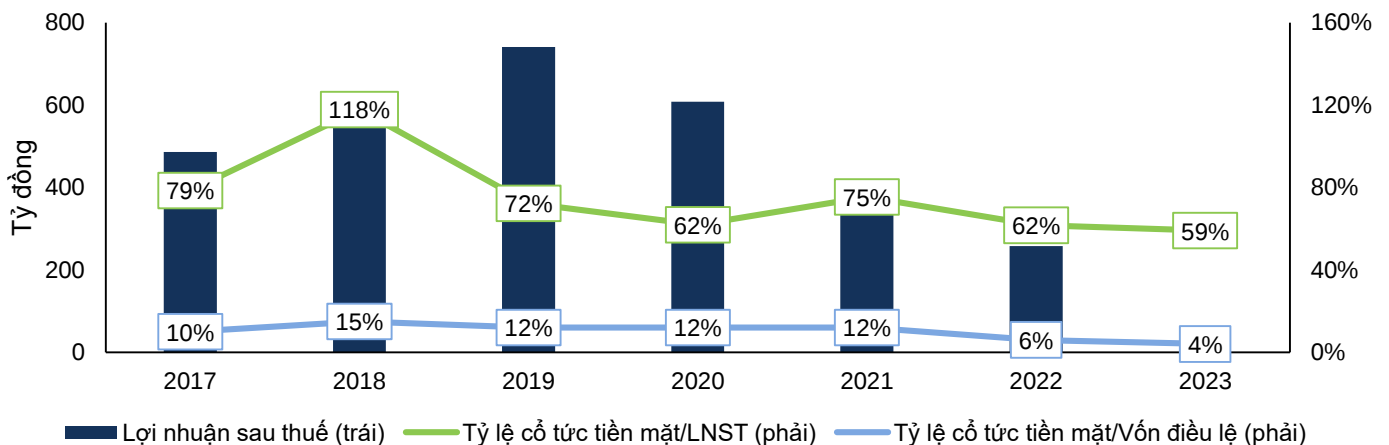
Biểu đồ 28: Cơ cấu nguồn vốn của HT1 giai đoạn 2018 - 2022

Biểu đồ 29: Khả năng thanh toán theo EBIT/Lãi vay của HT1 giai đoạn 2018 - 2022


Nguồn: HT1, FPTs Research

Nợ ngắn hạn cũng đã có mức sụt giảm đáng kể trong giai đoạn 2018 – 2022 nhưng chủ yếu bị tác động bởi nhu cầu sản xuất và vốn lưu động của doanh nghiệp. Trong năm 2021, HT1 đã phải cho dừng lò sản xuất nhằm tuân thủ theo các biện pháp phòng dịch COVID 19 của chính phủ khiến cho nợ ngắn hạn giảm mạnh về mức 3.648 tỷ đồng (-21,2% yoy). Sang năm 2022, khoản mục này tăng mạnh trở lại về mức 4.255 tỷ đồng (+16,6% yoy) do chi phí đầu vào tăng cao và hoạt động sản xuất được khôi phục dẫn tới HT1 phải tăng vay nợ để bổ sung vốn lưu động nhằm phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh.

4. Chính sách chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn

Trong giai đoạn 2018 – 2022, HT1 thực hiện chi trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn cho cổ đông với tỷ suất cổ tức trung bình đạt 11%/năm và tỷ lệ cổ tức/lợi nhuận sau thuế luôn được duy trì ở mức cao đến rất cao trong khoảng 62 – 118%. Tuy nhiên, tỷ lệ chi trả cổ tức/vốn điều lệ đã có mức sụt giảm mạnh về mức 6% trong năm 2022 và gần đây nhất là 4% trong năm 2023. Nguyên nhân chủ yếu do dịch COVID 19 khiến hoạt động sản xuất đình trệ cùng với giá than tăng cao khiến lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp sụt giảm trong năm 2021 và 2022. Chúng tôi đánh giá HT1 có thể không trả cổ tức trong năm 2024 khi doanh nghiệp ghi nhận lỗ sau thuế 37,1 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2023 khi tiêu thụ gặp khó và chi phí đầu vào vẫn đang duy trì ở mức cao. Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng rằng HT1 sẽ chi trả trở lại khi hoạt động kinh doanh được cải thiện kể từ 2024 do doanh nghiệp luôn trả cổ tức khi lợi nhuận dương.

Biểu đồ 30: Tình hình thực hiện chi trả cổ tức của HT1 giai đoạn 2017 - 2023


Nguồn: HT1, FPTs Research

V. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2023

Đơn vị: Tỷ đồng	9T2022	9T2023	%YoY	KHĐC2023	%KHĐC2023
Doanh thu hợp nhất	7.021	5.632	-19,8%	7.968	70,7%
Các khoản giảm trừ	418	366	-12,4%		
Doanh thu thuần	6.603	5.266	-20,2%		
Lợi nhuận gộp	682	424	-37,8%		
Doanh thu tài chính	4	5	+29,6%		
Chi phí tài chính	95	127	+33,5%		
- Trong đó: Chi phí lãi vay	49	102	+108,1%		
Chi phí bán hàng	137	130	-5,2%		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	181	179	-0,9%		
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	272	-8	-102,8%		
Lợi nhuận trước thuế	252	-31	-112,2%	80	-38,5%
Lợi nhuận sau thuế	204	-37	-118,2%	64	-57,8%
Chỉ số tài chính	9T2022	9T2023	%YoY		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10,3%	8,1%	-2,2 đpt		
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	3,1%	-0,7%	-3,8 đpt		
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2,1%	2,5%	+0,4 đpt		
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,7%	3,4%	+0,7 đpt		

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2023 của HT1, FPTTS Research

VI. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023 & 2024

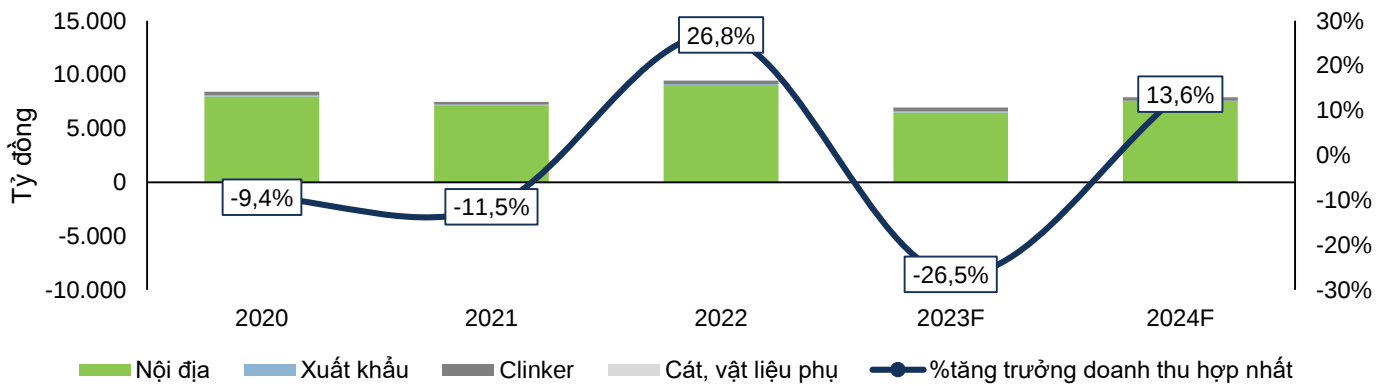
1. Doanh thu hợp nhất dự phóng giai đoạn 2023 - 2024 ([quay lại](#))

1.1. Kỳ vọng tiêu thụ tiếp tục khó khăn trong năm 2023 và phục hồi một phần trong năm 2024

Chúng tôi nhận định tình hình tiêu thụ xi măng nội địa của HT1 sẽ duy trì ảm đạm trong 4Q2023 khi phân khúc nhà ở và công nghiệp trầm lắng. Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ trong nước sẽ hồi phục một phần trong năm 2024 khi nhu cầu xây dựng dân dụng phục hồi nhẹ và xây dựng cơ sở hạ tầng tăng cao. Mảng xuất khẩu dự kiến khả quan khi HT1 bắt đầu thúc đẩy xuất sang thị trường mới kể từ năm 2023.

Năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất của HT1 đạt 6.960 tỷ đồng, tương đương mức giảm 26,5% so với cùng kỳ và hoàn thành 87,3% kế hoạch doanh thu điều chỉnh năm 2023. Trong đó, doanh thu từ các mảng bán xi măng nội địa, bán xi măng xuất khẩu, bán clinker và bán cát tiêu chuẩn, vật liệu phụ đạt lần lượt 6.484 tỷ đồng (-28,1% yoy), 108 tỷ đồng (+13,1% yoy), 344 tỷ đồng (+2,6% yoy) và 24 tỷ đồng (-7,0% yoy).

Đối với năm 2024, chúng tôi ước tính doanh thu hợp nhất của HT1 đạt 7.908 tỷ đồng (+13,6% yoy) với tỷ trọng các mảng nội địa, xuất khẩu, clinker và cát tiêu chuẩn, vật liệu phụ đạt lần lượt 94,3%, 1,4%, 4,0% và 0,3%. Kỳ vọng hoạt động tiêu thụ trong nước được cải thiện với giả định nhu cầu xây dựng phục hồi nhẹ và ổn định trở lại kể từ 2024 trở đi.

Biểu đồ 31: Cơ cấu doanh thu hợp nhất dự phóng theo mảng của HT1


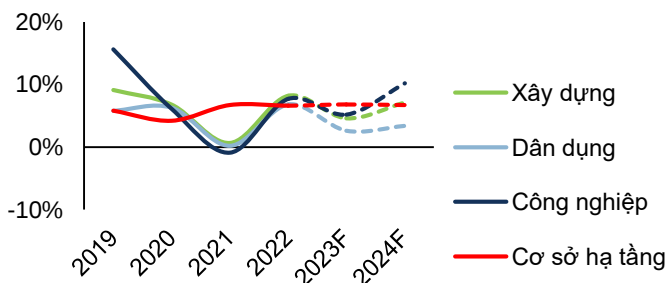
Nguồn: HT1, FPTs Research

► Mảng nội địa

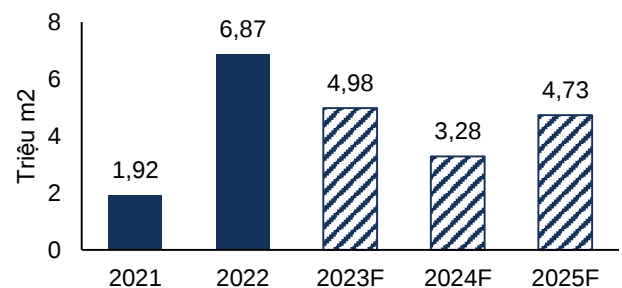
Phân khúc xây dựng dân dụng ([quay lại](#))

Trong 4Q2023, chúng tôi cho rằng tiêu thụ xi măng cho mảng dân dụng sẽ tiếp tục sụt giảm mạnh so với cùng kỳ khi nhu cầu xây dựng nhà ở được BMI dự báo duy trì ảm đạm với tốc độ tăng trưởng ước đạt 2,6% (giảm 5,1 đpt so với cùng kỳ). Mặc dù Ngân hàng Nhà nước (SBV) đã thực hiện giảm lãi suất cho vay kể từ đầu năm nhưng khả năng tiếp cận vốn của các doanh nghiệp bất động sản còn yếu cùng với nhiều vướng mắc pháp lý liên quan tới cấp phép và giải phóng mặt bằng khiến hoạt động xây dựng dân dụng đình trệ. **Sản lượng tiêu thụ cho phân khúc nhà ở của HT1 năm 2023 dự kiến giảm 22,8% so với cùng kỳ, đạt 3,6 triệu tấn.**

Nhu cầu xây dựng dân dụng tại thị trường chính là TPHCM dự báo tiếp tục ảm đạm trong năm 2024 khi diện tích nhà ở tăng thêm dự phóng chỉ đạt 3,3 triệu m² (-34,1% yoy). Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng nhiều nút thắt trong thủ tục pháp lý, cấp phép xây dựng và tín dụng sẽ dần được tháo gỡ kể từ cuối năm 2023 khi Chính phủ có nhiều chính sách thúc đẩy thị trường bất động sản từ đầu năm đến nay với Nghị quyết số 33/NQ-CP, Nghị định số 08/2023/NĐ-CP và gần đây nhất là công điện số 993/CĐ-TTg vào ngày 24 tháng 10 vừa qua. **Theo đó, sản lượng cho xây dựng nhà ở năm 2024 của HT1 ước đạt 3,9 triệu tấn, tăng 7,7% so với cùng kỳ.**

Biểu đồ 32: Tăng trưởng thực ngành và các sản phẩm xây dựng giai đoạn 2019 – 2024F


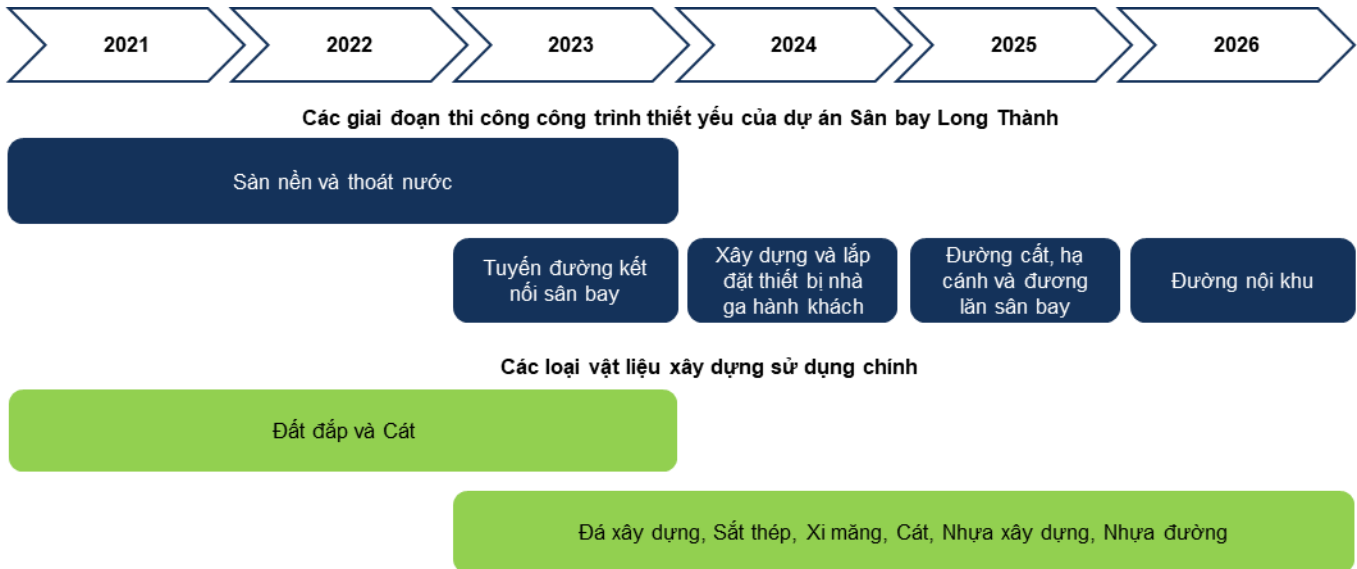
Nguồn: BMI, GSO, FPTs Research

Biểu đồ 33: Diện tích sàn nhà ở hoàn thành của TPHCM giai đoạn 2021 – 2025F


Nguồn: Ủy ban Nhân dân TPHCM, FPTs Research

Phân khúc xây dựng cơ sở hạ tầng ([quay lại](#))

Mảng cơ sở hạ tầng kỳ vọng khả quan trong cuối năm 2023 và năm 2024 được thể hiện qua tốc độ giải ngân vốn đầu tư công tại khu vực miền Nam ([xem lại phần Thị trường đầu ra](#)). Theo phía HT1 chia sẻ, hiện doanh nghiệp đang cung cấp xi măng cho một số dự án lớn thuộc cụm Cao tốc Bắc Nam bao gồm cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng, cao tốc Hậu Giang – Cà Mau và đặc biệt nhất là dự án Sân bay Long Thành. Đây là dự án có quy mô lớn nhất từ trước tới nay với tổng vốn đầu tư lên đến 300 nghìn tỷ đồng, kỳ vọng sẽ đem lại tăng trưởng cao cho các đơn vị xây dựng cơ sở hạ tầng và cung cấp vật liệu xây dựng trúng thầu. **Do vậy chúng tôi dự phóng sản lượng cho phân khúc cơ sở hạ tầng của HT1 trong năm 2023 và 2024 sẽ lần lượt đạt 1,2 triệu tấn (+1,0% yoy) và 1,3 triệu tấn (+9,1% yoy).**

Biểu đồ 34: Tiến độ thi công và các loại vật liệu xây dựng chính của dự án Sân bay Long Thành


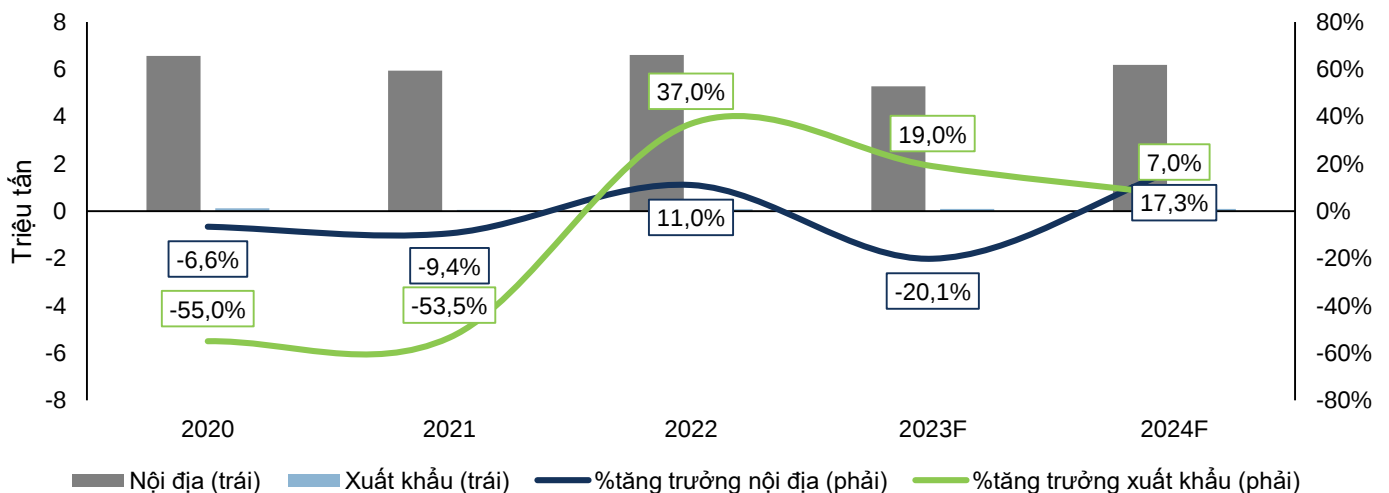
Nguồn: Tổng công ty Hàng không Việt Nam, FPTs Research

Phân khúc xây dựng công nghiệp ([quay lại](#))

Chúng tôi đánh giá sản lượng từ mảng công nghiệp năm 2023 của HT1 sẽ tiêu cực khi vốn đầu tư nước ngoài vào hai thị trường chính của doanh nghiệp là TPHCM và Bình Dương sụt giảm mạnh so với cùng kỳ ([xem lại tại phần Thị trường đầu ra](#)) cùng với đó là sản xuất công nghiệp chưa hồi phục (PMI tháng 9 năm 2023 đạt 49,7 điểm, dưới ngưỡng tham chiếu 50 điểm và giảm 2,8 điểm so với cùng kỳ). Theo đánh giá của Sở Kế hoạch và Đầu tư các tỉnh, vốn FDI vào khu vực miền Nam đang có dấu hiệu chững lại trong năm 2023, đặc biệt là tại TPHCM khi quỹ đất dự án dần bị thu hẹp, cơ sở hạ tầng còn hạn chế cùng với nhiều vướng mắc trong cơ chế và thủ tục cấp phép. Chúng tôi cho rằng tình trạng trên sẽ tiếp diễn trong năm 2024, dẫn tới nhu cầu xây dựng công nghiệp và tiêu thụ xi măng sụt giảm. **Do đó, chúng tôi ước tính sản lượng từ phân khúc xây dựng công nghiệp năm 2023 và 2024 của HT1 sẽ lần lượt đạt 407 nghìn tấn (-38,3% yoy) và 383 nghìn tấn (-5,7% yoy).**

► Mảng xuất khẩu

Chúng tôi kỳ vọng mảng xuất khẩu sẽ đạt mức tăng trưởng khá trong nửa cuối năm 2023 và năm 2024 khi doanh nghiệp thực hiện xúc tiến tiêu thụ tại thị trường mới là Mỹ và mở rộng hệ thống phân phối tại các thị trường hiện hữu như Campuchia, Úc và Hàn Quốc. **Do vậy, chúng tôi dự kiến sản lượng mảng xuất khẩu năm 2023 và 2024 sẽ lần lượt đạt 90,8 nghìn tấn (+19,0% yoy) và 97,2 nghìn tấn (+7,0% yoy).**

Biểu đồ 35: Sản lượng tiêu thụ dự phóng theo mảng nội địa và xuất khẩu của HT1


Nguồn: HT1, FPTs Research

1.2. Doanh thu tăng trưởng chậm khi khả năng mở rộng quy mô bị hạn chế

Các trạm nghiền của HT1 hiện tại đã hoạt động gần hết công suất khiến cho việc tăng sản lượng tiêu thụ và doanh thu trở nên khó khăn hơn. Sau khi trạm nghiền Thủ Đức (công suất 1,2 triệu tấn/năm) bị dỡ bỏ theo quy hoạch của TPHCM, HT1 đã phải tiến hành thuê gia công tại trạm nghiền Hiệp Phước của VICEM Hạ Long kể từ 2017 tới nay để bù đắp công suất bị thiếu hụt. Phía HT1 cũng đã triển khai đầu tư nhiều dự án nhằm gia tăng năng lực sản xuất nhưng chưa thể thực hiện do giá cả vật tư lên cao và gặp khó khăn khi tìm kiếm nhà thầu thi công.

Bảng 4: Một số dự án nâng công suất đáng chú ý của HT1

Tên dự án	Tổng vốn	Công suất tăng thêm	Giai đoạn	Tình trạng
Nâng cao năng lực nghiền tại Nhà máy Kiên Lương	1.200 tỷ đồng	1 triệu tấn/năm	2023 - 2025	Hủy thầu, thực hiện lại nghiên cứu khả thi
Nâng cao năng lực nghiền tại Nhà máy Bình Phước	Chưa có	1 triệu tấn/năm	Chưa có	Chưa triển khai
Nâng cao năng lực nghiền tại Trạm nghiền Long An	Chưa có	1 triệu tấn/năm	Chưa có	Chưa triển khai
Dự án Hà Tiên 2-1 (Lò 3)	Chưa có	2,5 triệu tấn/năm	Chưa có	Chưa triển khai

Nguồn: HT1, FPTs Research

Trong năm 2022, giá trị thanh toán cho các dự án của HT1 chỉ đạt 117,3 tỷ đồng, hoàn thành 22,4% so với KH2022. Doanh nghiệp chia sẻ do giá các loại nguyên vật liệu tăng mạnh trong năm khiến cho phía HT1 đã phải thực hiện điều chỉnh mức tổng đầu tư của các dự án. Trong đó, giá trị gói thầu chính của dự án tại nhà máy Kiên Lương đã vượt xa so với giá trị gói thầu được duyệt khiến doanh nghiệp phải hủy thầu và phải tái thực hiện đánh giá khả thi. Với tình trạng hiện tại, chúng tôi đánh giá tăng trưởng doanh thu của HT1 sẽ chậm lại khi tiêu thụ phục hồi và chủ yếu phụ thuộc vào việc tăng giá bán khi doanh nghiệp đã huy động tối đa công suất.

Do đó, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu của HT1 trong giai đoạn 2023 – 2027 đạt 5,1%/năm (+1,2 đpt so với giai đoạn trước dịch do mức nền thấp của doanh thu năm 2023).

1.3. Gia tăng áp lực đầu ra khi công suất xi măng trên địa bàn ngày càng mở rộng

Bảng 5: Các dự án xi măng được đầu tư tại khu vực miền Nam giai đoạn 2023 - 2025

Dự án đầu tư	Vốn đầu tư	Tổng sản lượng	Chủ đầu tư	Thời gian hoạt động
Dây chuyền 2 Nhà máy INSEE Thị Vải	850 tỷ đồng	1,3 triệu tấn/năm	Xi măng INSEE	2023 - 2024
Dây chuyền 2 Nhà máy xi măng Tây Ninh	4.800 tỷ đồng	2 triệu tấn/năm	Xi măng FICO Tây Ninh	2025

Nguồn: VNCA, FPTs Research

Trong giai đoạn 2023 – 2025, dự kiến HT1 sẽ phải chịu áp lực cạnh tranh mạnh mẽ về nguồn cung khi các doanh nghiệp đối thủ trên địa bàn gia tăng công suất với 2 dự án từ Xi măng INSEE và Xi măng FICO Tây Ninh (tổng công suất tăng thêm ước đạt 3,3 triệu tấn/năm, tương đương ~44,5% công suất hiện tại của HT1). Nhằm gia tăng năng lực cạnh tranh và đảm bảo tiêu thụ, chúng tôi cho rằng HT1 sẽ phải áp dụng chính sách chiết khấu ưu đãi hơn cho các nhà phân phối kể từ 2023 trở đi và giảm giá bán từ hỗ trợ giá than hạ nhiệt nhằm kích cầu tiêu thụ. **Chúng tôi ước tính mức giá xi măng tính doanh thu của HT1 cho năm 2023 và 2024 sẽ lần lượt đạt 1,23 triệu đồng/tấn (-10,0% yoy) và 1,20 triệu đồng/tấn (-2,0% yoy) cùng với mức tỷ lệ chiết khấu đạt 6,4% (+0,5 đpt yoy) cho năm 2023 và 5,8% (-0,6 đpt yoy) cho năm 2024.**

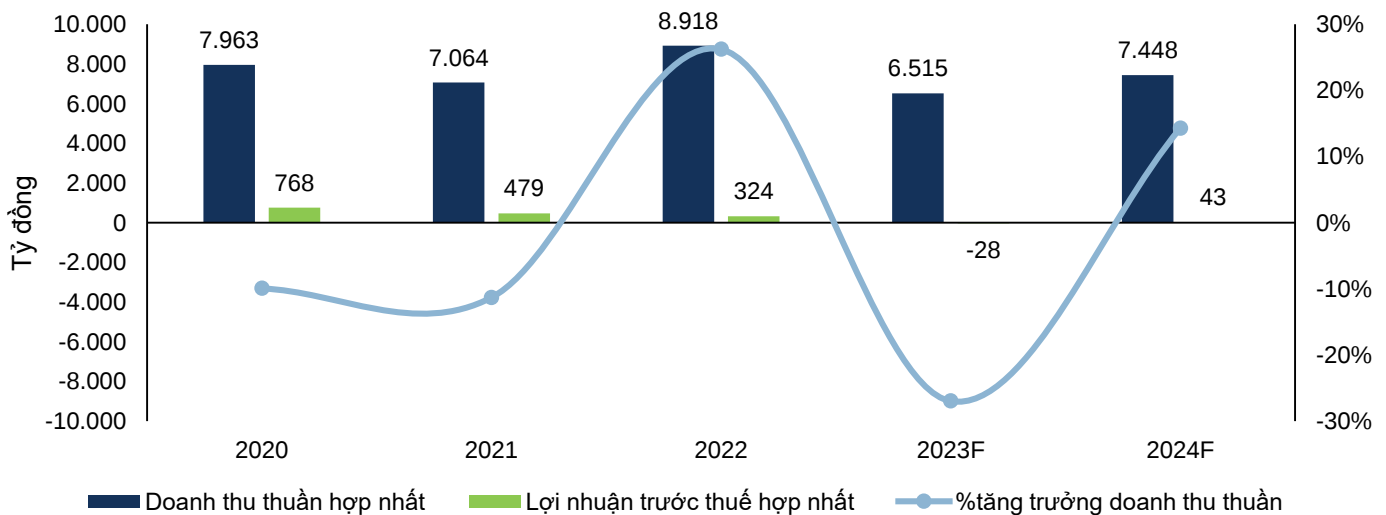
2. Lợi nhuận hợp nhất dự phóng giai đoạn 2023 – 2024 (quay lại)

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp hợp nhất năm 2023 và 2024 của HT1 sẽ có mức sụt giảm lần lượt về mức 6,7% (-3,3 đpt yoy) và 7,6% (+0,7 đpt yoy). Dự kiến HT1 ghi nhận lỗ trước thuế 27,7 tỷ đồng (-108,6% yoy) trong năm 2023 và có lãi trở lại trong năm 2024 với mức lợi nhuận trước thuế đạt 42,7 tỷ đồng dựa trên những giả định & kỳ vọng sau đây:

- Theo World Bank dự báo, giá than Newcastle của Úc sẽ giảm mạnh về mức 200 USD/tấn (-42,0% yoy) và 155 USD/tấn (-22,5% yoy) trong năm 2023 và 2024 do nguồn cung than dự kiến sẽ được cải thiện ở hầu hết các khu vực sản xuất và xuất khẩu than hàng đầu thế giới như Úc, Ấn Độ, Indonesia khi các hiện tượng thời tiết cực đoan từ La Nina kết thúc. **Giá than trong nước dự kiến cũng sẽ điều chỉnh giảm nhẹ về mức 137 USD/tấn (-3,5% yoy)** từ việc giá than thế giới hạ nhiệt khi TKV vẫn đang thực hiện phối trộn than nhập khẩu và than trong nước để tiêu thụ. Mặc dù vậy, giá than hiện vẫn đang duy trì ở mức cao so với 5 năm gần nhất. Điều này kết hợp với việc EVN tăng giá điện bình quân lên 1.920 đồng/KWh vào tháng 5 vừa qua và tình hình tiêu thụ khó khăn đã khiến biên lợi nhuận của doanh nghiệp bị bào mòn nghiêm trọng trong năm 2023. Tình trạng trên dự kiến được cải thiện từ 2024 trở đi khi giá than dần hạ nhiệt và tình hình tiêu thụ của HT1 phục hồi.
- Chi phí lãi vay dự kiến tăng mạnh lên 105 tỷ đồng (+37,9% yoy) trong năm 2023 khi HT1 tăng vay nợ ngắn hạn từ cuối 2022 để tài trợ cho vốn lưu động. Xu hướng trên hiện tiếp diễn khi nợ ngắn hạn của doanh nghiệp tăng 11,2% (tương đương 207 tỷ đồng) so với đầu kỳ trong 9T2023 để phục vụ mua than từ CTCP Tập đoàn Long Thuận với mức chi phí trả trước đạt 346 tỷ đồng (+826,4% so với cuối năm 2022). **Do vậy, chúng tôi dự phóng chi phí lãi vay năm 2024 đạt 119 tỷ đồng (+13,6% yoy).**
- Tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu dự phóng tăng 0,2 đpt so với cùng kỳ với giả định doanh nghiệp thực hiện các chính sách bán hàng ưu đãi hơn cho các nhà phân phối trong bối cảnh áp lực cạnh tranh gia tăng.

3. Tổng hợp kết quả kinh doanh hợp nhất dự phóng

Biểu đồ 36: Kết quả kinh doanh hợp nhất dự phóng giai đoạn 2023F – 2024F



Nguồn: HT1, FPTs Research

4. Rủi ro hoạt động kinh doanh ([quay lại](#))

4.1. Rủi ro thanh toán

Việc tăng mạnh các khoản phải trả cho thấy HT1 có khả năng chiếm dụng vốn của các nhà cung cấp và giảm bớt áp lực vay ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động. Tuy nhiên, chiếm phần lớn tỷ trọng các khoản này là các nhà cung cấp không cùng trực thuộc Tổng công ty (đạt 986 tỷ đồng trong năm 2022, tương đương 68,7% tỷ trọng các khoản phải trả). Điều này có thể gây áp lực tiêu cực lên dòng tiền của HT1 khi chính sách công nợ của các nhà cung cấp này thay đổi khi doanh nghiệp đã nhiều năm mất cân đối tài chính ngắn hạn.

4.2. Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào

Than cám chiếm 42% trong cơ cấu chi phí nguyên liệu đầu vào của HT1. Việc giá than tăng cao đã khiến biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp giảm lượt lượt về 12,6% và 10,0% trong năm 2021 và 2022. Do vậy, giá than điều chỉnh tăng cao sẽ bào mòn biên lợi nhuận của doanh nghiệp trong bối cảnh giá bán khó tăng do áp lực cạnh tranh và tiêu thụ trầm lắng.

4.3. Rủi ro hỏng hóc máy móc, thiết bị

HT1 hàng năm phải chi trả một phần chi phí để bổ sung phụ tùng và bảo dưỡng (45 – 65 tỷ đồng/năm – tương đương 0,5 – 0,7% doanh thu) do một số lò nung và trạm nghiền đã vượt hoặc gần đạt tuổi thọ sản xuất tối đa (15 – 20 năm) và có nguy cơ hỏng hóc cao hơn. Việc dây chuyền gặp lỗi có thể khiến doanh nghiệp phải tạm ngừng sản xuất để sửa chữa, gây ảnh hưởng tới sản lượng và chất lượng sản phẩm của HT1 với thời gian ngừng có thể lên đến 2 tháng.

4.4. Rủi ro bị tăng xử phạt do khai thác quá mức

Sản lượng đá vôi và đất sét khai thác hàng năm của HT1 đạt lần lượt ~7 triệu tấn và ~650 nghìn tấn, vượt 30 – 40% sản lượng cho phép. Thêm vào đó, doanh nghiệp vẫn đang cho khai thác tại mỏ sét Kiên Lương trong khi giấy phép đã hết hạn kể từ 2003 khiến cho doanh nghiệp thường xuyên bị xử phạt hành chính (~300 triệu đồng/năm, tương đương 0,03 – 0,04% doanh thu). Nếu tiếp tục khai thác quá mức, phía HT1 có thể đối mặt với những mức xử phạt nặng hơn gây ảnh hưởng tiêu cực tới doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp.

5. Yếu tố cần theo dõi

Dự án BOT đường nối Nguyễn Duy Trinh và KCN Phú Hữu: Dự án BOT KCN Phú Hữu đã hoàn thành năm 2014 nhưng chưa đưa vào hoạt động do sai phạm về quy định đầu tư BOT trong Nghị định 78/2007/NĐ-CP. Theo kế hoạch ban đầu, dự án có tổng vốn đầu tư là 461 tỷ đồng (~5% tổng tài sản của HT1 năm 2022), dự kiến thu về 45,5 tỷ đồng mỗi năm trong vòng 24 năm. Hiện dự án đang lắp đặt thêm trạm thu phí không dừng ETC với vốn đầu tư đạt 15,8 tỷ đồng và dự kiến sẽ hoàn thành trong năm nay.

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá khả năng hoàn thành và đóng góp vào kết quả kinh doanh của dự án này là kém khả quan. Theo quy hoạch mới nhất, UBND TPHCM hiện đang lên phương án đầu tư tuyến đường kết nối khu vực cảng Cát Lái – Phú Hữu để nhập vào cao tốc TPHCM – Long Thành – Dầu Giây và vành đai 3 của Thành phố. Nếu được chấp thuận đầu tư sẽ gây tác động tiêu cực tới HT1 do xe từ khu vực cảng sẽ đi qua tuyến đường mới này thay vì trạm BOT Phú Hữu. Hiện doanh nghiệp đã có văn bản kiến nghị lên Sở Giao thông Vận tải TPHCM nhằm xây dựng thêm các công trình giao thông để hỗ trợ hoàn vốn cho dự án nhưng vẫn chưa được phản hồi. Do đó, chúng tôi sẽ không thêm tác động của trạm BOT này vào kết quả kinh doanh của HT1 và sẽ cập nhật ngay khi có thêm thông tin.

VII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ([quay lại](#))

Chúng tôi định giá HT1 bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE) và chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF) với trọng số 50:50. Giá trị cổ phiếu theo hai phương pháp có mức giá bình quân là **12.100 đồng/cp**, cao hơn **8,9%** so với mức giá đóng cửa ngày 01/11/2023. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu ngắn và trung hạn với cổ phiếu HT1.

Phương pháp định giá	Kết quả (làm tròn)	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	12.050	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	12.150	50%
Kết quả định giá		12.100

1. Các giả định phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
Chi phí sử dụng VCSH	16,41%	Phần bù rủi ro thị trường	10,95%
WACC 2023	13,08%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro 5 năm	2,31%	Thời gian dự phóng	5 năm
Beta không đòn bẩy	0,9		

2. Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VND)	2.083.762
(+) Tiền mặt	625.052
(-) Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn	1.845.466
Giá trị vốn chủ sở hữu	4.635.069
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	381,6
Giá mục tiêu (VND/cp)	12.147

Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại dòng tiền vốn chủ sở hữu	1.511.055
Giá mục tiêu (VND/cp)	12.039

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần	8.918	6.515	7.448
- Giá vốn hàng bán	8.026	6.076	6.882
Lợi nhuận gộp	892	440	566
- Chi phí bán hàng	179	152	183
- Chi phí quản lí DN	242	193	205
Lợi nhuận thuần HĐKD	471	95	177
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-137	-110	-121
- Lợi nhuận khác	-10	-13	-13
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	324	-28	43
- Chi phí lãi vay	76	105	119
Lợi nhuận trước thuế	324	-28	43
- Thuế TNDN	68	0	3
- Thuế hoãn lại	0	0	0
LNST	258	-28	40
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LNST của cổ đông CT Mẹ	258	-28	39
EPS (đ)	319	-215	103
EBITDA	896	549	627
Khấu hao	572	577	584
Tăng trưởng doanh thu	26,2%	-26,9%	14,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	-19,9%	-79,8%	86,4%
Tăng trưởng EBIT	-32,3%	-108,6%	-254,1%
Tăng trưởng EPS	-48,3%	-167,4%	-148,1%
Chỉ số khả năng sinh lời	2022A	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10,0%	6,7%	7,6%
Tỷ suất LNST	2,9%	-0,4%	0,5%
ROE DuPont	5,0%	-0,6%	0,8%
ROA DuPont	2,8%	-0,3%	0,5%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	3,6%	-0,4%	0,6%
LNST/LNTT	79,4%	100,8%	92,4%
LNTT / EBIT	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	97,6%	72,6%	89,0%
Đòn bẩy tài chính	176,8%	179,6%	170,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022A	2023F	2024F
Số ngày phải thu	10,62	10,72	10,83
Số ngày tồn kho	40,94	40,53	40,13
Số ngày phải trả	58,69	46,95	37,56
Thời gian luân chuyển tiền	-7,14	4,30	13,39
COGS / Hàng tồn kho	7,69	9,44	9,56
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022A	2023F	2024F
CS thanh toán hiện hành	0,56	0,56	0,67
CS thanh toán nhanh	0,31	0,38	0,45
CS thanh toán tiền mặt	0,16	0,25	0,29
Nợ / Tài sản	0,20	0,24	0,21
Nợ / Vốn CSH	0,36	0,43	0,34
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,36	0,43	0,34
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00
Khả năng TT lãi vay	4,25	-0,26	0,36

CDKT	2022A	2023F	2024F
Tài sản			
+ Tiền và tương đương	676	898	908
+ Đầu tư TC ngắn hạn	15	15	15
+ Các khoản phải thu	498	387	420
+ Hàng tồn kho	1.044	643	720
+ Tài sản ngắn hạn khác	140	102	104
Tổng tài sản ngắn hạn	2.373	2.044	2.167
+ Nguyên giá tài sản CDHH	13.797	13.869	14.002
+ Khấu hao lũy kế	-8.462	-9.037	-9.618
+ Giá trị còn lại tài sản CDHH	5.335	4.832	4.384
+ Đầu tư tài chính dài hạn	26	31	32
+ Tài sản dài hạn khác	496	496	496
+ Xây dựng cơ bản dở dang	1.032	1.032	971
Tổng tài sản dài hạn	7.012	6.512	6.005
Tổng Tài sản	9.385	8.556	8.173
Nợ & Vốn chủ sở hữu			
+ Phải trả người bán	1.434	838	766
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.845	2096	1.686
+ Quỹ khen thưởng	158	167	167
Nợ ngắn hạn	4.255	3.662	3.238
+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0
+ Phải trả dài hạn khác	0	0	0
Nợ dài hạn	17	17	17
Tổng nợ	4.272	3.678	3.255
+ Thặng dư	71	71	71
+ Vốn điều lệ	3.816	3.816	3.816
+ LN chưa phân phối	313	24	64
Vốn chủ sở hữu	5.103	4.868	4.908
Lợi ích cổ đông thiểu số	9	10	10
Tổng cộng nguồn vốn	9.385	8.556	8.173
Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023F	2024F
Tiền đầu năm	296	676	898
Lợi nhuận sau thuế	324	-28	39
+ Khấu hao	572	577	584
+ Điều chỉnh	-226	-12	-4
+ Thay đổi vốn lưu động	-103	-341	-123
Tiền từ hoạt động KD	586	197	496
+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-194	-72	-76
+ Tăng (giảm) đầu tư	-1	0	0
+ Các hđ đầu tư khác	6	0	0
Tiền từ hđ đầu tư	-187	-72	-76
+ Cổ tức đã trả	-254	-153	0
+ Tăng (giảm) vốn	1	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	251	-410
+ Thay đổi nợ dài hạn	0	0	0
+ Các hoạt động TC khác	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-19	98	-410
Tổng lưu chuyển tiền tệ	380	223	10
Tiền cuối năm	676	898	908

Đơn vị: Tỷ VND

VIII. PHỤ LỤC

1. Phụ lục: Cơ cấu của Tổng Công ty VICEM ([quay lại tổng quan doanh nghiệp](#))



Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam (VICEM), tiền thân là Liên hiệp các Xí nghiệp Xi măng, được thành lập năm 1980. Hiện VICEM có 10 thành viên sản xuất trực thuộc, 16 dây chuyền với công suất 27 triệu tấn xi măng/năm, chiếm 35% thị phần tiêu thụ cả nước. Bên cạnh đó, VICEM quản lý 3 công ty cung ứng nguyên, nhiên liệu chính cho các thành viên sản xuất, đồng thời phân vùng địa bàn kinh doanh với các thành viên trực thuộc.

Các đơn vị thành viên trực thuộc Tổng công ty VICEM và địa bàn phân vùng

Các đơn vị thành viên	Địa bàn kinh doanh	Công suất (triệu tấn/năm)
VICEM Hạ Long	Quảng Ninh	2,1
VICEM Hoàng Thạch	Hải Dương, Bắc Giang, Hưng Yên	3,5
VICEM Hải Phòng	Hải Phòng	1,4
VICEM Sông Thao	Phú Thọ	1,9
VICEM Bút Sơn	Hà Nam, Hòa Bình, Sơn La	3
VICEM Tam Điệp	Ninh Bình	1,4
VICEM Bỉm Sơn	Thanh Hóa, Nam Định, Quảng Trị	3,4
VICEM Hoàng Mai	Nghệ An	1,6
VICEM Hải Vân	Đà Nẵng	0,6
VICEM Hà Tiên	TPHCM, Bình Dương, Long An	6,5

Nguồn: Tổng Công ty VICEM, FPTs Research

Các thành viên cung cấp nhiên liệu, phụ gia và bao bì trực thuộc Tổng công ty VICEM

Đơn vị thành viên	Thành lập	Mặt hàng cung ứng
VICEM Năng lượng và Môi trường	1990	Than cám
VICEM Thương mại Xi măng	1993	Thạch cao
VICEM Bao bì Bỉm Sơn	1992	Bao bì xi măng

Nguồn: Tổng Công ty VICEM, FPTs Research

2. Phụ lục: Tiêu chuẩn sản xuất xi măng của Bộ Xây dựng ([quay lại tổng quan doanh nghiệp](#))

Có 2 tiêu chuẩn chính được áp dụng cho các sản phẩm xi măng: TCVN (bắt buộc sử dụng trong Việt Nam) và ASTM (khuyến khích sử dụng tại các thị trường xuất khẩu).

Tiêu chuẩn Việt Nam (TCVN) bao gồm 2 loại:

Tiêu chuẩn xi măng Poóc-lăng thông thường (TCVN 2682:2020)	Tiêu chuẩn xi măng Poóc-lăng hỗn hợp (TCVN 6260:2020)
Điểm quan trọng: Không sử dụng phụ gia đá vôi quá 5% khối lượng sản phẩm. Thời gian bảo quản chất lượng là 60 ngày kể từ ngày sản xuất. Tiêu chuẩn này đã được tham khảo và điều chỉnh từ các tiêu chí có sẵn trong TCVN 2682:2009, trong đó điều chỉnh tỷ lệ phụ gia khoáng MgO và hàm lượng mất khí nung khi sử dụng và không sử dụng phụ gia đá vôi.	Điểm quan trọng: Không sử dụng phụ gia quá 50% khối lượng sản phẩm. Thời gian bảo quản chất lượng là 60 ngày kể từ ngày sản xuất. Tiêu chuẩn này được điều chỉnh từ TCVN 6260:2009, trong đó tỷ lệ phụ gia chỉ được chiếm không quá 40% so với khối lượng sản phẩm.

Nguồn: Bộ Xây Dựng, VNCA, FPTs Research

Tiêu chuẩn America Society for Testing and Materials (ASTM): Sử dụng rộng rãi đối với các sản phẩm xi măng xuất khẩu. **Điểm quan trọng:** Yêu cầu kỹ thuật bảo quản chặt chẽ hơn và thời gian bảo quản thấp hơn TCVN.

3. Phụ lục: Công nghệ sản xuất ([quay lại công nghệ sản xuất](#))

Có 2 công nghệ sản xuất chính được sử dụng để sản xuất xi măng bao gồm: Lò đứng và lò quay.

- Lò quay: Được chia ra làm hai loại: lò quay ướt và lò quay khô. Trong đó, lò quay khô là cải tiến từ công nghệ lò quay ướt và được sử dụng phổ biến nhất hiện nay, đặc biệt là ở Việt Nam (Chiếm 98% dây chuyền cả nước).
- Lò đứng: Loại công nghệ sản xuất xi măng lâu đời nhất, tuy nhiên đã trở nên lạc hậu, hiệu suất sản xuất kém hơn công nghệ lò quay khô và gây ô nhiễm hơn. Hiện tại, Việt Nam đã loại bỏ hẳn công nghệ sản xuất này và thay thế bằng công nghệ lò quay.

Công nghệ lò đứng		Công nghệ lò quay	
		Lò quay ướt	Lò quay khô
- Làm việc gián đoạn do liên tục bị kẹt nguyên liệu - Phối liệu được cấp vào theo từng mẻ, đi từ trên xuống khiến chất lượng nung không đều - Phải trải qua giai đoạn sấy giảm độ ẩm tổn nhiệt trung bình - Lượng khí thải cao nhất	- Làm việc liên tục do nguyên liệu được đảo đều trong quá trình nung - Phối liệu được trộn liên tục nên chất lượng nung đồng đều - Phải trải qua giai đoạn sấy giảm độ ẩm tổn nhiệt lớn - Lượng khí thải trung bình	- Làm việc liên tục do nguyên liệu được đảo đều trong quá trình nung - Phối liệu được trộn liên tục nên chất lượng nung đồng đều - Sử dụng tháp trao đổi nhiệt liên tục sấy trong quá trình sản xuất nên không tổn nhiều nhiệt - Lượng khí thải thấp	
Chất lượng sản phẩm không tốt, không ổn định. Hao tổn nhiều năng lượng và hiệu suất thấp		Chất lượng sản phẩm tốt và ổn định. Hao tổn nhiều năng lượng nhất mặc dù hiệu suất cao.	Chất lượng sản phẩm tốt và ổn định nhất. Ít hao tổn nhiệt và hiệu suất cao.

Nguồn: VNCA, FPTs Research

4. Phụ lục: Chi tiết ước tính chi phí vận chuyển nguyên liệu của HT1 ([quay lại đá vôi, đất sét](#))

Xe tải

- Sản lượng vận chuyển: 19.500 tấn/ngày tương đương 2.170 tấn/giờ (theo sản lượng đá vôi và đất sét sử dụng năm 2022 của HT1 và thời gian làm việc tiêu chuẩn)
- Khoảng cách vận chuyển: 10km (khoảng cách trung bình từ các mỏ về nhà máy)
- Trọng tải xe: 18 tấn (trọng tải xe chở đá chuyên dụng)
- Số lượng xe: 20 xe (dựa trên số lượng đá vôi phải chở theo giờ)
- Số lượt xe đi trong 1 giờ: 12 lượt
- Tiêu hao nhiên liệu: 18 lít nhiên liệu/100 km

Băng chuyền

- Công suất: 1.000 tấn/giờ
- Số lượng: Bao gồm 1 băng chuyền dài 11km tại nhà máy Bình Phước và 4 băng chuyền dài 2km tại nhà máy Kiên Lương và các trạm nghiền còn lại.
- Chiều dài: 10 km (khoảng cách trung bình từ các mỏ về nhà máy)
- Tiêu thụ nhiên liệu: 138,5 KWh/km (tham khảo EngineeringToolbox.com)

Chúng tôi thực hiện so sánh chi phí giữa hai phương thức vận chuyển của HT1 như sau:

	Xe tải	Băng chuyền
Tiêu hao nhiên liệu	18 lít/100 km	2.632 KWh
Chi phí nhiên liệu	9.331.632 đồng/giờ	4.958.688 đồng/giờ
Tần suất vận chuyển hàng hóa	108,5 tấn/giờ	1.000 tấn/giờ
Ước tính cắt giảm chi phí		46,7%

Nguồn: EngineeringToolbox.com, EVN, PVN, HT1, FPT Research

5. Phụ lục: Chi tiết ước tính độ phủ của hệ thống phân phối

Chúng tôi tiến hành ước tính độ phủ của hệ thống phân phối của HT1 như sau:

Chỉ tiêu	Kết quả	Diễn giải
Giá xi măng HT1 (đồng)	1.890.000	
Tỷ lệ chiết khấu tối đa cho nhà phân phối (%/giá bán)	0,3%	
Chi phí vận chuyển chiết khấu tối đa cho phép (đồng)	378.000	
Cước vận chuyển xi măng bình quân (đồng/tấn/km)	5.786	Tính theo giá cước của một số đơn vị vận chuyển trên địa bàn TPHCM và Khánh Hòa
Khoảng cách tối ưu (km)	65,3	Cước vận chuyển/Chi phí tối đa cho phép
Diện tích bao phủ thị trường của các trạm nghiền trực thuộc HT1 (km ²)	67.020	Tính theo công thức diện tích đường tròn với khoảng cách tối ưu là bán kính
Độ phủ của hệ thống phân phối của HT1 (%)	86%	Lấy diện tích bao phủ/diện tích toàn thị trường miền Nam

Nguồn: HT1, FPT Research

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: (84.28) 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