

Khuyến nghị của TSC

GIỮ



Giá giao dịch

19,300

Giá mục tiêu 3 tháng

22,500

Chiến lược đầu tư

Trung hạn

Ngành lớn: Vật liệu Xây dựng

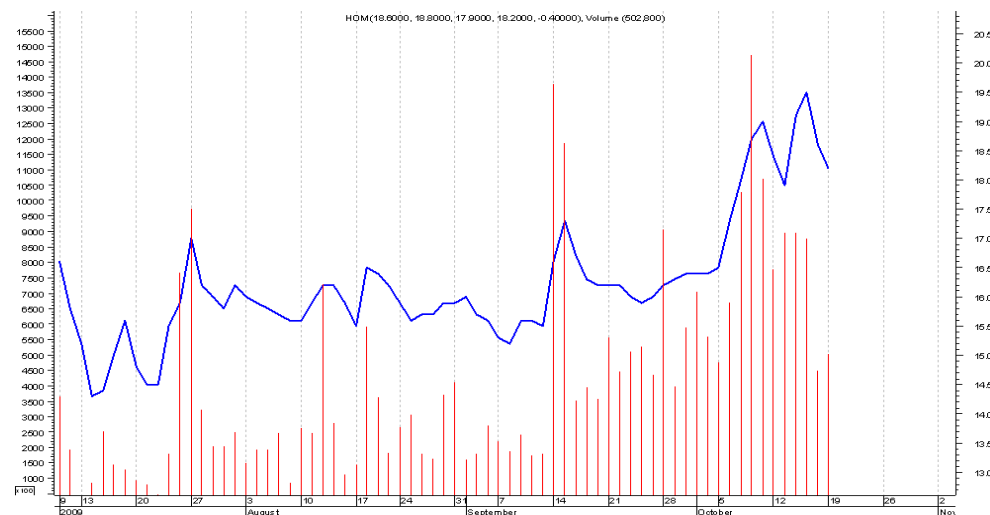
Ngành hẹp: Xi măng

**Tổng quan HOM:** được coi là một trong những DN sản xuất hàng đầu của VICEM về khả năng nâng cao năng lực sản xuất với chi phí đầu tư tăng năng suất thấp. Với sản lượng 1.5 triệu tấn/ năm, HOM đang có khả năng chiếm lĩnh được thị trường miền Trung. Điều đáng lưu ý trong hoạt động kinh doanh của HOM là vấn đề chênh lệch tỷ giá khoản vay bằng Euro khi tiến hành xây dựng nhà máy vào năm 2003.

Những thông kê chính (VND), trượt 4 quý gần nhất

Giá cao 52 tuần	19,300	Beta	N/A	ROA	6.68%	Vốn điều lệ	720,000,000,000
Giá thấp 52 tuần	13,900	EPS	1,661	ROE	19.94%	Cổ đông nhà nước	70.96%
Khối lượng lưu hành	72,000,000	P/E	11.6	Nợ/Vốn chủ sở hữu	65.1%	Cổ đông trong nước	1.7%
Vốn hóa	1,389,000,000	DIV	10%	Giá sổ sách	11,466	Cổ đông nước ngoài	27.34%

Diễn biến giá



Nguồn: TSC

Thông tin quan trọng

### Khuyến nghị - GIỮ

**Giá trị cổ phiếu.** Chúng tôi đánh giá HOM Là cổ phiếu có được nền tảng cơ bản ổn định. Với EPS dự báo cho năm 2009 lên khoảng 2,083 đ, với mức giá hiện tại 19,300đ, chỉ số P/E hiện tại mới chỉ là 9.3 lần, tương đương mức trung bình ngành. Chúng tôi tự tin khuyến nghị **GIỮ** cổ phiếu này và nắm giữ cho đến khi đạt mức giá mục tiêu 22,500 đ/cp.

### Những điểm sáng

Bên cạnh sản xuất xi măng là nền tảng chính, **HOM đã lên kế hoạch đa dạng hóa sản phẩm và dịch vụ cung cấp gắn chặt với lĩnh vực xây dựng** (gạch, ngói không nung, đá xây dựng, bê tông thương phẩm), xi măng bèn sulfat, xi măng ít tỏa nhiệt, sản xuất vỏ bao xi măng, kinh doanh khoáng sản và phụ gia.

**Việc PR sản phẩm xi măng của VICEM dưới cùng một thương hiệu đồng nhất dưới tên VICEM** được đánh giá là sẽ mang lại những thuận lợi hơn trong việc kích thích tiêu thụ so với việc đơn độc quảng bá cho sản phẩm của riêng mình của từng thành viên.

Có hệ thống mạng lưới phân phối rộng với 35 địa chỉ trải dài từ Bắc đến Trung Bộ và Tây Nguyên.

**Chi phí sản xuất và chi phí tài chính thấp.** COGS có thể được coi ở mức thấp so với các DN trong VICEM cũng như so sánh trên toàn thị trường, là 69.6% trong 2008 (*Nguồn BCB 2008*). Tự thực hiện được những công tác sửa chữa lớn, giảm chi phí thuê ngoài. Chi phí lãi vay thấp do được hỗ trợ về uy tín từ phía VICEM.

**Thực hiện chính sách bán hàng 1 giá tại đầu nguồn.** Điều này hạn chế được biến động giá bán do các nhà phân phối tự ý nâng giá bán, gây ảnh hưởng đến tình hình tiêu thụ của HOM.

Thông tin quan trọng

### Những điểm tối

**Chi phí lãi vay:** Chi phí lãi vay phát sinh từ khoản vay đầu tư nhà máy bằng Euro kèm theo chênh lệch tỷ giá đang trở thành áp lực đối với kế hoạch kinh doanh của HOM.

**Gánh nặng trả nợ:** Những khoản vay tổng cộng hơn 900 tỷ, tuy với lãi suất thấp, vẫn sẽ được đánh giá là những gánh nặng cho HOM. Gánh nặng chi trả vay dài hạn hàng năm đã giảm dần lợi nhuận để lại của HOM, và trở thành 1 trong những yếu tố khiến vay ngắn hạn tăng bên cạnh yếu tố cho KH trả chậm lâu và không yêu cầu KH ứng trước nhiều.

Ước tính hết năm 2009, HOM có khoản nợ phải trả 255 tỷ vnd. Tuy nhiên, đây là điều bình thường diễn ra đối với những DN xi măng hay thép cần vốn huy động cho những dự án có quy mô lớn.

**Vấn đề nhân sự:** Nhân lực chất lượng cao như kỹ sư, đang là vấn đề với HOM khi mà địa bàn của HOM cách xa khu dân cư, gây khó khăn trong việc thu hút nhân sự giỏi. Điều này cũng khiến chi phí bán hàng của HOM gia tăng khi nằm xa các đại lý tiêu thụ.

**Chi phí khấu hao lớn** do nhà máy mới đi vào hoạt động cũng là một yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận của HOM.

**Phân khúc dân sinh bỏ ngõ:** Chưa tập trung được vào phân khúc dân sinh, đây là phân khúc tiềm năng khi quá trình đô thị hóa đang phát triển mạnh ở vùng Quỳnh Lưu và Bắc Trung Bộ.

Đánh giá rủi ro kinh doanh

Thấp Trung bình Cao

Đánh giá của chúng tôi dựa trên cân nhắc về biến động thị trường đối với lĩnh vực kinh doanh và sản phẩm của công ty.

Đánh giá rủi ro thanh khoản

Thấp Trung bình Cao

Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc giá trị giao dịch trung bình thường xuyên trong quan hệ với mức vốn hóa trên thị trường.

Đánh giá rủi ro biến động giá

Thấp Trung bình Cao

Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc sự biến động giá của chính cổ phiếu này và trong mối quan hệ với chỉ số thị trường.

Số liệu tài chính

	Doanh thu (tỷ đồng)			
	QI	QII	QIII	QIV
2009E	271.6	414.7	274.3	278
2008	NA	NA	NA	NA
2007	NA	NA	NA	NA
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	Lợi nhuận (tỷ đồng)			
	QI	QII	QIII	QIV
2009E	30.4	50.2	34.5	35
2008	NA	NA	NA	19.5
2007	NA	NA	NA	NA
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	Chỉ tiêu khác			
	Margin	ROA	ROE	DIV
2009E	11.8%	18.3%	27.3%	10%
2008	7.1%	1.4%	4.1%	6.75%
2007	NA	NA	NA	NA
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	Trung bình ngành			
	Margin	P/B	P/E	Margin
2009E	2,083	10.0	0.94	NA
2008	713	NA	NA	NA
2007	NA	NA	NA	NA
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	Trung bình ngành			
	ROE	P/E	P/B	Margin
2009E	27.3%	NA	NA	NA
2008	19.1%	NA	NA	NA
2007	NA	NA	NA	NA
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA

# Company Update: Công Ty Cổ phần Xi măng Hoàng Mai (HOM - HNX) – GIỮ

## TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

### TỔNG QUAN

**HOM** với công suất 1.45-1.54 triệu tấn xi măng/năm. HOM đã chuyển sang sản xuất PCB40 thay vì PCB30 nhằm đáp ứng nhu cầu xi măng chất lượng cao của thị trường.

### CƠ CẤU DOANH THU và LỢI NHUẬN.

Doanh thu của HOM hầu hết đến từ PCB40. Có 1 đặc điểm ấn tượng mà HOM tạo được khi so sánh với các đối thủ khác, đó là COGS cạnh tranh dao động trong khoảng 70% doanh thu.

### KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH trước 2008 và 3 Quý 09.

Sản lượng định mức 1.5 triệu tấn hàng năm sau khi đã được nâng công suất thêm 10% với sản lượng định mức khởi đầu. Với lợi thế địa bàn Cty gần những mỏ đá vôi và đất sét, cộng với sử dụng những nguyên liệu đầu vào có giá thành thấp như than Antraxit, than cám 3c, 3d, đã giúp HOM có được lợi thế cạnh tranh so với hầu hết các đối thủ lớn nội địa với COGS chiếm 69.6%-71.1% trong doanh thu. Chính nhờ lợi thế đó, HOM đã chiếm lĩnh được thị trường Bắc Trung Bộ, đặc biệt là Nghệ An (55% trong tổng doanh thu trong 3Q đầu năm). Năm 2008, EPS đạt 713 vnd và đến hết QIII09, EPS trượt 4Q của HOM là 1,661 vnd với lợi nhuận đến hết QIII09 lũy kế là 115 tỷ vnd. Chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh này là thành công đối với HOM nhưng không thể không kể đến yếu tố tác động đến, đó là sự phát triển tích cực của nền kinh tế và lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng và bất động sản.

### DỰ BÁO ĐỒNG TIỀN 2009.

Hoạt động kinh doanh sinh lợi của HOM chỉ đến từ hoạt động kinh doanh xi măng thuần túy, chưa mở rộng sang lĩnh vực khác. Đồng tiền trong QIII và QIV có thể sẽ tăng đáng kể so với QII, do 2Q cuối năm thường bắt đầu cho chu kỳ tăng trưởng của mảng xây dựng, bất động sản và cơ sở hạ tầng. Chúng tôi cho rằng, đồng tiền thuần từ kinh doanh xi măng là ổn định, ước tính mang lại 150 tỷ lợi nhuận ròng trên tổng vốn chủ 720 tỷ.

Đồng tiền từ hoạt động kinh doanh chính của HOM, theo chúng tôi nhận định, có thể biến đổi tích cực hơn nếu HOM có thay đổi về chính sách ứng hàng trước cho các nhà phân phối. HOM có vẻ như muốn duy trì mối quan hệ thân thiết với các nhà phân phối nên đã cho các nhà phân phối nhận hàng trước mà thu tiền đặt cọc thấp, điều này được thể hiện bằng con số 1.55 tỷ vnd trong khoản nợ ngắn hạn. Thêm nữa, hệ số vòng quay các khoản phải thu là 10 cho thấy, HOM đang giữ chân các đối tác của mình thông qua những khoản trả chậm trong thời gian tương đối lâu. Tuy nhiên, nếu so sánh với mức bình quân một số công ty trong ngành và với công suất 1.5 triệu thuộc mức trung bình ngành, HOM vẫn đang duy trì hệ số hoạt động khá an toàn. Với nhu cầu thị trường xi măng sẽ có chiều hướng tăng trong quý cuối năm 2009, chúng tôi cho rằng có thể hệ số này không có nhiều thay đổi với việc doanh thu có thể sẽ tăng nhẹ so với QIII09.

### DỰ BÁO TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2009.

HOM có hy vọng vào QIV09 khi thị trường xây dựng có xu hướng ấm lên. Có một điểm cần lưu ý đối với khả năng biến động doanh thu của HOM trong 3 tháng cuối năm. Đó là thay đổi giá của nguyên liệu đầu vào là than. Với quyết định tăng giá bán cho than thêm 20-25%, ngành xi măng nói chung và HOM nói riêng sẽ bị tác động. Tuy nhiên, sự tác động này dao động ở mức độ trần hoặc sàn của giá thay đổi, còn tùy thuộc vào thỏa thuận của VICEM với TKV. Với tỷ trọng than trong sản xuất clinker chiếm 45% trong tổng chi phí COGS, chi phí sản xuất xi măng có thể tăng từ 9-11.2%. Sự tăng giá tăng giá than từ 30/09, theo chúng tôi, sẽ có tác động đến khả năng tăng giá xi măng. Kèm theo việc từ quý I, các doanh nghiệp xi măng đã được quyền quyết định điều chỉnh giá xi măng, thì chúng tôi nhận định giá xi măng sẽ sớm có khả năng điều chỉnh, đặc biệt là vào thời điểm nền kinh tế đã thực sự phục hồi và thị trường xây dựng và bất động sản tiếp tục tăng trưởng.

Với giá thiết kế Quý IV, HOM sẽ sản xuất được 320,000 tấn xi măng. Trong trường hợp giá xi măng chưa tăng trong năm nay, chúng tôi dự báo, HOM sẽ đạt doanh thu khoảng 278 tỷ với giá bán 830,000 vnd/tấn. Nếu giá HOM tăng giá xi măng theo tỷ lệ giá tăng từ 9-11.2%, thì doanh thu sẽ tăng thêm từ 5 tỷ - 11 tỷ lên tương ứng 303 tỷ và 309 tỷ vnd.

Với mức doanh thu 278 tỷ cho Quý III, EPS sẽ được ước tính là 2,083 vnd. Chúng tôi giả định, ngoài than tăng giá, sẽ không có nguyên liệu đầu vào nào tăng giá kể từ bây giờ đến hết năm và nếu áp dụng giá bán tăng theo mức tăng giá xi măng thì EPS sẽ không thay đổi.

### RỦI RO TIỀM ẨN

Rủi ro kinh doanh của HOM được chúng tôi đánh giá ở mức không cao và xuất phát từ 2 yếu tố: Nội địa và Ngoại nhập và rủi ro nội tại đến từ chênh lệch tỷ giá.

- ❖ Rủi ro từ đối thủ nội địa: Loại rủi ro này chủ yếu đến từ những doanh nghiệp ngoài VICEM và liên doanh vì địa bàn kinh doanh của các thành viên VICEM thường đã được ấn định theo chiến lược phát triển của VICEM. Sự xuất hiện của những doanh nghiệp thuộc các TCT lớn cũng như các tập đoàn và sự mở rộng sản lượng sản xuất của các doanh nghiệp tư nhân cũ sẽ là yếu tố gia tăng áp lực cạnh tranh cho HOM và thành viên thuộc VICEM.
- ❖ Rủi ro từ đối thủ nước ngoài: Thuế nhập khẩu xi măng đã giảm xuống 5%. Do vậy, áp lực cạnh tranh từ clinker Thái Lan và Trung Quốc sẽ tác động mạnh đến chiến lược tiêu thụ và địa bàn của HOM.
- ❖ Vấn đề chênh lệch tỷ giá từ khoản vay bằng Euro sẽ là yếu tố tác động không nhỏ tới lợi nhuận của HOM. Đồng Euro đang có xu hướng tăng giá so với đồng USD. Điều này sẽ gây tác động tới tỷ giá VND và Euro và sẽ là yếu tố mà Ban lãnh đạo của HOM cần lưu ý.

### TRIỂN VỌNG NGÀNH.

Ngành xi măng trong 1 năm trở lại đây đang có sự thay đổi mạnh về cung cầu. Sự gia tăng nhanh chóng các nhà máy mới từ các dự án đã được cấp phép từ những năm trước và cả những dự án không nằm trong quy hoạch của Chính phủ đã khiến nguồn cung tăng mạnh. Theo dự báo từ VICEM, trong năm sau lượng cung nội địa sẽ vượt cầu. Bên cạnh sản lượng đang gia tăng từ các nhà máy cũ lẫn mới, thị trường còn đón nhận nguy cơ xi măng và clinker Trung Quốc và Thái Lan tràn sang.

### ĐỊNH GIÁ:

#### Phương pháp P/E:

Với mức so sánh với trung bình ngành P/E là 10 và với EPS forward đến hết năm 2009 là 2,083, chúng tôi đánh giá mức giá của cổ phiếu HOM vào mức **21,000 vnd/cổ phiếu**.

#### Phương pháp P/B:

Với giá trị sổ sách trung bình ngành hiện tại vào khoảng 16,000, và mức P/B vào khoảng 1.5, chúng tôi định giá cổ phiếu của HOM vào mức **24,000 vnd/cổ phiếu**.

*Với sự ổn định trong kinh doanh xi măng và thường mang ít yếu tố đột biến, chúng tôi cân bằng tỷ trọng của cả 2 phương pháp trên. Do vậy, giá của HOM sẽ được xác định ở mức:  $21,000 \times 0.5 + 24,000 \times 0.5 = 22,500$  vnd/cổ phiếu.*

## THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

**Công ty Cổ phần Xi măng Hoàng Mai**  
Thị trấn Hoàng Mai – Quỳnh Lưu – Nghệ An  
Điện thoại: 0383 866170  
Fax: 0383 866648  
Email: [sale@ximanghoangmai.vn](mailto:sale@ximanghoangmai.vn)  
Web: [www.ximanghoangmai.vn](http://www.ximanghoangmai.vn)

**Chủ tịch Hội đồng Quản trị**  
Ông Tạ Quang Bửu

**Giám đốc Công ty**  
Ông Nguyễn Hữu Quang

**Phụ trách Công bố thông tin**  
Ông Nguyễn Quốc Việt – Kế toán trưởng



**Khuyến cáo:** Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân Tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những nhà đầu tư quan tâm tới dịch vụ hỗ trợ đầu tư tại Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2009. TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐAM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.

### Mức Khuyến Nghị

**Mua Mạnh (5 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

**Mua (4 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 10% - 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

**Giữ (3 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 0% - 10% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

**Bán (2 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ (-15%) - 0% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

**Bán Mạnh (1 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể nhỏ hơn (-15%) so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

### Tác giả

Nguyễn Trà Lân

Email: [nguyentralan@thanglongsc.com.vn](mailto:nguyentralan@thanglongsc.com.vn)

Tel: (844) 3726 2600 x 3110

### Sản Phẩm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Phòng Phân tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm sau đây:

#### Thang Long Express

- My Technical View
- Overnight Update
- Company Reports
- Industry Reports

#### Thang Long Intel

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook

**Trụ sở chính:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: +84 (4) 3726 2600 Fax: +84 (4) 3726 2601.

**Chi nhánh:** Tầng 2, Toà nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM  
Điện thoại: +84 (8) 3910 6411 Fax: +84 (8) 3910 6153.

#### Phòng GD:

- 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội  
Điện thoại: +84 (4) 3733 7671 Fax: +84 (4) 3733 7670.  
- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: +84 (8) 3910 2215 Fax: +84 (8) 3910 2216.  
- 126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội  
Điện thoại: +84 (4) 3755 7668 Fax: +84 (4) 3755 7589

**Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn Đầu Tư:** TS. Nguyễn Trọng Nghĩa

**Hà nội Office:** Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Chu Thế Huynh, Tô Đức Hải, Tống Duy Sơn

**Hồ Chí Minh Office:** Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Đình Khánh, Phạm Đăng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Nguyên Có, Nguyễn Hoài An.