

CÔNG TY CỔ PHẦN XI MĂNG VICEM HÀ TIỀN (HSX: HT1)
Nguyễn Thị Hồng Nhung

Chuyên viên tư vấn đầu tư

Email: nhungnth@fpts.com.vn

Trịnh Đức Thành

Chuyên viên phân tích

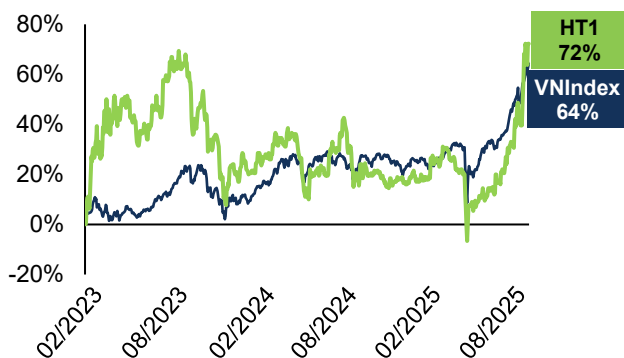
Email: thanhtd@fpts.com.vn

Người phê duyệt báo cáo:

Lê Thị Hòa

Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

Email: hoalt@fpts.com.vn

Biến động giá cổ phiếu HT1 và VNIndex


Thông tin giao dịch		20/08/2025
Giá đóng cửa (đồng/cp)		16.700
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)		17.150
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)		9.300
Số lượng CP niêm yết (cp)		381.589.911
Số lượng CP lưu hành (cp)		381.589.911
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)		1.746.204
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		2,72
Vốn hóa (tỷ đồng)		6.543
EPS Trailing 12 tháng (đồng/cp)		385
P/E Trailing 12 tháng		44,52x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Xi măng VICEM Hà Tiên
Địa chỉ	604 Võ Văn Kiệt, phường Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh.
HĐKD chính	Sản xuất và kinh doanh xi măng
Chi phí chính	Chi phí than cám, đá vôi và đất sét
Rủi ro chính	Biến động chi phí than đầu vào

 Giá hiện tại: **16.700**

 Giá mục tiêu: **16.800**

 Tăng/Giảm: **+0,6%**

Khuyến nghị

THEO DÕI
TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC ĐÃ PHẢN ÁNH VÀO GIÁ

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu HT1, mức giá mục tiêu là **16.800 đồng/cp**, cao hơn **0,6%** so với mức giá đóng cửa ngày 20/08/2025 bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do. Nhà đầu tư có thể cân nhắc mua cổ phiếu tại mức giá 14.600 đồng/cp với mức sinh lời kỳ vọng 15% dựa trên các luận điểm đầu tư:

TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2025F

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025F của HT1 tăng trưởng tích cực với doanh thu thuần đạt 7.744 tỷ đồng (+12% YoY), lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 883 tỷ đồng (+37% YoY) và 231 tỷ đồng (+283% YoY). Cụ thể:

- **Mảng xi măng (98% DTT, 88% LNG):** (1) Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ +7% YoY, đạt 5,84 triệu tấn với kỳ vọng hoạt động xây dựng dân dụng tại TP.HCM tiếp đà phục hồi theo ngành bất động sản và hoạt động xây dựng hạ tầng khu vực miền Nam tiếp tục đẩy mạnh ([chi tiết](#)) và (2) Biên lợi nhuận gộp tăng trưởng +1,3đpt YoY, đạt 10,4% nhờ giá than Newcastle năm 2025F dự báo giảm -15% YoY ([chi tiết](#)).
- **Mảng thu phí BOT (2% DTT, 11% LNG):** giúp cải thiện biên lợi nhuận của HT1 nhờ hoạt động với biên LNG dự phóng 70%. Chúng tôi ước tính mảng này sẽ đóng góp tăng thêm ~1đpt vào biên lợi nhuận gộp mỗi năm của HT1 trong giai đoạn 2025F – 2030F. ([chi tiết](#))

YẾU TỐ THEO DÕI

Biến động giá than. Than cám chiếm ~30% trong cơ cấu chi phí nguyên liệu đầu vào của HT1. 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. ([chi tiết](#))

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH H1.2025

Doanh thu thuần đạt 3.518 tỷ đồng (+3,4% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 103 tỷ đồng (+388% YoY) do (1) tăng trưởng sản lượng tiêu thụ +10% YoY, đạt 2,81 triệu tấn khi hoạt động xây dựng tại miền Nam phục hồi ([chi tiết](#)) và (2) biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 11,5% (+2,3 đpt YoY) nhờ giá than Newcastle và giá than nhập khẩu Úc lần lượt giảm -23% YoY và -27% YoY giúp giảm chi phí sản xuất và đóng góp từ mảng thu phí BOT. ([chi tiết](#))

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Thông tin doanh nghiệp.



Công ty cổ phần Xi măng VICEM Hà Tiên thành lập năm 1964. Năm 2007, Công ty niêm yết trên sàn HOSE với mã cổ phiếu là HT1. Hiện tại HT1 có vốn điều lệ 3.815 tỷ đồng cùng 381,5 triệu cổ phiếu đang lưu hành trên TTCK.

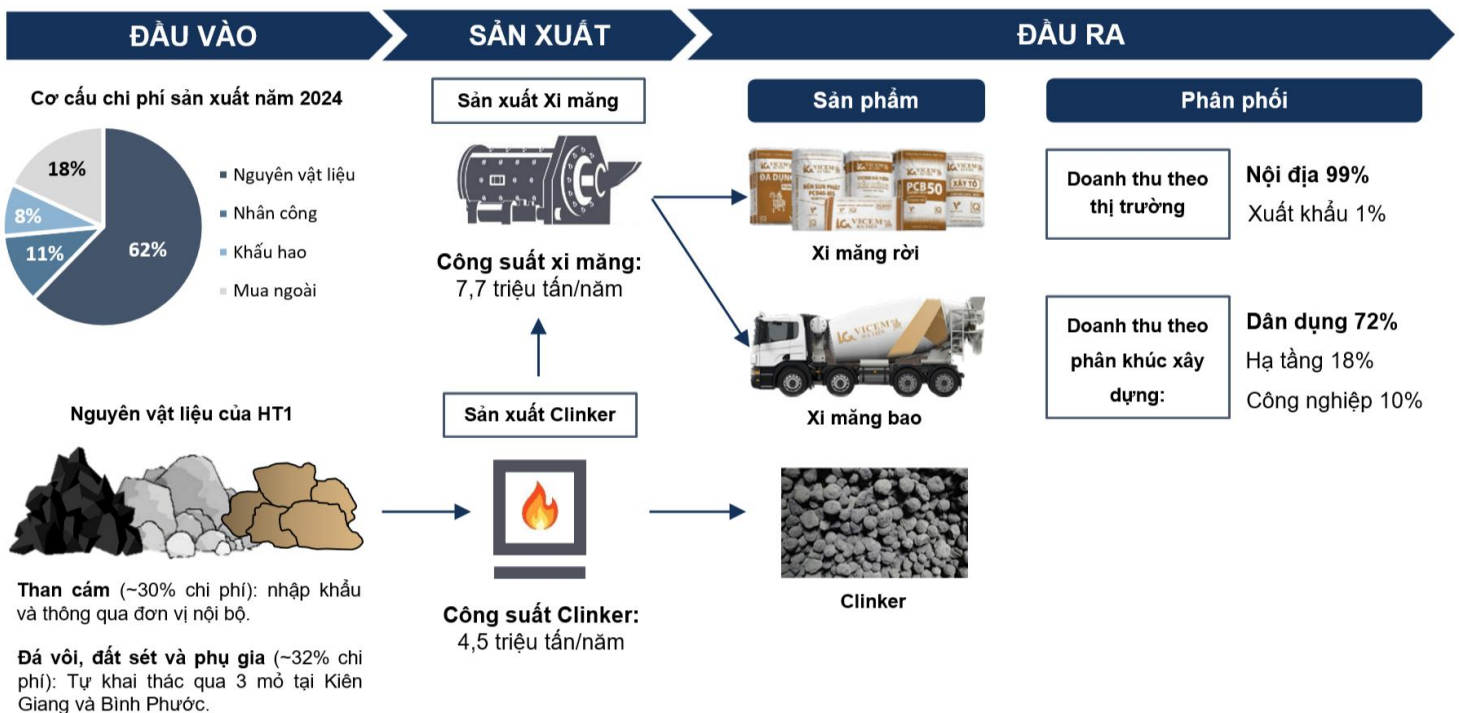
2. Hoạt động kinh doanh chính.

HT1 đang hoạt động chính ở mảng xi măng (chiếm 98% doanh thu thuần, 88% lợi nhuận gộp trong H1.2025) – sản xuất, kinh doanh xi măng và clinker. Từ T9/2024 HT1 hoạt động thêm mảng mới là Mảng thu phí BOT (chiếm 2% doanh thu thuần, 11% lợi nhuận gộp trong H1.2025) – hoạt động thu phí đường bộ thông qua trạm thu phí B.O.T Phú Hữu.

3. Chuỗi giá trị và quy trình hoạt động của Mảng xi măng.

Quy trình sản xuất xi măng của HT1 bắt đầu từ việc sử dụng các nguyên liệu gồm than cám, đá vôi, đất sét và phụ gia (chiếm 62% chi phí sản xuất) để đưa vào sản xuất clinker. Clinker sau đó được sử dụng để tiếp tục sản xuất ra xi măng thành phẩm hoặc đem bán trực tiếp ra thị trường.

Sản phẩm đầu ra của HT1 bao gồm: Xi măng dạng bao và dạng rời (chiếm 95% doanh thu mảng xi măng) và clinker (chiếm 5% doanh thu mảng xi măng). Trong đó, phần lớn sản lượng được tiêu thụ tại **thị trường nội địa (chiếm 99% doanh thu mảng xi măng)**, với khách hàng chủ yếu đến từ hai phân khúc là **xây dựng dân dụng và hạ tầng (chiếm 90% doanh thu mảng xi măng)**.



Tính đến 08/2025, HT1 đang sở hữu hệ thống sản xuất bao gồm 2 nhà máy và 3 trạm nghiền, **vị trí phân bố nhà máy và tiêu thụ tập trung chủ yếu ở khu vực miền Nam**. Công suất sản xuất của HT1 đạt mức ~4,5 triệu tấn clinker/năm và ~7,7 triệu tấn xi măng/năm, lần lượt chiếm 61% và 32% tổng công suất sản xuất toàn miền Nam.

B. CẬP NHẬT & ĐÁNH GIÁ KẾT QUẢ KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2025

Kết thúc H1.2025, HT1 ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng ấn tượng với doanh thu thuần đạt 3.518 tỷ đồng (+3,4% YoY), lợi nhuận gộp đạt 406 tỷ đồng (+45% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 103 tỷ đồng (+388% YoY). Ba chỉ tiêu này lần lượt hoàn thành 49%, 52% và 52% kế hoạch kinh doanh điều chỉnh năm 2025 được HT1 đề ra.

Động lực tăng trưởng đến từ (1) Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xi măng khi hoạt động xây dựng tại miền Nam hồi phục và (2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá than giảm và đóng góp từ mảng thu phí BOT đi vào hoạt động.

Đơn vị: Tỷ đồng	H1.2025	%YoY	Giải thích
Doanh thu thuần	3.518	+3,4%	
(1) Mảng Xi măng và clinker	3.447	+1,5%	(1) Mảng xi măng: doanh thu tăng trưởng đến từ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xi măng +9,6% YoY nhờ hoạt động xây dựng tại miền Nam hồi phục, giá bán bình quân giảm -6,1% YoY do tiêu thụ sản phẩm mới có giá bán thấp.
(2) Mảng thu phí BOT	60		
(3) Khác	11	+68%	(2) Mảng thu phí BOT: trạm thu phí BOT Phú Hữu bắt đầu đi vào hoạt động từ T9/2024 giúp đóng góp vào doanh thu.
Lợi nhuận gộp	406	+45%	
Biên LNG	11,5%	+3,0đpt	
(1) Mảng Xi măng và clinker	357	+28%	(1) Mảng xi măng: BLNG tăng trưởng nhờ giá than Newcastle và giá than nhập khẩu Úc giảm lần lượt -23% và -27% YoY.
Biên LNG	10,4%	+2,2đpt	
(2) Mảng thu phí BOT	44		(2) Mảng thu phí BOT: hoạt động với BLNG cao 73% giúp cải thiện BLNG của HT1.
Biên LNG	72,8%		
(3) Khác	5	+279%	
Biên LNG	47,9%	+27đpt	
Doanh thu tài chính	8	+529%	
Chi phí tài chính	44	+2,7%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	25	-16%	Lãi vay giảm nhờ giảm vay ngắn hạn và lãi suất cho vay bình quân giảm (lãi suất cho vay H1.2025 -0,8đpt YoY, đạt 7,8%/năm). (phụ lục 1)
Chi phí bán hàng	91	+5,3%	
Chi phí QLDN	136	-0,5%	
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	143	+769%	
Lợi nhuận trước thuế	129	+391%	
Lợi nhuận sau thuế	103	+388%	

Nguồn: HT1, FPTS tổng hợp

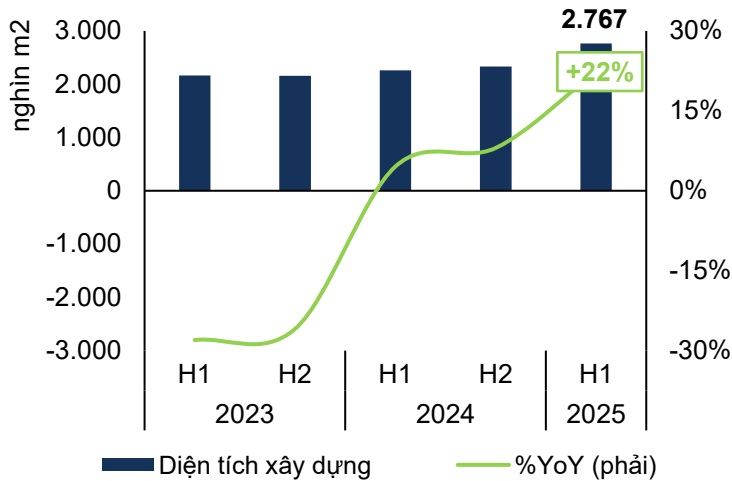
1. Sản lượng tăng trưởng nhờ hoạt động xây dựng khu vực miền Nam hồi phục.

Sản lượng tiêu thụ xi măng trong H1.2025 của HT1 +10% YoY, đạt 2,81 triệu tấn. Sản lượng tiêu thụ xi măng đạt mức tăng trưởng cao nhất trong nhiều năm được thúc đẩy bởi hoạt động xây dựng miền Nam phục hồi. Cụ thể:

(1) Hoạt động xây dựng dân dụng tại TP.HCM – thị trường tiêu thụ chính của HT1 hồi phục rõ nét. Diện tích sàn nhà ở xây dựng mới tại TP.HCM tăng mạnh +22% YoY nhờ các chính sách tháo gỡ pháp lý đang dần đem lại hiệu quả cho thị trường bất động sản.

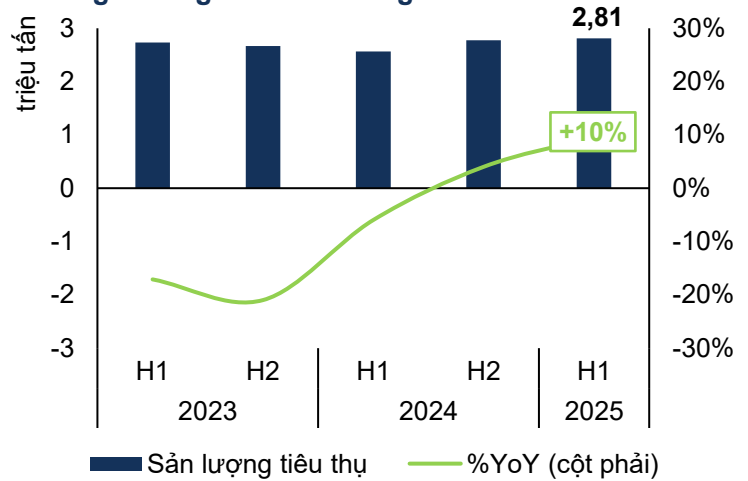
(2) Hoạt động xây dựng hạ tầng tại miền Nam cũng khả quan hơn, giải ngân vốn đầu tư công tại khu vực miền Nam trong H1.2025 đạt 67 tỷ đồng (+29% YoY) nhờ các dự án hạ tầng trọng điểm tại miền Nam đồng loạt được triển khai như cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2, sân bay Long Thành giai đoạn 1,...[\(quay lại\)](#)

Diện tích sàn nhà ở xây dựng mới TP.HCM trong H1.2025 +22% YoY



Nguồn: Cục thống kê TP.HCM, FPTS tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ H1.2025 của HT1 +10% YoY, tăng trưởng cao nhất trong nhiều năm



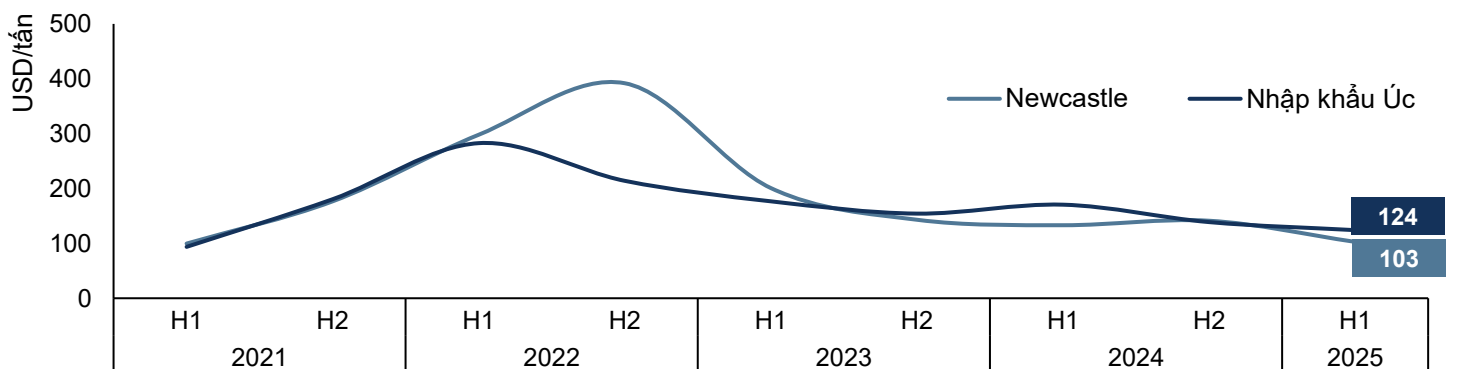
Nguồn: HT1, VNCA, FPTS tổng hợp

2. Biên lợi nhuận gộp tăng trưởng nhờ giá than đầu vào hạ thấp và đóng góp từ trạm thu phí BOT đi vào hoạt động.

Biên lợi nhuận gộp của HT1 trong H1.2025 tăng lên 11,5% (+2,3đpt YoY) nhờ tác động kép đến từ:

(1) Mảng xi măng: BLNG cải thiện lên 10,4% (+2,2đpt YoY) nhờ giá than đầu vào tiếp tục hạ thấp. Cụ thể, giá than Newcastle và giá than nhập khẩu Úc trong H1.2025 lần lượt giảm còn 103 USD/tấn (-23% YoY) và 124 USD/tấn (-27% YoY) do nguồn cung tăng mạnh trong khi nhu cầu tại hai thị trường tiêu thụ than lớn nhất thế giới là Trung Quốc và Ấn Độ suy yếu. Bên cạnh đó, xu hướng chuyển dịch sang năng lượng tái tạo trong sản xuất điện ngày càng tăng cao cũng góp phần làm suy giảm nhu cầu tiêu thụ than.

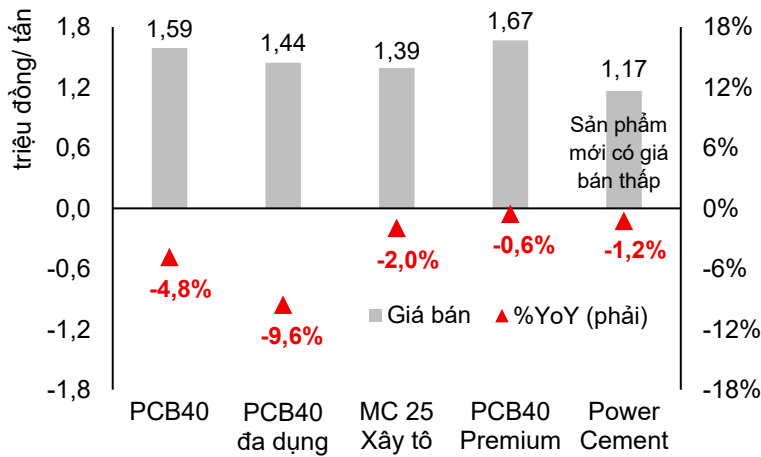
Giá than điều chỉnh giảm trong H1.2025



Nguồn: Worldbank, GSO, FPTS tổng hợp

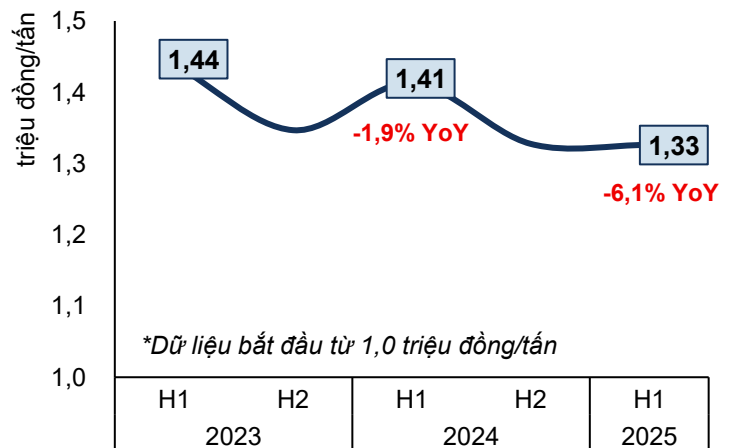
Bên cạnh đó, giá bán bình quân của HT1 giảm xuống còn 1,33 triệu đồng/tấn (-6,1% YoY) do (1) Tiêu thụ sản phẩm mới có giá bán thấp: vào 09/2023 và 10/2024, HT1 lần lượt ra mắt 2 sản phẩm mới là xi măng Power Cement và Hà Tiên 2, có giá bán đạt ~1,2 triệu đồng/tấn - thấp hơn so với các sản phẩm cũ ~33% nhằm cạnh tranh trực tiếp với các thương hiệu xi măng giá rẻ và (2) HT1 cũng điều chỉnh giảm giá bán các sản phẩm xi măng cũ trước đây khi giá than đầu vào hạ thấp (chi phí than chiếm ~30% chi phí SXKD của HT1), đây cũng là xu hướng chung của ngành khi các thương hiệu xi măng miền Nam cũng đồng loạt hạ giá bán trong bối cảnh cạnh tranh và dư thừa nguồn cung xi măng nội địa (phụ lục 2).

Giá bán một số loại xi măng H1.2025 theo công bố của HT1 giảm svck và sản phẩm mới có giá bán thấp



Nguồn: Sở Xây dựng TP.HCM, FPTS tổng hợp

Giá bán bình quân H1.2025 của HT1 giảm -6,1% YoY

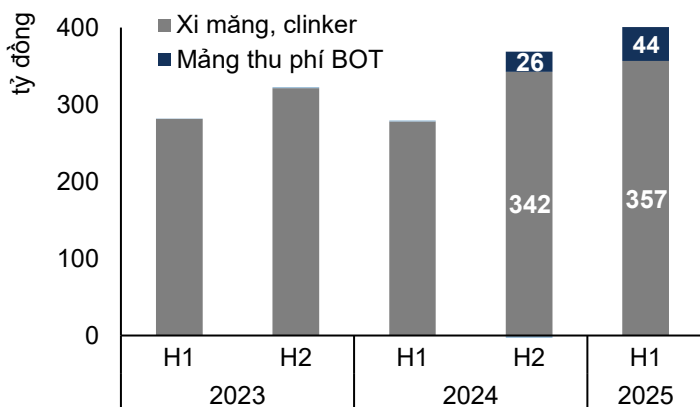


*Dữ liệu bắt đầu từ 1,0 triệu đồng/tấn

Nguồn: HT1, FPTS tổng hợp

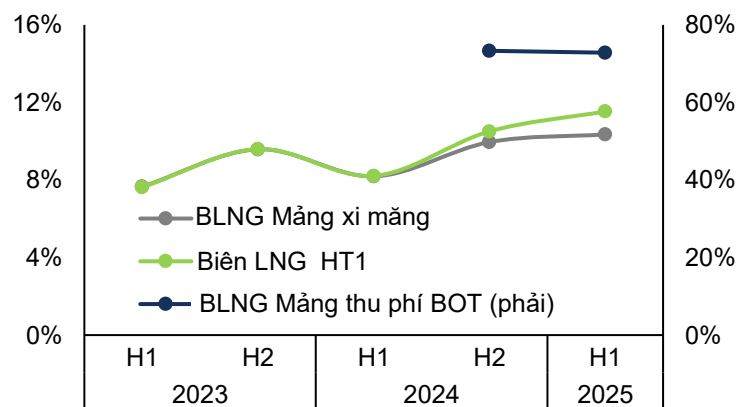
(2) Mảng thu phí BOT: đóng góp vào lợi nhuận gộp của HT1 khi trạm thu phí BOT Phú Hữu bắt đầu đi vào hoạt động thu phí không dừng từ 09/2024 (phụ lục 3). Trong H1.2025, lợi nhuận gộp mảng này đạt 44 tỷ đồng. Do hoạt động với biên lợi nhuận gộp (72,8%) cao hơn mảng xi măng (10,4%) nên mảng này cũng góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp của HT1. (quay lại)

Đóng góp lợi nhuận của Mảng thu phí BOT cao hơn trong H1.2025



Nguồn: HT1, FPTS tổng hợp

BLNG của HT1 cải thiện nhờ giá than hạ thấp và đóng góp từ mảng thu phí BOT có BLNG cao



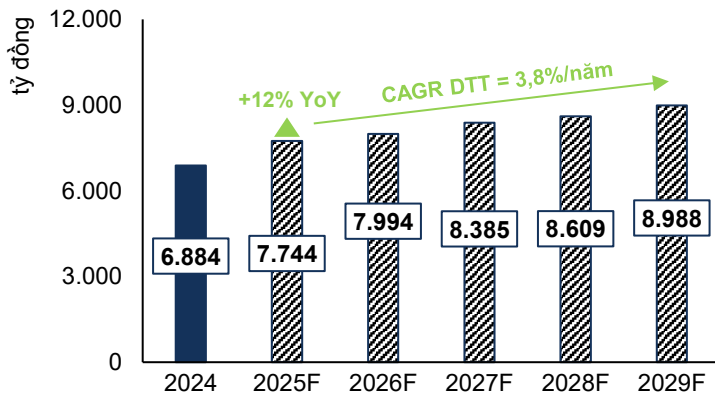
Nguồn: HT1, FPTS tổng hợp

C. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2025

Trong ngắn hạn (2025F) chúng tôi dự phóng KQKD của HT1 tăng trưởng tích cực với:

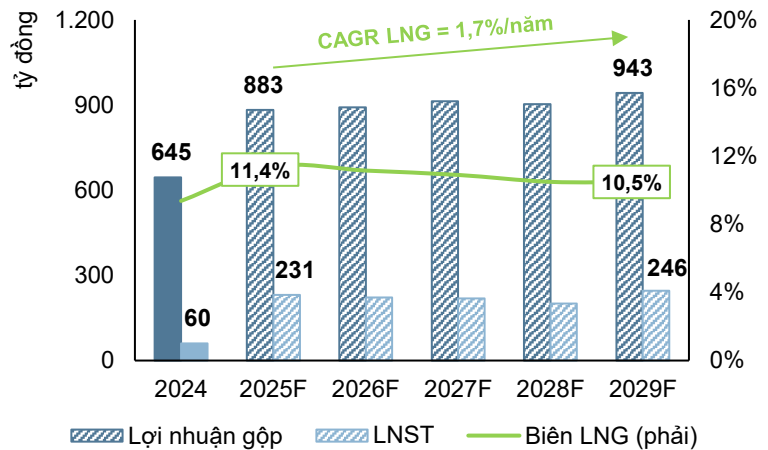
- **Doanh thu thuần đạt 7.744 tỷ đồng (+12% YoY), lợi nhuận gộp và LNST lần lượt đạt 883 tỷ đồng (+37% YoY) và 230 tỷ đồng (+283% YoY).** Động lực chính đến từ (1) Dự phóng sản lượng tiêu thụ đạt 5,84 triệu tấn (+7% YoY) nhờ hoạt động xây dựng khu vực miền Nam tiếp tục đà phục hồi và (2) Biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá than dự báo giảm và đóng góp lợi nhuận từ Mảng thu phí BOT.

Dự phóng doanh thu HT1 giai đoạn 2025F - 2029F



Nguồn: HT1, FPTs dự phóng

Dự phóng lợi nhuận HT1 giai đoạn 2025F - 2029F



Nguồn: HT1, FPTs dự phóng

Tuy nhiên trong dài hạn (giai đoạn 2025F-2029F) chúng tôi dự phóng KQKD của HT1 tăng trưởng chậm hơn với CAGR 2025F – 2029F của doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 3,8%/năm và 1,7%/năm do (1) Doanh thu bị kìm hãm mức tăng khi giá bán bình quân giảm dần với CAGR = -0,8%/năm và (2) Biên lợi nhuận gộp HT1 thu hẹp về mức 10,5% trong năm 2029F do hiệu quả mảng xi măng giảm dần. Cụ thể:

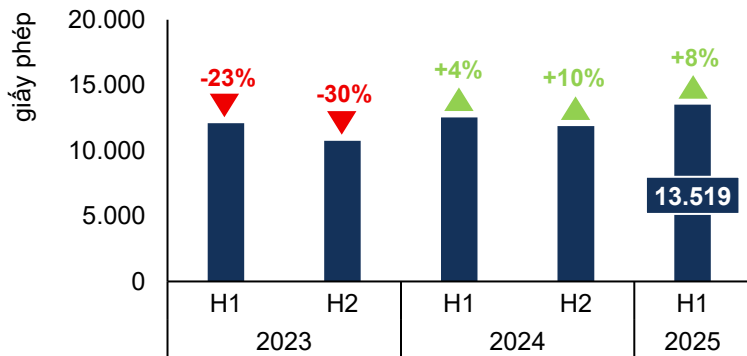
I. Mảng xi măng: Tăng trưởng năm 2025F nhờ hoạt động xây dựng tại miền Nam tiếp đà phục hồi.

1. Sản lượng tăng trưởng nhờ hoạt động xây dựng miền Nam tiếp tục phục hồi.

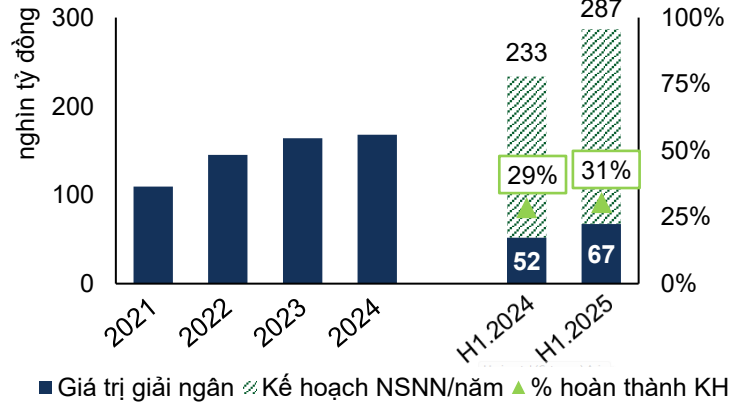
Trong năm 2025F, Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ xi măng của HT1 tăng trưởng khả quan 7% YoY, đạt 5,84 triệu tấn nhờ:

(1) Kỳ vọng hoạt động xây dựng dân dụng tại TP.HCM tiếp tục cải thiện. Số lượng giấy phép xây dựng mới và sửa chữa lớn được cấp tại TP.HCM trong H1.2025 tăng trưởng +8% YoY, tạo kỳ vọng sẽ được khởi công trong H2.2025. Bên cạnh đó, thị trường miền Nam cũng kỳ vọng tiếp đà phục hồi theo ngành bất động sản khi (1) Các chính sách pháp lý được ban hành nhằm tháo gỡ khó khăn cho ngành bất động sản và (2) Chính sách tiền tệ nới lỏng tiếp tục duy trì mặt bằng lãi suất thấp đã hỗ trợ thúc đẩy tín dụng cho bất động sản (tăng trưởng tín dụng bất động sản tăng gấp đôi tăng trưởng tín dụng chung trong nhiều quý gần đây – [phụ lục 4](#))

(2) Kỳ vọng hoạt động xây dựng hạ tầng tại miền Nam tiếp tục đẩy mạnh khi Chính phủ đã thực hiện các biện pháp thúc đẩy giải ngân đúng tiến độ. Tình hình giải ngân vốn đầu tư công cũng dần thể hiện khả quan hơn so với các giai đoạn trước (H1.2025 hoàn thành 31% KH2025, +2đpt YoY). Kế hoạch vốn đầu tư công phân bổ tại khu vực miền Nam trong năm 2025F cũng tăng 70% so với thực hiện 2024, do đó HT1 kỳ vọng sẽ được hưởng lợi khi đang là nhà cung cấp xi măng cho các dự án trọng điểm tại miền Nam như Sân bay Long Thành, dự án Đường Vành đai 2, Vành đai 3, cao tốc Bắc Nam và cao tốc khu vực Mê Kông...

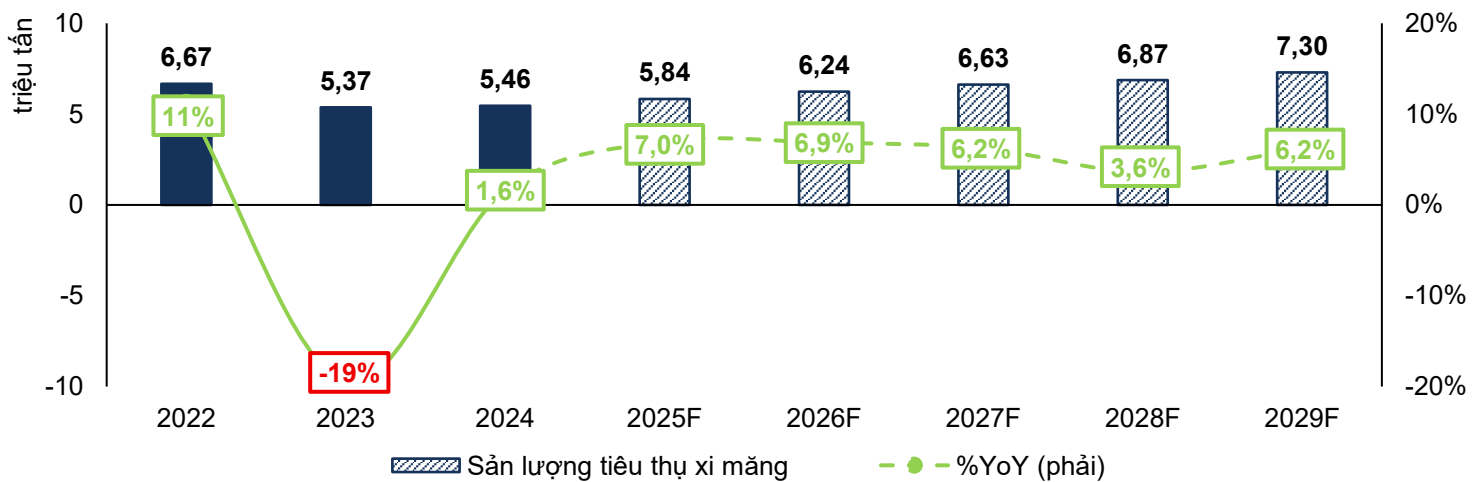
Số lượng giấy phép xây dựng mới và sửa chữa lớn được cấp tại TP.HCM +8% YoY


Nguồn: Cục thống kê TP.HCM, FPTS tổng hợp

Giá trị vốn đầu tư công thực hiện khu vực miền Nam H1.2025 đạt 31% KH2025 (+2đpt YoY)


Nguồn: Bộ Tài chính, FPTS tổng hợp

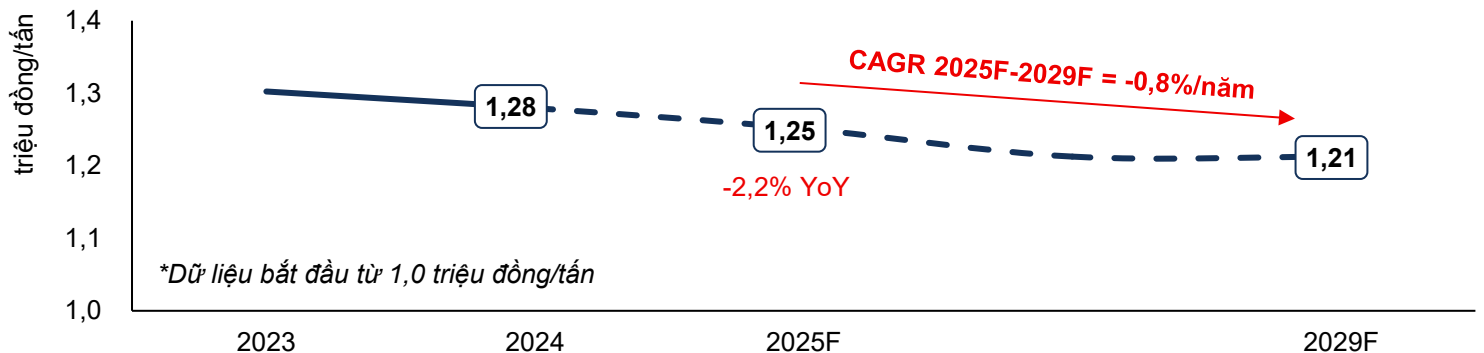
Trong giai đoạn 2025F – 2029F, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ xi măng của HT1 tăng trưởng với CAGR=5,3%/năm nhờ hoạt động xây dựng được thúc đẩy bởi triển vọng ngành xây dựng tại Việt Nam khả quan, dự báo tăng trưởng trong giai đoạn 2026F – 2029F lần lượt 7,5%, 6,9%, 6,8% và 6,8%/năm (Theo BMI). [\(quay lại\)](#)

Sản lượng tiêu thụ xi măng dự phóng giai đoạn 2026F - 2029F với CAGR = 5,3%/năm


Nguồn: HT1, FPTS dự phóng

2. Giá bán bình quân giảm dần do xu hướng tiêu thụ xi măng giá thấp.

Chúng tôi dự phóng giá bán bình quân năm 2025F của HT1 sẽ giảm -2,2% YoY, đạt 1,25 triệu đồng/tấn khi HT1 chuyển đổi cơ cấu sản phẩm thêm các sản phẩm mới ra mắt có giá thấp kéo theo việc giảm giá bán bình quân từ một mức nền tương đối cao của năm 2024.

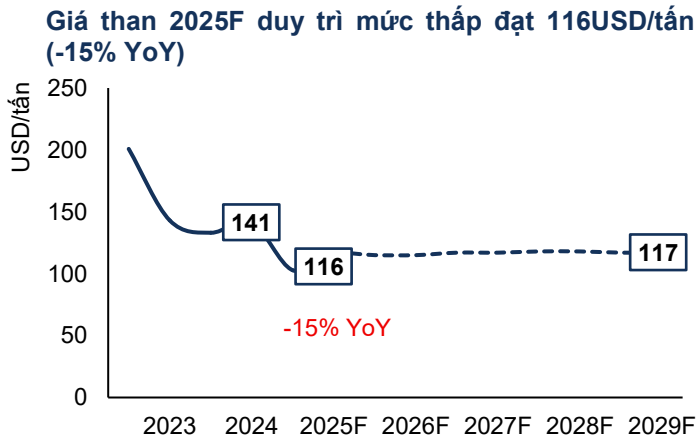
Giá bán bình quân năm 2025F -2,2% YoY


Nguồn: HT1, FPTS dự phóng

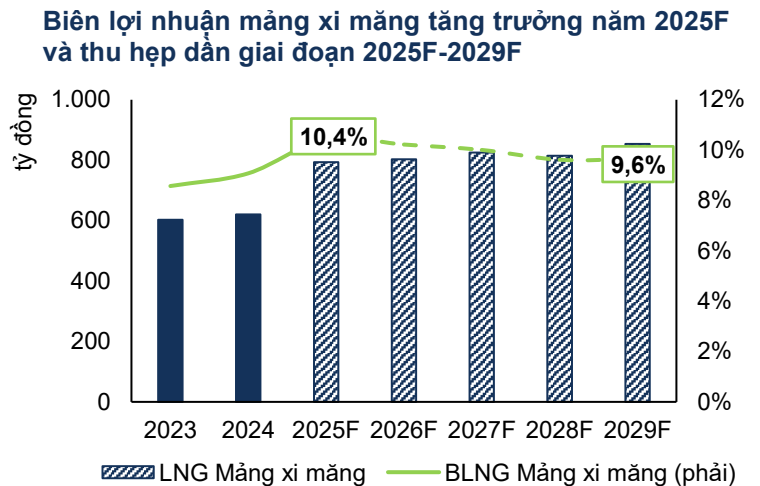
Trong giai đoạn 2025F-2029F giá bán bình quân giảm với CAGR = -0,8%/năm, về mức 1,21 triệu đồng/tấn. Dựa trên giả định HT1 sẽ đẩy mạnh tiêu thụ các dòng sản phẩm phân khúc giá thấp (Power Cement, Hà Tiên 2 – PCB40) khi xu hướng tiêu dùng xi măng trong tương lai sẽ ưu tiên về yếu tố giá. Chúng tôi dự phóng giá bán sẽ giảm dần đến hết năm 2027F sau đó sẽ duy trì và đi ngang khi cơ cấu sản lượng đã thiết lập mức nền mới ổn định.

3. Biên lợi nhuận gộp mảng xi măng tích cực trong năm 2025F nhờ giá than duy trì mức thấp, tuy nhiên hiệu quả lợi nhuận giảm dần trong dài hạn.

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng xi măng cả năm 2025F sẽ tiếp tục duy trì tích cực như trong H1.2025 là 10,4% (+1,3đpt YoY) nhờ giá than Newcastle năm 2025F dự báo giảm -15% so với năm 2024, về mức 116 USD/tấn (Theo Worldbank).



Nguồn: Worldbank



Nguồn: HT1, FPTS dự phóng

Trong dài hạn, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của HT1 sẽ giảm dần về mức 9,6% đến năm 2029F do giá bán bình quân giảm dần và không còn dư địa tăng trưởng do cạnh tranh gay gắt về giá của các DN xi măng trong ngành, trong khi chi phí đầu vào như giá than dự báo vẫn duy trì quanh mức 116 - 118 USD/tấn (Theo Worldbank), và giá bán điện (chiếm 18% chi phí SXKD của HT1) cũng sẽ có xu hướng tăng trong dài hạn do chuyển dịch nguồn cung sang các loại hình điện có chi phí sản xuất cao hơn (theo EVN, phụ lục 5),... (quay lại)

II. Mảng thu phí BOT: tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận của HT1 trong giai đoạn 2025F-2030F.

Dự phóng Mảng thu phí BOT 2025F

Chỉ tiêu	Giá trị dự phóng
(1) Lưu lượng xe qua trạm/ngày	4.912 lượt
(2) Số ngày hoạt động/năm	365 ngày
(3) Giá vé trung bình/xe	67.667 đồng
Doanh thu/năm (1) x (2) x (3)	121 tỷ đồng
Lợi nhuận gộp/năm	85 tỷ đồng

Nguồn: HT1, FPTS dự phóng

Chúng tôi dự phóng mảng thu phí BOT đóng góp trung bình 121 tỷ đồng doanh thu và 85 tỷ đồng lợi nhuận gộp mỗi năm (chiếm ~1,6% doanh thu thuần và ~9,6% LNG của HT1), dựa trên giả định lưu lượng xe trung bình 4.912 lượt xe/ngày, giá vé bình quân 67.667 đồng/xe. Biên lợi nhuận dự phóng tương đối cao (~70%) do chi phí giá vốn của mảng này ở mức thấp, chủ yếu bao gồm chi phí khấu hao (~34 tỷ đồng/năm), và các chi phí quản lý trạm thu và duy tu sửa chữa vận hành duy trì ở tỷ lệ ổn định. Chúng tôi ước tính mảng này sẽ đóng góp thêm ~1đpt vào biên lợi nhuận gộp mỗi năm của HT1. (quay lại)

D. YẾU TỐ THEO DÕI

1. Biến động giá than.

Than cám chiếm ~30% 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 lần 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. (quay lại)

E. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

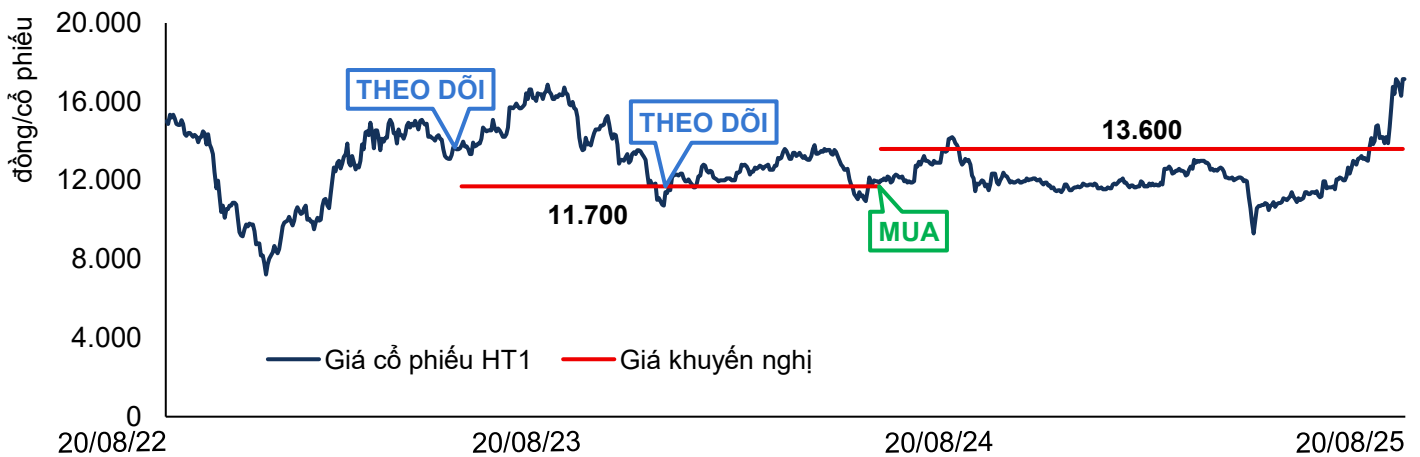
Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI – CHỜ MUA** với cổ phiếu HT1 với mức giá mục tiêu là **16.800 đồng/cp**, cao hơn **0,6%** so với mức giá đóng cửa ngày 20/08/2025. Nhà đầu tư có thể cân nhắc mua cổ phiếu tại mức giá 14.600 đồng/cp với mức sinh lời kỳ vọng 15%

Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (đồng/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	16.680	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	16.874	50%
Giá mục tiêu		16.800	

Cập nhật giả định kinh doanh năm 2025:

Chỉ tiêu	Báo cáo CNDG T5/2024	Báo cáo CNTT T8/2025	Giải thích
Doanh thu thuần	7.239	7.744	
(1) Xi măng và clinker	7.113	7.601	(1) Dự phóng doanh thu tăng nhanh hơn so với Báo cáo cập nhật định giá 05/2024. Cụ thể: Sản lượng dự phóng thay đổi tăng do hoạt động xây dựng phục hồi trong H1.2025 tích cực hơn so với cùng kỳ và kỳ vọng được đẩy mạnh trong H2.2025 khi (1) hoạt động xây dựng dân dụng tại TP.HCM tiếp tục phục hồi theo ngành bất động sản và (2) hoạt động xây dựng hạ tầng khu vực miền Nam tiếp tục đẩy mạnh khi Chính phủ thực hiện các biện pháp thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công. Tuy nhiên mức tăng của doanh thu bị kìm hãm khi giá bán dự kiến giảm đến từ việc HT1 giảm giá khi giá than đầu vào giảm và gia tăng cơ cấu các sản phẩm có giá bán thấp.
(2) Mạng thu phí BOT	110	121	(2) Dự phóng doanh thu Dịch vụ tăng do lưu lượng xe qua trạm dự kiến tăng.
Lợi nhuận gộp	665	883	Lợi nhuận gộp thay đổi tăng đến từ (1) thay đổi tăng quy mô doanh thu, (2) giá than đầu vào giảm so với cùng kỳ (3) đóng góp lợi nhuận gộp từ Mạng thu phí BOT cao hơn giả định ban đầu
Biên lợi nhuận gộp	14%	10,4%	Thay đổi dự phóng BLNG giảm khi giá bán bình quân giảm mạnh hơn dự phóng ban đầu.
Lợi nhuận sau thuế	90	231	Thay đổi LNST dự phóng tăng mạnh chủ yếu đến từ quy mô lợi nhuận gộp lớn hơn khi doanh thu tăng

Lịch sử khuyến nghị:


STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị đã điều chỉnh	Báo cáo chi tiết
1	THEO DÕI	05/2023	11.700 đồng/cp	Báo cáo cập nhật tin tức
2	THEO DÕI	11/2023	11.700 đồng/cp	Báo cáo định giá lần đầu
3	MUA	05/2024	13.600 đồng/cp	Báo cáo cập nhật định giá

Thay đổi giá định mô hình DCF

Giá định mô hình	T8/2025	Thay đổi so với T5/2024	Giá định mô hình	T8/2025	Thay đổi so với T5/2024
WACC	11%	-1,2đpt	Phần bù rủi ro	10,4%	-0,02đpt
Chi phí sử dụng nợ	3,7%	-1,9đpt	Hệ số Beta không đòn bẩy	0,85	-0.11
Chi phí sử dụng VCSH	13%	-1,8đpt	Tăng trưởng dài hạn	1%	-
Lãi suất phi rủi ro	2,69%	+0,28đpt	Thời gian dự phóng	5 năm	-

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Hệ số chiết khấu		1,04
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (đồng)		7.084.703.317.600
(+) Tiền mặt (đồng)		865.529.614.416
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (đồng)		1.511.389.960.951
Giá trị vốn chủ sở hữu (đồng)		6.438.842.971.065
Số cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)		381.589.911
Giá mục tiêu (đồng/cp)		16.874
Tổng hợp định giá FCFE		
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (đồng)		6.364.895.610.077
Giá mục tiêu (đồng/cp)		16.680

F. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Kết quả HĐKD (tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	6.884	7.744	7.994	8.385
Giá vốn hàng bán	(6.239)	(6.861)	(7.103)	(7.471)
Lợi nhuận gộp	645	883	892	914
Chi phí bán hàng	(186)	(200)	(211)	(219)
Chi phí quản lí DN	(285)	(293)	(303)	(317)
Lợi nhuận thuần HĐKD	175	390	378	378
(Lỗ)/lãi HĐTC	(32)	(39)	(38)	(42)
Lợi nhuận khác	(8)	(9)	(9)	(10)
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	135	342	330	325
Chi phí lãi vay	(54)	(53)	(52)	(52)
Lợi nhuận trước thuế	81	289	278	273
Thuế TNDN	(20)	(58)	(56)	(55)
Lợi nhuận sau thuế	60	231	222	219
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	1	1	1
LNST của công ty mẹ	60	230	222	218
EPS (đồng)	158	603	581	571

Chỉ số khả năng sinh lời	2024A	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9,4%	11,4%	11,2%	10,9%
Tỷ suất LNST	0,9%	3,0%	2,8%	2,6%
ROE DuPont	1,2%	4,7%	4,4%	4,4%
ROA DuPont	0,7%	2,8%	2,7%	2,8%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	2,0%	4,4%	4,1%	3,9%
LNST / LNTT	60,0%	84,5%	84,1%	84,0%
LNTT / EBIT	74,5%	79,7%	79,7%	79,7%
Vòng quay tổng tài sản	0,8x	0,9x	1,0x	1,1x
Đòn bẩy tài chính	1,7x	1,7x	1,6x	1,6x

Chỉ số hiệu quả vận hành	2024A	2025F	2026F	2027F
Số ngày phải thu	20,71	18,04	20,56	22,19
Số ngày tồn kho	43,66	36,35	38,58	39,16
Số ngày phải trả	109,36	92,41	89,84	83,79
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	(44,98)	(38,02)	(30,70)	(22,44)
Giá vốn hàng bán / HTK	7,4x	10,6x	9,9x	9,6x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024A	2025F	2026F	2027F
Chỉ số thanh toán hiện hành	0,6x	0,8x	1,0x	1,1x
Chỉ số thanh toán nhanh	0,4x	0,5x	0,7x	0,8x
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,3x	0,4x	0,5x	0,6x
Nợ / Tài sản	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x
Nợ / VCSH	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
Nợ dài hạn / VCSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Khả năng trả lãi vay	2,5x	6,4x	6,3x	6,3x

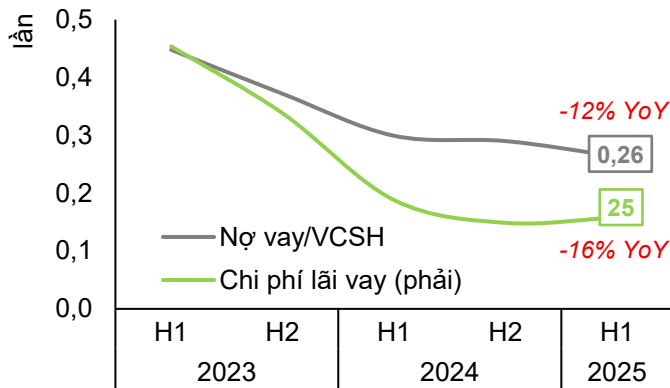
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F
Tiền, TĐT, ĐTTC ngắn hạn	866	1.266	1.608	1.618
Các khoản phải thu	342	423	477	542
Hàng tồn kho	646	720	781	822
Tài sản ngắn hạn khác	50	62	57	60
Tổng tài sản ngắn hạn	1.904	2.472	2.923	3.042
Tài sản cố định hữu hình	5.074	4.478	3.880	3.288
<i>Nguyên giá</i>	14.598	14.680	14.762	14.844
<i>Khấu hao lũy kế</i>	(9.525)	(10.202)	(10.882)	(11.556)
Đầu tư tài chính dài hạn	36	36	36	36
Tài sản dài hạn khác	683	674	600	529
XDCB dở dang	526	600	686	774
Tổng tài sản dài hạn	6.319	5.789	5.202	4.628
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	8.223	8.260	8.126	7.669
Vay và nợ ngắn hạn	1.511	1.324	1.216	805
Các khoản phải trả	1.703	1.770	1.726	1.704
Quỹ khen thưởng	112	116	128	143
Nợ ngắn hạn	3.327	3.210	3.070	2.651
Nợ dài hạn	21	24	25	26
Tổng nợ	3.348	3.234	3.095	2.677
Vốn điều lệ	3.816	3.816	3.816	3.816
Thặng dư	71	71	71	71
LN chưa phân phối	60	210	214	175
Vốn chủ sở hữu	4.875	5.026	5.031	4.992
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	8.223	8.260	8.126	7.669

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	623	866	1.266	1.608
Lợi nhuận sau thuế	67	231	222	219
Khấu hao	559	677	680	674
Dự phòng	(30)	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(24)	(126)	(114)	(111)
Tiền từ HĐ kinh doanh	572	782	789	782
Thanh lý tài sản CĐ	12	-	-	-
Chi mua sắm TSCĐ	(109)	(156)	(167)	(171)
Các HĐ đầu tư khác	5	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(92)	(156)	(167)	(171)
Thay đổi nợ	(67)	(188)	(108)	(411)
Tặng (giảm) vốn	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(172)	(38)	(172)	(191)
Các HĐTC khác	-	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	(239)	(226)	(280)	(602)
Tổng lưu chuyển tiền thuần	241	401	342	10
Chênh lệch tỷ giá	1	-	-	-
Tiền cuối năm	866	1.266	1.608	1.618

G. PHỤ LỤC

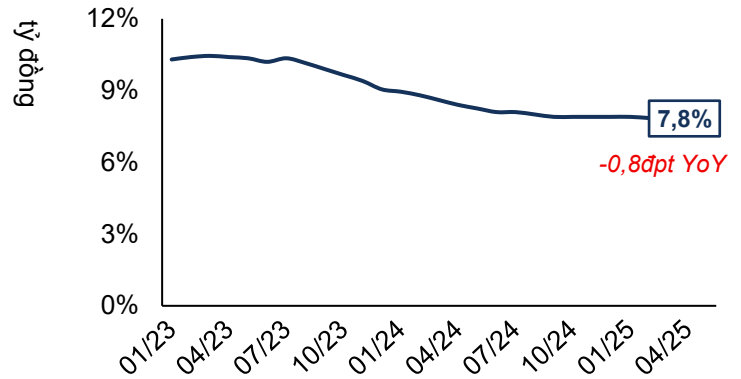
Phụ lục 1: Chi phí lãi vay giảm nhờ giảm vay nợ ngắn hạn và lãi suất cho duy trì mức thấp. Trong H1.2025, chi phí lãi vay của HT1 giảm xuống 25 tỷ đồng (-16% YoY) nhờ (1) Giảm vay ngắn hạn (HT1 chỉ vay ngắn hạn để hoạt động). Dư nợ vay ngắn hạn trong H1.2025 -10% YoY khi HT1 cho dừng lò sản xuất (phụ lục 6) kết hợp với việc tái đầu tư từ lợi nhuận giữ lại, từ đó kéo theo nhu cầu vay nợ để tài trợ vốn lưu động giảm, khiến D/E giảm xuống còn 0,26 lần (so với mức 0,3 lần trong H1.2024) và (2) Lãi suất cho vay ở mức thấp: Lãi suất bình quân trong H1.2025 vẫn duy trì ở mức thấp, đạt 7,8% (giảm 0,8đpt YoY). (quay lại)

D/E giảm nhờ giảm vay ngắn hạn



Nguồn: HT1, FPTS tổng hợp

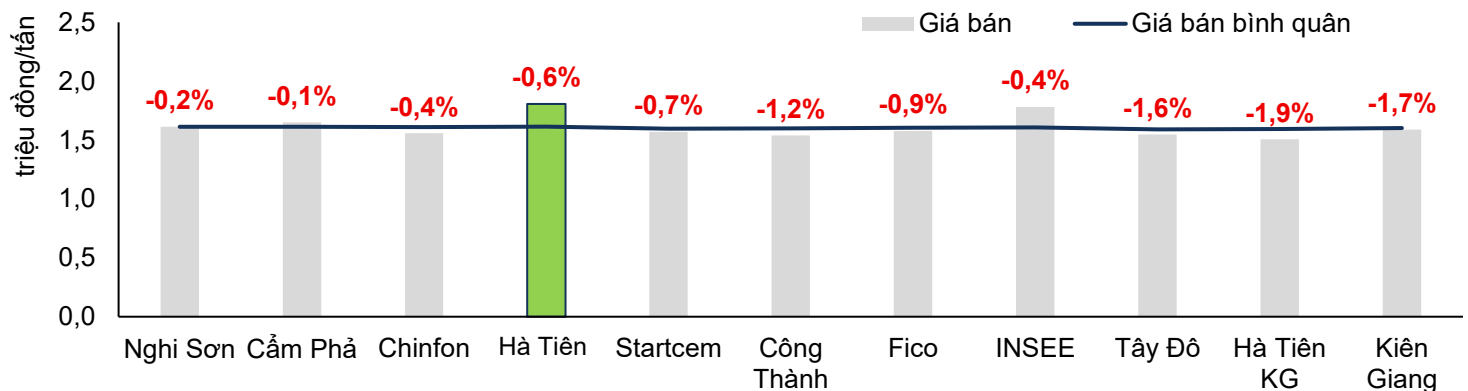
Lãi suất cho vay duy trì ở mức thấp



Nguồn: FPTS tổng hợp

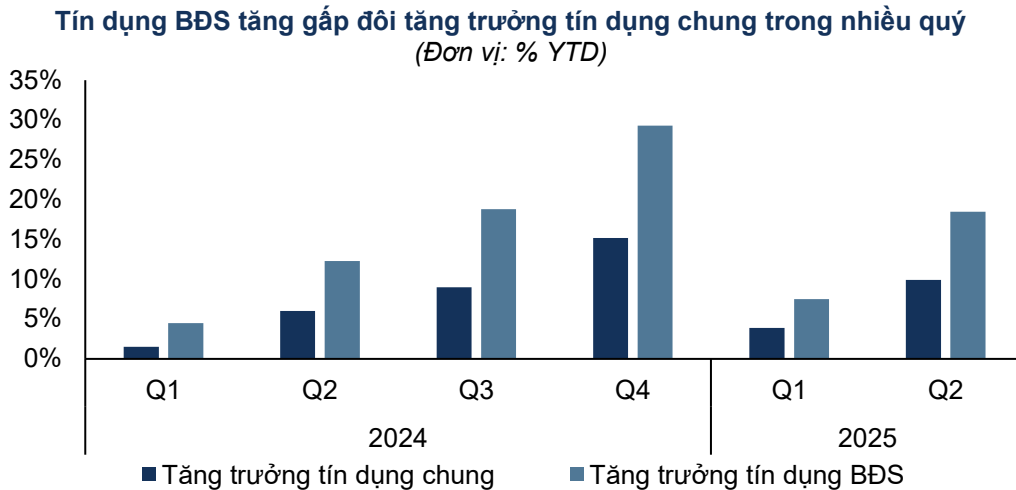
Phụ lục 2: Xu hướng giảm giá bán của HT1 và các thương hiệu xi măng khác khi giá than đầu vào hạ thấp. Giá bán xi măng của HT1 (do VNCA tổng hợp) trong H1.2025 giảm nhẹ -0,6% so với cùng kỳ nhờ giá than Newcastle và than nhập khẩu Úc lần lượt giảm còn 103 USD/tấn (-23% YoY) và 124 USD/tấn (-27% YoY), giúp giảm bớt chi phí sản xuất. Đây cũng là xu hướng chung của ngành khi các thương hiệu xi măng miền Nam cũng đồng loạt điều chỉnh giá bán trong bối cảnh cạnh tranh và dư thừa nguồn cung xi măng nội địa. (quay lại)

Giá bán tổng hợp của các thương hiệu xi măng miền Nam trong H1.2025 đều báo giảm so với cùng kỳ khi giá than hạ thấp



Nguồn: VNCA, FPTS tổng hợp và ước tính

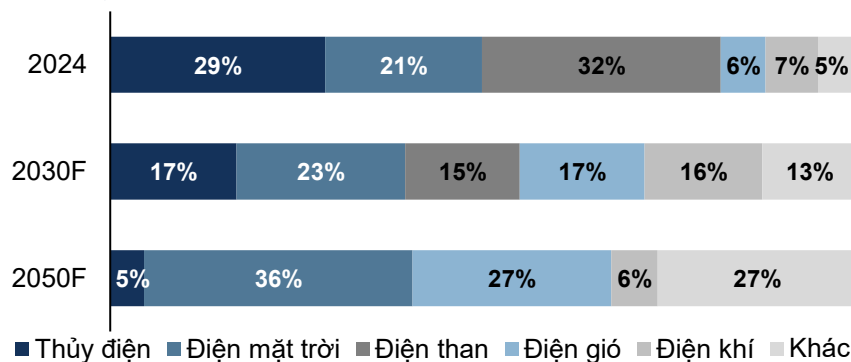
Phụ lục 3: Thông tin về Mạng thu phí BOT (mạng mới của HT1 được đi vào hoạt động vào T9/2024). HT1 bắt đầu thu phí dịch vụ sử dụng đường bộ tại Trạm thu phí BOT Phú Hữu. Đây là dự án xây dựng Đường nổi từ đường Nguyễn Duy Trinh vào khu công nghiệp Phú Hữu, TP.HCM. Dự án được khai thác theo phương án hợp đồng trong vòng 24 năm. Sau 12 năm xây dựng, đến 09/2024, giá trị tài sản ghi nhận tại thời điểm Q3/2024 trước khi đưa vào hoạt động của trạm BOT là 548 tỷ đồng. Thời gian thu phí hoàn vốn còn lại dự kiến đến năm 2036 hoặc dừng thu phí khi đã thu đủ chi phí đầu tư được quyết toán, trên cơ sở đảm bảo ROE cho nhà đầu tư là 10%/năm. (quay lại)

Phụ lục 4: Tín dụng cho bất động sản tăng gấp đôi tăng trưởng tín dụng chung trong nhiều quý gần đây


Nguồn: Bộ Xây dựng (quay lại)

Phụ lục 5: Giá điện có xu hướng tăng do chuyển dịch nguồn cung sang các loại hình điện có chi phí sản xuất cao hơn. Theo Quy hoạch Điện VIII, vì dự địa khai thác thủy điện không còn nhiều, nên sẽ tập trung triển khai mở rộng công suất các loại hình điện khác nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện trong tương lai. Sự thay đổi này sẽ tạo áp lực lên giá bán điện, do cơ cấu nguồn cung điện năng dần chuyển dịch sang các loại hình điện có chi phí cao hơn. Giá bán ước tính của thủy điện hiện ở mức thấp nhất (<1.000 đồng/kWh), trong khi điện mặt trời, điện gió, điện than và điện khí có giá dao động từ 1.100 – 2.000+ đồng/kWh. Điều này sẽ khiến giá điện tiếp tục có xu hướng gia tăng trong dài hạn. (quay lại)

Cơ cấu các loại hình điện có giá bán cao sẽ được phát triển theo QHĐVIII



Nguồn: Bộ Công Thương

Giá bán ước tính của các loại hình điện

Loại hình điện	Giá bán (đồng/kWh)
Thủy điện	<1.000
Điện mặt trời	1.100-1.500
Điện gió	1.600-1.800
Điện than	1.900-2.200
Điện khí	>2.000

Nguồn: FPTTS ước tính

Phụ lục 6: HT1 cho dừng lò sản xuất vào T9/2024, do nhu cầu clinker (nguyên liệu dùng để sản xuất xi măng) phục hồi chậm, không đáp ứng kịp năng lực sản xuất của HT1 (năm 2024 tiêu thụ 3,9 triệu tấn, chiếm 86% tổng công suất clinker). Nên HT1 đã cho dừng lò nung 1 của Nhà máy Kiên Lương (công suất 1,2 triệu tấn clinker/năm, chiếm 29% tổng công suất), và chủ động mua ngoài clinker trong năm 2025 theo KH2025 là 0,68 triệu tấn. Tuy nhiên, với đà phục hồi nhu cầu hiện tại và triển vọng về hoạt động xây dựng, chúng tôi cho rằng HT1 sẽ vận hành lò nung trở lại trong năm 2026 để chủ động về nguồn cung clinker. (quay lại)

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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS không nắm giữ cổ phiếu HT1, chuyên viên tư vấn 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 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, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Phường Bến Thành, 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 Hải
Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888