

Ngày 02/tháng 11/2009

Báo cáo phân tích

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ,
Hà Nội
ĐT: (04) 37280921
Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo,
Quận 1
ĐT: (08) 38386868
Fax: (08) 39207542

Website:

www.tvsi.com.vn

Email:

contact@tvsi.com.vn

TMX
Cement-t.com.vn

CTCP Thương mại Xi măng
MCK: TMX — HNX

Thông tin cổ phiếu

Tên công ty:	CTCP Thương mại Xi măng
Tên viết tắt:	Cement.t., jsc
Tên quốc tế:	Cement Trading Joint Stock Company
MCK:	TMX
Sàn niêm yết	HNX
Khối lượng niêm yết	6,000,000 cổ phiếu
Ngày GD chính thức	02/11/2009
Trụ sở chính:	348 đường Giải Phóng, phường Phương Liệt, quận Thanh Xuân, Hà Nội
Điện thoại:	(84.4) 38643346 - (84.4) 38642408
Fax:	(84.4) 38642586 - (84.4) 38643334
Email:	Ximang.sjc@vnn.vn
Website:	www.cement-t.com.vn

Lịch sử phát triển

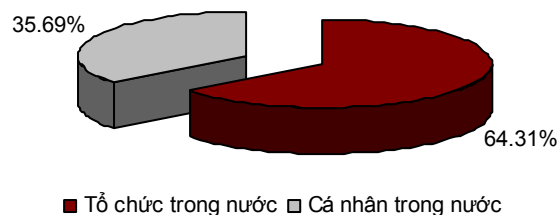
Tiền thân là Công ty vật tư kỹ thuật xi măng được thành lập vào năm 1993 và tiến hành cổ phần hóa theo quyết định số 803/QĐ—BXD ngày 28/05/2007 của Bộ Xây dựng.

Công ty cổ phần thương mại Xi măng (TMX) - thành viên thứ 9 của Tổng công ty Công nghiệp xi măng Việt Nam, chịu sự điều tiết về giá cả cũng như lượng cung sản phẩm ra thị trường. Hiện tại TMX đang là nhà phân phối khối lượng lớn của các công ty sản xuất xi măng thuộc Tổng công ty. Thị trường tiêu thụ sản phẩm chủ yếu là Hà Nội và các tỉnh miền núi phía Bắc.

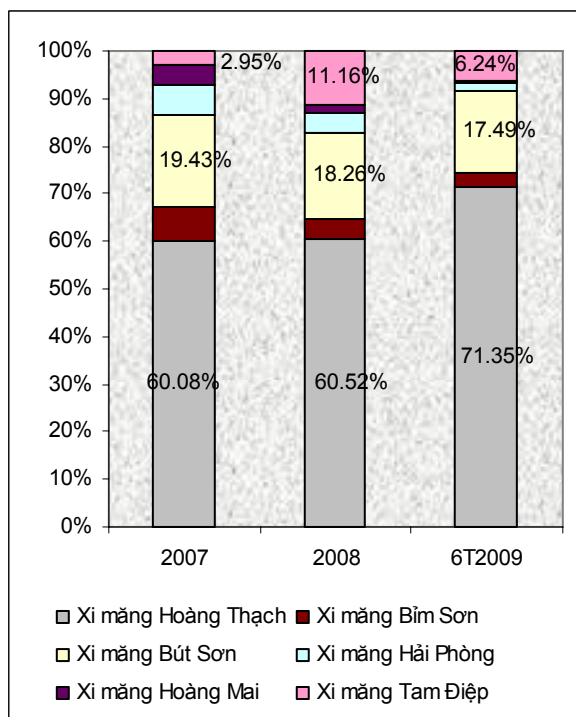
Mục tiêu định hướng phát triển:

Nhận định về tiềm năng tăng trưởng cao và ổn định của ngành xi măng trong tương lai, TMX chủ trương phát huy những tiềm lực hiện có và không ngừng đa dạng hóa hoạt động nhằm giảm thiểu rủi ro và phát triển bền vững.

Cơ cấu cổ đông tại ngày 20/05/2009



Cơ cấu sản lượng xi măng cung cấp



Ngành: Thương mại—kinh doanh xi măng

CTCP Thương mại Xi măng

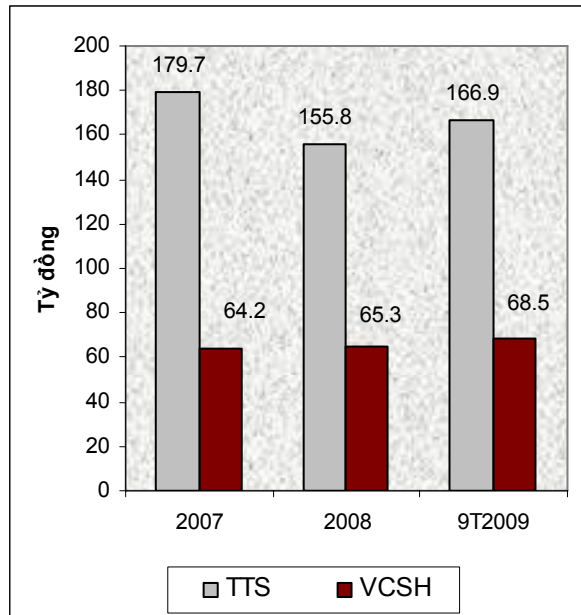
Hoạt động kinh doanh

TMX hoạt động trong một số lĩnh vực sau:

- Kinh doanh các loại xi măng, sản xuất và kinh doanh các loại phụ gia, vật liệu xây dựng và vật tư phục vụ sản xuất xi măng
- Sản xuất và kinh doanh bao bì (phục vụ sản xuất xi măng, dân dụng và công nghiệp)
- Sửa chữa ô tô, xe máy và gia công cơ khí
- Kinh doanh vận tải và dịch vụ vận tải đường sông, biển, sắt và đường bộ
- Kinh doanh dịch vụ thể thao, vui chơi giải trí
- Xây dựng dân dụng, kinh doanh phát triển nhà và cho thuê bất động sản
- Kinh doanh vật tư, thiết bị, phụ tùng, phụ gia, bao bì, xi măng, clinker và các chủng loại vật liệu xây dựng
- Kinh doanh các mặt hàng điện tử, điện lạnh, điện máy, ô tô, xe máy
- Kinh doanh thiết bị văn phòng, nội thất
- Xuất nhập khẩu các mặt hàng công ty kinh doanh
- Các hoạt động kinh doanh khác theo luật định

Hiện nay hoạt động chủ yếu của TMX vẫn là tổ chức, lưu thông kinh doanh tiêu thụ xi măng theo mô hình khép kín trên địa bàn thành phố Hà Nội và một số tỉnh miền núi phía bắc như: Thái Nguyên, Vĩnh Phúc, Lào Cai, Yên Bái, Tuyên Quang,...

Tăng trưởng tổng tài sản, vốn chủ sở hữu



Chỉ tiêu thực hiện và kế hoạch

Chỉ tiêu	2008	2009KH	2010KH	2011KH
DT (Tỷ đồng)	1,063.18	1,065.96	1,091.41	1,169.37
LNTT (Tỷ đồng)	5.15	6.85	7.00	7.20
Tỷ lệ cổ tức (%)	7.25	7.12	7.27	7.48

Chỉ tiêu tài chính			
Chỉ tiêu	2007(*)	2008	9T2009
Tổng tài sản (Triệu VNĐ)	179,670.11	155,794.29	166,917.14
Doanh thu thuần (Triệu VNĐ)	562,153.04	1,056,881.07	829,753.52
LN thuần từ HĐSXKD (Triệu VNĐ)	3,135.26	5,485.70	8,506.56
LNTT (Triệu VNĐ)	3,774.15	7,182.42	9,364.21
LNST (Triệu VNĐ)	2,717.38	5,238.45	7,725.47
EPS (VNĐ)	347	873	1,287
Tỷ lệ LN trả cổ tức (%)	85	83	-
ROE (%)	4.23	8.02	11.28
ROA (%)	1.51	3.36	4.63

(*) Áp dụng cho kỳ kế toán từ 01/07/2007 đến 31/12/2007)

HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

Chi tiêu	2008	9T2009
Khả năng thanh toán		
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.62	1.62
Khả năng thanh toán nhanh	1.35	1.38
Khả năng thanh toán bằng tiền	0.73	0.73
Hiệu suất sử dụng tài sản		
Vòng quay hàng tồn kho	42.15	34.80
Vòng quay các khoản phải thu	19.17	13.29
Kỳ thu tiền bình quân	18.78	27.08
Vòng quay tổng tài sản	6.78	4.97
Vòng quay tài sản cố định	119.17	102.79
Hiệu suất sử dụng tổng tài sản	4.68%	5.61%
Cơ cấu vốn		
Nợ phải trả/VCSH	1.39	1.44
Nợ phải trả/TTS	0.58	0.59
Khả năng sinh lời		
Lãi gộp/Doanh thu	4.85%	4.13%
Lợi nhuận KD/D.Thu	0.52%	1.03%
Lãi ròng/Doanh thu	0.50%	0.93%
ROA	3.36%	4.63%
ROE	8.02%	11.28%

Về hiệu quả hoạt động

Theo báo cáo tài chính vừa công bố, 9 tháng đầu năm TMX đạt 829.75 tỷ đồng doanh thu, hoàn thành 77.84% kế hoạch năm và lãi 9.36 tỷ, đạt 136.7% kế hoạch năm. Đây là một con số khá ấn tượng với một doanh nghiệp nhỏ như TMX. Hiện nay hoạt động chính mang lại doanh thu cho TMX vẫn chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh xi măng, tuy nhiên trên quan điểm đa dạng hóa để giảm thiểu rủi ro, TMX không ngừng mở rộng hoạt động sang lĩnh vực kinh doanh khác như sắt thép, sơn, cho thuê bất động sản và kinh doanh dịch vụ. Với dự án tổ hợp tòa nhà cao tầng văn phòng và nhà ở cho thuê tại Giáp Nhị thời gian tới dự kiến sẽ mang lại khoản doanh thu đột biến cho TMX khi thị trường bất động sản sôi động hơn. Các chỉ tiêu hiệu quả sử dụng tài sản cho thấy, TMX sử dụng tài sản khá hiệu quả thể hiện ở vòng quay khoản phải thu cao và tương ứng với đó là kỳ thu tiền bình quân thấp, trung bình chưa đầy một tháng TMX đã thu hồi hết các khoản nợ của khách hàng. Hệ số vòng quay hàng tồn kho, tổng tài sản và tài sản cố định cũng khá cao nhưng đang có xu hướng giảm theo thời gian. Tuy nhiên, hiệu suất sử dụng tổng tài sản (=EBIT/TTS) lại có xu hướng tăng, thể hiện hiệu quả sử dụng tài sản và kiểm soát chi phí tốt đã tạo ra lợi nhuận cao cho TMX.

Về khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán của TMX khá ổn định theo thời gian. Với trên 100 cơ sở phân phối xi măng trên địa bàn hoạt động, TMX luôn đảm bảo cung ứng tốt nhất nhu cầu ngành xây dựng, lượng hàng tồn kho không nhiều do đó sự chênh lệch giữa hệ số khả năng thanh toán nhanh và ngắn hạn là không đáng kể. Với đặc thù hoạt động của mình, lượng tiền mặt và khoản phải thu luôn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản ngắn hạn của TMX, tuy vậy, với khoản nợ ngắn hạn lớn làm giảm khả năng thanh toán bằng tiền của TMX.

Một số chỉ tiêu so sánh

Chi tiêu	2008		6T 2009	
	TMX	DXV	TMX	DXV
Tổng tài sản (Tỷ đồng)	155.79	374.43	160.35	403.20
Vốn chủ sở hữu (Tỷ đồng)	65.31	104.58	65.63	102.30
Doanh thu thuần (Tỷ đồng)	1,056.88	858.83	521.7	405.23
Lợi nhuận từ HĐ SXKD (Tỷ đồng)	5.48	(5.04)	5.4	1.45
LNST (Tỷ đồng)	5.24	8.03	4.85	4.88
Khả năng thanh toán ngắn hạn (lần)	1.62	3.03	1.60	2.62
Khả năng thanh toán nhanh (lần)	1.35	2.14	1.45	2.53
Vòng quay hàng tồn kho (lần)	42.15	19.74	35.64	10.36
Vòng quay khoản phải thu (lần)	19.17	8.56	8.19	3.14
Nợ/TTS (lần)	0.58	0.72	0.59	0.75
ROA (%)	3.36	2.14	3.03	1.21
ROE (%)	8.02	7.68	7.39	4.77

Về khả năng sinh lời

Hệ số ROA, ROE cho thấy khả năng sinh lời của tổng tài sản, vốn chủ sở hữu của TMX đang tăng lên theo thời gian. Tuy nhiên, với đặc thù của ngành, chi phí đầu vào cao do đó khả năng sinh lợi thấp hơn nhiều so với các lĩnh vực khác. Nhận biết được điều đó TMX đã không ngừng nâng cao hiệu quả hoạt động, kiểm soát chặt chẽ chi phí và do vậy TMX ngày càng hoạt động hiệu quả hơn trong lĩnh vực của mình thể hiện ở các hệ số khả năng sinh lời đang có xu hướng tăng theo thời gian.

Về cơ cấu tài sản, nguồn vốn

Có thể thấy, cơ cấu nguồn vốn của TMX khá ổn định và cân bằng giữa vốn chủ sở hữu và nợ. Tuy nhiên, có một sự chênh lệch rất lớn trong cơ cấu nợ phải trả khi mà nợ ngắn hạn thường xuyên chiếm đến trên 98% và TMX không vay nợ ngân hàng cả ngắn hạn và dài hạn mà hầu hết các khoản nợ là nợ thương mại. Do đó, mặc dù áp lực trả nợ không cao như vay nợ ngân hàng nhưng TMX sẽ không tận dụng được hiệu quả của đòn bẩy tài chính và những lợi ích từ lãi suất thuế mà các khoản nợ vay này mang lại. Về cơ cấu tổng tài sản, với đặc thù hoạt động của mình thì tài sản chủ yếu là tài sản ngắn hạn với tiền và các khoản phải thu thường xuyên chiếm tỷ trọng lớn. TMX không có những khoản đầu tư tài chính cả ngắn và dài hạn nên sẽ không chịu rủi ro từ những biến động của thị trường tài chính.

So sánh với doanh nghiệp cùng ngành

Nếu đem so sánh các chỉ tiêu tài chính giữa TMX và DXV—CTCP Xi măng vật liệu xây dựng xây lắp Đà Nẵng—doanh nghiệp cùng ngành kinh doanh xi măng với thị trường chủ yếu tại Miền Trung và Tây Nguyên, có quy mô tổng tài sản, VDL lớn hơn TMX, có thể thấy, mặc dù khả năng thanh toán của TMX không bằng DXV nhưng hiệu suất sử dụng tổng tài sản, nguồn vốn, hiệu quả kinh doanh của TMX tốt hơn và hệ số nợ thấp hơn.

Nhu cầu xi măng mang tính chu kỳ và có mối quan hệ chặt chẽ với những biến động của ngành công nghiệp xây dựng. Với sự phục hồi của nền kinh tế khá mạnh mẽ trong thời gian qua dưới tác động của gói kích cầu, ngành xi măng là một trong những ngành được hưởng lợi và dự báo sẽ tăng trưởng cao trong tương lai cùng với sự tăng trưởng của ngành xây dựng. Tuy nhiên sẽ phải đối mặt với vấn đề dư cung trong thời gian tới

Với lợi thế về kinh nghiệm hoạt động, mạng lưới phân phối rộng tại khu vực có nhu cầu cao, chi phí vận chuyển thấp do chủ yếu bằng đường sông, nguồn cung dồi dào là những thế mạnh của TMX. Tuy nhiên, TMX phải đối mặt với sức cạnh tranh, áp lực giữ vững và mở rộng thị trường, những ảnh hưởng của điều kiện tự nhiên.

Dựa trên hai phương pháp: P/E và DDM, cổ phiếu TMX được định giá ở mức 17,100 VND

Triển vọng ngành kinh doanh xi măng

Ngành xi măng là ngành hoạt động theo chu kỳ và cùng với chu kỳ của ngành xây dựng. Thông thường nhu cầu tiêu thụ xi măng cao nhất vào quý II và quý IV trong năm. Với sự phục hồi mạnh mẽ của ngành kinh doanh bất động sản và xây dựng thời gian qua là điều kiện để ngành xi măng khẳng định vai trò của mình trong quá trình phát triển kinh tế đất nước. Mặc dù hiện nay có rất nhiều doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh xi măng trên phạm vi cả nước tuy nhiên sự cạnh tranh trong ngành là không lớn do chịu sự chi phối của Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam. Tuy vậy mức độ cạnh tranh giữa các vùng miền lại rất khác nhau, cụ thể, cạnh tranh giữa các doanh nghiệp tại khu vực Miền Bắc sẽ cao hơn và có sự chênh lệch giá bán giữa hai miền Nam— Bắc. Theo nghiên cứu thì ngành xi măng có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn các ngành VLXD khác do chi phí nguyên liệu đầu vào, chi phí đầu tư máy móc lớn - đây là một thách thức lớn đối với các doanh nghiệp trong ngành gia tăng lợi nhuận.

Với rất nhiều các dự án mới đi vào hoạt động trên địa bàn các tỉnh Miền Bắc và Miền Trung trong thời gian tới sẽ góp phần làm gia tăng công suất cho ngành, tuy nhiên cần đảm bảo cân đối cung cầu, theo như dự báo, với công suất sản xuất tăng lên thì từ 2010 trở đi nước ta sẽ thừa xi măng - đây sẽ là thách thức nữa đối với các doanh nghiệp kinh doanh xi măng nếu không có phương án phân phối hiệu quả. Cũng theo dự báo thì từ nay đến cuối năm giá bán xi măng sẽ không có nhiều biến động nên sẽ ít có sự đột biến doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành.

Triển vọng của TMX và nhận định đầu tư

Với hơn 15 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực tiêu thụ xi măng, TMX đã có bề dày kinh nghiệm trong lĩnh vực hoạt động của mình với những mối quan hệ bạn hàng sâu rộng không chỉ trong ngành xi măng mà còn trong ngành vận tải, bốc xếp, cung cấp hàng hóa. Hơn nữa TMX cũng đã mở rộng hệ thống phân phối với trên 100 cửa hàng, đại lý tiêu thụ xi măng ở Hà Nội và các tỉnh phía Bắc do đó luôn đáp ứng nhu cầu sử dụng xi măng của thị trường xây dựng trên địa bàn được phân công quản lý.

Là một doanh nghiệp kinh doanh thương mại nên chi phí vận chuyển liên quan đến giá than, xăng dầu có ảnh hưởng rất lớn đến chi phí của công ty và là thách thức lớn trong tiến trình mở rộng thị trường. Hoạt động vận chuyển, phân phối xi măng của TMX trong thời gian qua chủ yếu bằng đường sông, mặc dù chi phí rẻ nhất so với các hình thức vận chuyển khác nhưng lại chịu ảnh hưởng rất nhiều của tình hình thời tiết và mức nước sông.

Hoạt động tại khu vực phía Bắc - được coi là thừa xi măng so với khu vực phía Nam nên TMX sẽ chịu sức ép lớn của cạnh tranh và khó khăn trong mở rộng, chiếm lĩnh thị trường. Tuy vậy, TMX có được nguồn cung khá ổn định từ nhà máy xi măng Hoàng Thạch— nhà máy sản xuất xi măng có công suất lớn nhất khu vực phía Bắc và một số nhà máy xi măng có công suất khá lớn khác do đó vấn đề về nguồn cung không phải là vấn đề lớn với TMX mà vấn đề chính là đầu ra cho nguồn hàng của mình trong bối cảnh cạnh tranh và xu hướng dư cung trong ngành xi măng thời gian tới.

Sau khi lên sàn, TMX sẽ là doanh nghiệp phân phối xi măng thứ ba sau DXV, TXM có cổ phiếu được giao dịch trên thị trường giao dịch tập trung. Hiện DXV đang được giao dịch ở mức giá 13,900VND (giá ngày 30/10/09). P/E trailing là 21.06. TXM đang được giao dịch ở mức 13,500 VND (giá ngày 30/10/2009) và P/E trailing là 28.12.

Với tình hình hoạt động hiện tại của TMX chúng tôi dự kiến EPS 2009 của TMX ở mức 2,170 VND. P/E hiện tại của ngành xi măng là 9.53 tiến hành điều chỉnh với những đặc điểm hoạt động của TMX chúng tôi dự báo P/E của TMX ở mức 10. Như vậy theo phương pháp P/E thì cổ phiếu TMX được định giá ở mức 21,700 VND.

Theo thông tin TMX công bố thì doanh nghiệp có chính sách chi trả cổ tức khá ổn định ở mức 7.3%/năm và có xu hướng tăng nhẹ theo thời gian. Do đó chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu TMX theo phương pháp DDM với tỷ lệ chiết khấu là 9%, tăng trưởng cổ tức ổn định ở mức 3%. Khi đó mỗi cổ phiếu TMX được định giá ở mức 12,500 VND. Kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng 50-50, **mức giá hợp lý của TMX là 17,100 VND**. Với mức giá hiện tại đang được giao dịch trên thị trường OTC là 12,000 VND thì cơ hội tăng giá của TMX là khá lớn.

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ ĐẦU TƯ

Trưởng phòng Phân tích và Đầu tư

TS Phạm Thị Vân Hà

haptv@tvsi.com.vn

Chuyên viên phân tích

Vũ Thị Oanh

oanhvt@tvsi.com.vn

Trương Trần Dũng

Võ Lan Phương

Trần Thị Mai Anh

Lê Thùy Ngọc Khanh

Lưu Thị Hương