

# Xi Măng Vicem Hà Tiên (HT1)

## Phía cuối đường hầm

Chuyên viên phân tích Nghiên Sỹ Tiến  
tiens@kbsec.com.vn

### Mua

|                        |                     |
|------------------------|---------------------|
| <b>Giá mục tiêu</b>    | <b>14,500 VND</b>   |
| Vùng hỗ trợ/Điểm mua 1 | 11,400 – 11,900 VND |
| Lợi nhuận kỳ vọng 1    | 21.9%               |
| Vùng hỗ trợ/Điểm mua 2 | 10,100 – 10,600 VND |
| Lợi nhuận kỳ vọng 2    | 36.8%               |

**Lưu ý:**

Nhà đầu tư cần kết hợp nhận định xu hướng thị trường chung, mức độ hấp dẫn của các điểm nhấn đầu tư và khẩu vị rủi ro của mình để quản lý tỷ trọng tại từng vùng giá cho phù hợp.

Do việc xác định mỗi điểm mua được dựa trên các khung thời gian khác nhau nên chúng tôi không đưa ra mức dừng lỗ cố định. Nhìn chung, mức dừng lỗ nên được đặt chặt hơn cho điểm mua gần (5-7%) và rộng hơn cho điểm mua xa (10-15%).

### Hoạt động kinh doanh

CTCP VICEM Hà Tiên hiện đang là đơn vị sản xuất xi măng lớn nhất trực thuộc Tổng Công ty VICEM với công suất thiết kế là 7.5 triệu tấn xi măng/năm, đồng thời cũng nắm giữ thị phần cao nhất ở phía Nam.

### Tương quan mặt bằng giá

Hiện tại, HT1 đang giao dịch ở mức P/B 0.97, tương ứng ngưỡng -0.5std so với mức trung bình 16 năm. Trong kịch bản dự phóng thận trọng của KBSV, định giá P/B cho HT1 trong 2024 có thể đạt 1.16 lần, tương ứng trung bình 16 năm kể từ khi niêm yết

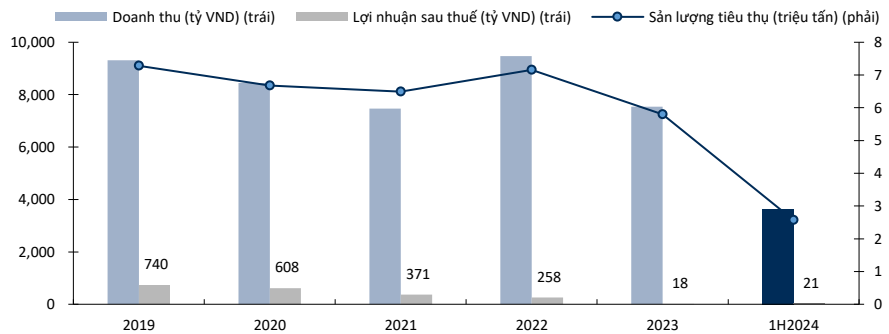
### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ xi măng sẽ thuận lợi hơn cho các nhà máy tại phía Nam, đặc biệt là HT1, đến từ việc công suất toàn miền không đáp ứng đủ nhu cầu trong khu vực và xu hướng đầu tư công đẩy mạnh tại đây.

Biên lợi nhuận cải thiện và lợi nhuận có thể hồi phục mạnh so với cùng kỳ nhờ tập trung tiết giảm chi phí sản xuất và chi phí lãi vay.

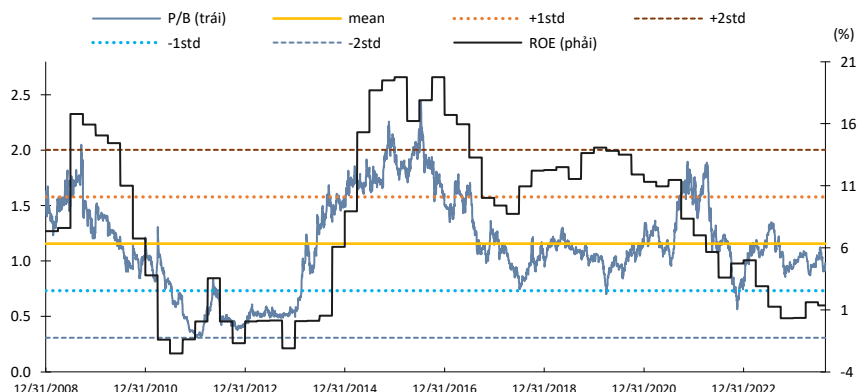
Dự kiến BOT Phú Hữu đi vào hoạt động từ Quý 3/2024 sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng lợi nhuận trong năm nay

### Sản lượng tiêu thụ Clinker, Xi măng và kết quả kinh doanh qua các năm



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

### Diễn biến P/B và ROE của doanh nghiệp



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

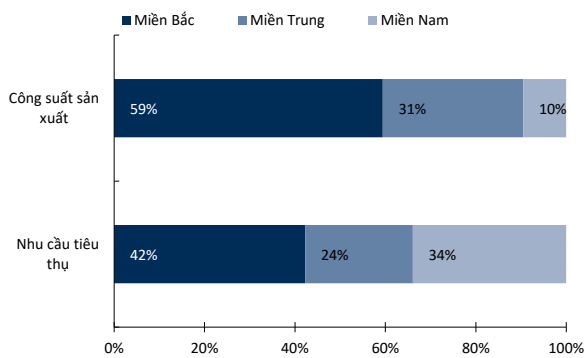
## 1. Nhu cầu tiêu thụ xi măng thuận lợi hơn cho các doanh nghiệp ở thị trường miền Nam

**Hoạt động kinh doanh toàn ngành kém khởi sắc trong 2023, tuy nhiên nhu cầu tiêu thụ dự kiến vẫn thuận lợi hơn cho các nhà máy tại miền Nam**

Năm 2023 chúng kiến tình hình sản xuất kinh doanh suy giảm trên toàn ngành sau khi chịu tác động kép từ cả kênh nội địa và xuất khẩu. Lần đầu tiên trong 10 năm vừa qua, sản lượng tiêu thụ nội địa dưới 60 triệu tấn/năm, giảm khoảng 9.4% so với năm 2022.

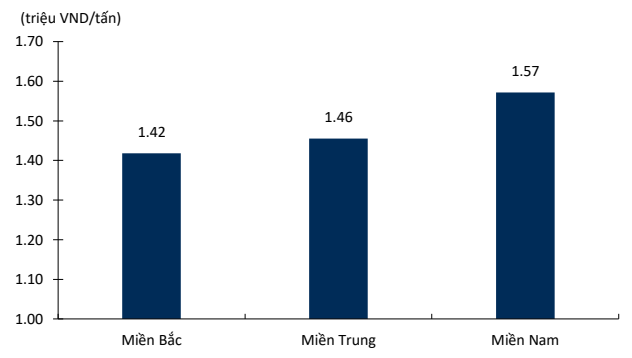
Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng điểm sáng sẽ tập trung tại khu vực miền Nam. Theo Hiệp hội Xi măng Việt Nam (VNCA), năng lực sản xuất của các doanh nghiệp phía Nam chỉ đáp ứng được từ 40 – 60% nhu cầu hàng năm, trái ngược hoàn toàn so với miền Bắc do đặc thù các mỏ đất sét, đá vôi tập trung đến 90% ở Bắc và Bắc Trung Bộ. Với việc nắm giữ thị phần cao nhất (34.7%) và độ bao phủ tốt (5 nhà máy) ở miền Nam, HT1 đang có lợi thế cạnh tranh đáng kể trong việc đảm bảo đầu ra so với các đối thủ trong khu vực, đặc biệt so với phía Bắc.

**Biểu đồ 1. Ước tính tỷ trọng nguồn cung và tiêu thụ 3 miền**



Nguồn: VKBSV Tổng hợp

**Biểu đồ 2. Giá bán xi măng bình quân theo khu vực (2Q/2024)**



Nguồn: KBSV Tổng hợp

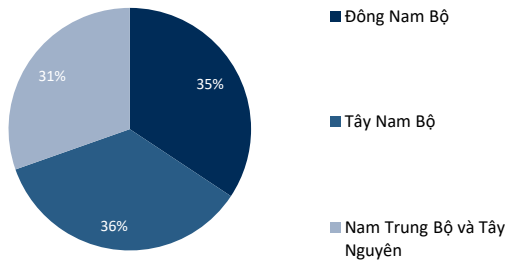
**HT1 kỳ vọng được hưởng lợi nhờ đẩy mạnh đầu tư công tại miền Nam**

HT1 đang có xu hướng dịch chuyển một phần đầu ra sang phân khúc xây dựng hạ tầng, công nghiệp và dự kiến sẽ được bù đắp phần nào sản lượng từ các dự án đầu tư công đang được tăng tốc từ nay đến 2025 (năm cuối kế hoạch đầu tư công trung hạn) tại phía Nam. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, hầu hết các công trình hạ tầng trọng điểm phía Nam (trong đó có Sân bay Long Thành) doanh nghiệp đều tham gia cung cấp từ 50 – 100% khối lượng xi măng. Nửa cuối năm sẽ là giai đoạn đẩy nhanh tiến độ thi công, vì vậy chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ xi măng trong quý 3 và 4 của HT1 có thể đạt ngưỡng 3.1 triệu tấn (+19% YoY), từ đó tổng sản lượng tiêu thụ xi măng 2024 vào khoảng 5.6 triệu tấn (+8.4% YoY)

**Sản phẩm xi măng Power Cement giá rẻ cạnh tranh hơn và đảm bảo thị phần**

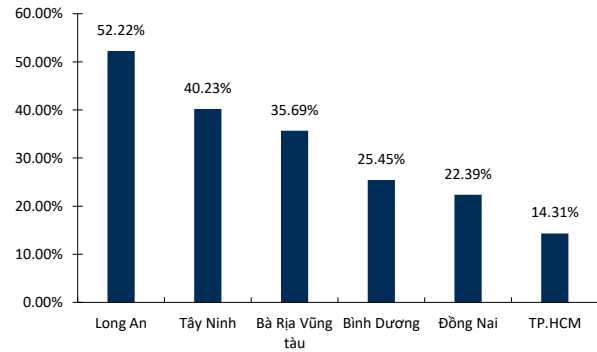
Sản phẩm xi măng Power Cement giá rẻ mới được cho ra mắt trong năm 2023, độc lập hoàn toàn so với thương hiệu VICEM Hà Tiên nhằm cạnh tranh trực tiếp với dòng xi măng giá rẻ ăn sâu vào thị phần của doanh nghiệp. Đồng thời đây cũng là dòng sản phẩm mới kỳ vọng thúc đẩy doanh số trong bối cảnh các nhà máy phải giảm giá bán để kích cầu. Dự kiến sản lượng tiêu thụ của Power Cement có thể đạt khoảng 600 nghìn tấn trong 2024.

Biểu đồ 3. Thị phần tiêu thụ nội địa của HT1



Nguồn: HT1, KBSV Tổng hợp

Biểu đồ 4. Tỷ lệ giải ngân vốn ĐTC/tổng kế hoạch một số tỉnh



Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV Tổng hợp

## 2. Biên lợi nhuận cải thiện, lợi nhuận hồi phục mạnh so với cùng kỳ

### Giá than duy trì ở mức nền thấp

Chi phí cho than cám chiếm đến 45% chi phí nguyên vật liệu. Hiện tại, HT1 đang sử dụng chủ yếu loại than nhập khẩu từ Úc và Indonesia do lượng than có nhiệt trị lớn đang thiếu hụt ở các mỏ phía Bắc của Việt Nam. Chúng tôi dự kiến giá than sẽ tiếp tục duy trì ở mức nền thấp và có xu hướng giảm dần do: (1) nguồn cung than ổn định trở lại ở các nước xuất khẩu lớn; (2) cơ cấu sử dụng năng lượng tái tạo để phát điện đang dần thay thế năng lượng hóa thạch tại EU, Mỹ và Trung Quốc. Theo dự báo của World Bank, giá than trung bình có thể giảm tới 28% so với cùng kỳ trong 2024, và tiếp tục giảm thêm 12% sang năm 2025. Do vậy, KBSV kỳ vọng giá than Úc và Indonesia trung bình trong 2024 có thể ở mức lần lượt là 130 USD/kg (-25% YoY) và 144 USD/kg (-28% YoY).

### Tận dụng nguyên vật liệu thay thế và nhiệt thừa khí thải để tối ưu chi phí sản xuất

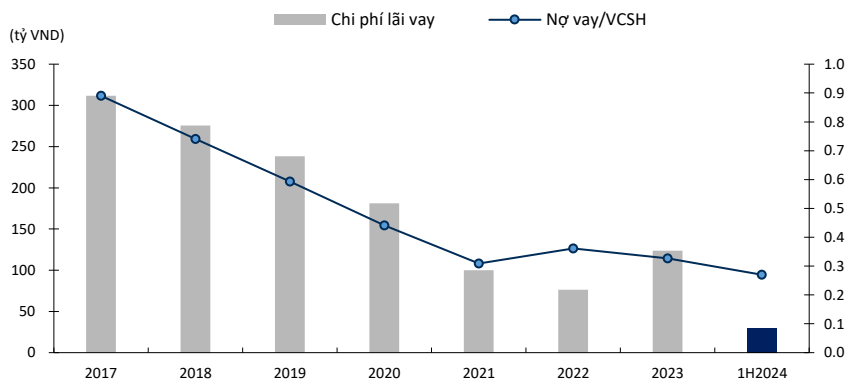
Theo quyết định số 1266/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, các nhà máy xi măng sẽ dần phải đáp ứng các tiêu chuẩn về môi trường và công nghệ phụ trợ. Theo VNCA, ở khu vực phía Nam mới có HT1 và INSEE đang có sự chuyển đổi. Việc áp dụng sớm công nghệ phụ trợ kỳ vọng sẽ đem lại lợi thế trong tương lai nhờ: (1) tối ưu chi phí sản xuất; (2) Chính phủ sẽ ưu tiên cấp phép mở rộng nhà máy hơn. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, hiện nay tỷ lệ sử dụng nguyên vật liệu thay thế vào khoảng hơn 20%, đặc biệt tại nhà máy Kiên Lương là hơn 40%, từ đó chi phí nguyên vật liệu dự kiến tối ưu được vào khoảng 3-5%, tương ứng 150 tỷ đồng/năm.

### Chi phí lãi vay tiết giảm

Biên lợi nhuận của doanh nghiệp được kỳ vọng được hỗ trợ bởi chi phí lãi vay được tiết giảm đáng kể (Biểu đồ 5). Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc mặt bằng lãi suất thấp và giảm nợ vay ngắn hạn do giảm nhu cầu tài trợ vốn lưu động.

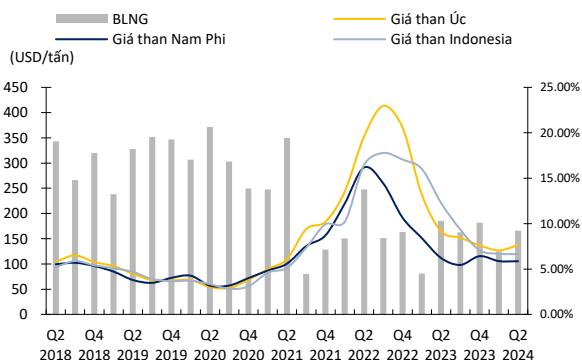
Với tất cả yếu tố trên, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của HT1 đã tạo đáy trong năm 2023 và sẽ bắt đầu hồi phục rõ nét hơn trong 2 quý cuối năm 2024. Mặc dù sản lượng tiêu thụ dự kiến chưa có quá nhiều sự cải thiện, KBSV đánh giá việc tập trung tối ưu các chi phí sẽ giúp cho HT1 vượt xa được kế hoạch lợi nhuận sau thuế trong 2024 (23.2 tỷ đồng), rơi vào khoảng 107.9 tỷ đồng (+509% YoY) với biên lợi nhuận gộp có thể đạt 9.4% (+0.83ppt YoY)

**Biểu đồ 5. Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn và dài hạn/VCSH**



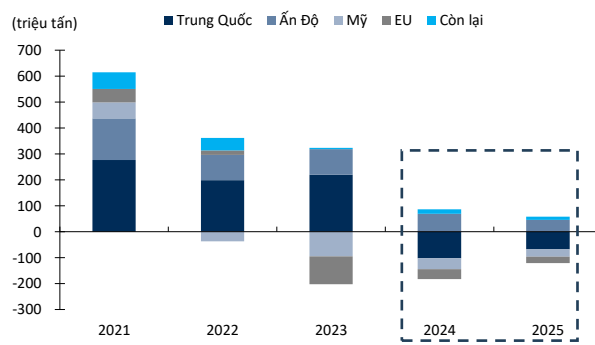
Nguồn: KBSV Tổng hợp

**Biểu đồ 6. BLNG và giá than tại các thị trường xuất khẩu lớn**



Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 7. Thay đổi về tiêu thụ than hàng năm trên toàn thế giới**



Nguồn: World Bank, IEA

### 3. Dự án BOT Phú Hữu dự kiến đóng góp đáng kể vào lợi nhuận 2024

#### Dự án BOT đường nối Nguyễn Duy Trinh và KCN Phú Hữu kỳ vọng đi vào hoạt động từ Quý 3/2024

Dự kiến dự án BOT Phú Hữu sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ Q3/2024 với thời gian khai thác theo phương án hợp đồng là 24 năm, sau khi UBND TP.HCM đã phê duyệt mức giá thu phí tối đa. Tại ĐHCĐ năm 2024, Vicem Hà Tiên cho biết đã thực hiện đấu thầu và khởi công xây dựng Hệ thống thu phí điện tử tự động không dừng từ ngày 20/03/2024 và dự kiến hoàn thành trong tháng 5/2024. Nếu bắt đầu vận hành trong 2 quý cuối 2024, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đóng góp khoảng 24 tỷ đồng vào lợi nhuận chung 2024 của HT1.

**Bảng 1. Thông số dự kiến BOT Phú Hữu**

|                    |             |         |
|--------------------|-------------|---------|
| Tổng vốn đầu tư    | Tỷ đồng     | 461     |
| Thời gian vận hành | Năm         | 24      |
| Giá phí/lượt       |             |         |
| Thấp nhất          | Đồng        | 17,000  |
| Cao nhất           | Đồng        | 133,000 |
| Doanh thu dự kiến  | Tỷ đồng/năm | 99.3    |
| Lợi nhuận dự kiến  | Tỷ đồng/năm | 45      |

Nguồn: UBND TP. HCM, HT1, KBSV Tổng hợp

**Yếu tố rủi ro****Giá bán điện bình quân tăng**

Ngày 09/11/2023, EVN đã thực hiện điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện bình quân lên 2,006.79 đồng/kWh, tăng 4.5% so với lần gần nhất. Với mức tăng giá này, biên lợi nhuận gộp của HT1 có thể bị ảnh hưởng giảm từ 36-45 bps do chi phí điện chiếm tới 10% chi phí sản xuất của HT1. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng giá bán lẻ điện sẽ khó tăng tiếp trong năm nay do nguồn huy động rẻ như thủy điện có thể gia tăng công suất so với cùng kỳ.

**Thị trường xây dựng dân dụng phục hồi chậm hoặc yếu hơn so với kỳ vọng**

HT1 có thể tiếp tục phải điều chỉnh giảm giá bán xi măng để giữ thị phần và duy trì sản lượng trong bối cảnh thị trường xây dựng dân dụng chưa có nhiều khởi sắc.

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích**  
binhnx@kbsec.com.vn

### **Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán**

**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích**  
linhpp@kbsec.com.vn

### **Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng**

**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích**  
nguyennd1@kbsec.com.vn

### **Bán lẻ & Hàng tiêu dùng**

**Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích**  
giangnt1@kbsec.com.vn

### **Bất động sản khu công nghiệp & Logistics**

**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**  
anhntn@kbsec.com.vn

### **Dầu khí & Hóa Chất**

**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**  
hieupm@kbsec.com.vn

**Khối phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### **Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**

**Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**  
anhtd@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích**  
trangnt6@kbsec.com.vn

**Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích**  
tienns@kbsec.com.vn

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**  
thuannd@kbsec.com.vn

### **Bộ phận Hỗ trợ**

**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ**  
huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&amp;17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Mua:              | Trung lập:                | Bán:               |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Khả quan:                | Trung lập:         | Kém khả quan:      |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên đọc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.