

Báo cáo Công ty CP Xi măng Sài Sơn (SCJ)

Ngày 01/04/2009

Khuyến nghị: GIỮ
Giá mục tiêu: 50,678 VND
Giá hiện tại: 38,400 VND

Ngành: Vật liệu xây dựng
Phân ngành: Xi măng
Sàn giao dịch: HASTC

Nguyễn Trà Lân

ĐT: 04 3726 26 00 (Ext. 3110)

Email: nguyentralan@thanglongsc.com.vn



Công ty Chứng khoán Thăng Long

Tầng 6, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà nội;

Điện thoại: +84 (4) 3726 2600

Fax : +84 (4) 3726 2601

Phòng Giao dịch Lý Nam Đế:

14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội

Điện thoại: +84 (4) 3733 7671

Fax : +84 (4) 3733 7670

Phòng Giao dịch Hoàng Quốc Việt

126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Điện thoại: +84 (4) 37557668

Fax : +84 (4) 37557589

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh:

Tầng 2, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: +84 (8) 3910 6411

Fax : +84 (8) 3910 6412

Phòng Giao dịch Tốn Đức Thắng:

02 Tốn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: +84 (8) 3910 2215

Fax : +84 (8) 3910 2216

Website : <http://www.thanglongsc.com.vn>

Kết quả kinh doanh

Thị trường: Sản phẩm xi măng nhãn hiệu Sài Sơn của SCJ hiện được cung cấp chủ yếu khu vực Hà Tây cũ và vùng phụ cận, doanh số từ phân khúc khách hàng lẻ chiếm tỷ trọng lớn, chiếm khoảng 95% trong doanh thu của các năm vừa qua. Hiện tại, SCJ đang tiến hành đầu tư mở rộng sản xuất xi măng PCB 40 và đây được coi là một bước phát triển mới của công ty.

Kết quả SXKD: Năm 2008, sản lượng tiêu thụ xi măng của SCJ đạt hơn 377,000 tấn và doanh thu đạt 253.3 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 7.7% và 26% so với năm 2007. Lợi nhuận sau thuế tính trên 1 cổ phiếu (EPS) trong năm 2008 là 11,946 đồng tăng 14.4% so với năm 2007. Cổ tức dự kiến trả cho năm tài khoá 2008 chỉ là 2,400 đồng thấp hơn so với mức 4,800 đồng của năm 2007. Nguyên nhân là do hơn 1.98 triệu cổ phiếu phát hành cho tăng vốn điều lệ đã được niêm yết vào cuối quý III/09.

Cơ cấu Doanh thu: Doanh thu chủ yếu của SCJ đến từ cung cấp xi măng PCB 30. Sản phẩm được bán cho khách hàng lẻ, những tổ chức lớn về kinh doanh bất động sản và xây dựng là những khách hàng không thường xuyên.

Theo ước tính của doanh nghiệp, khách tiêu thụ PCB 30 chiếm 95% lượng tiêu thụ của công ty. Lượng xi măng tiêu thụ còn lại chủ yếu là PCB 40 bao. Đây là loại được đưa vào sản xuất từ năm 2006, nhằm thử nghiệm sản phẩm mới và cung cấp cho những công trình lớn, công trình ngầm, dưới nước, những nơi đòi hỏi độ đông cứng nhanh và giới hạn chịu nén lớn hơn những công trình dân dụng nhỏ, thường sử dụng PCB 30. Mặc dù vậy, trong lối gộp qua từng năm, PCB 30 vẫn thể hiện là nguồn chính mang lại lợi nhuận cho SCJ.

Một số điểm nhấn về tình hình kinh doanh và tài chính trong năm 2008

- Các khoản phải thu, đặc biệt là khoản trả trước cho người bán, tăng mạnh trong năm 2008, lên 86.7 tỷ (tăng 51% so với 2007), khiến vòng quay các khoản phải thu giảm mạnh trong năm này. Điều này lý giải bởi những khoản tiền trả trước cho nhà thầu của Đức và Trung Quốc để được cung cấp vật tư, trang thiết bị cho dự án nhà máy Nam Sơn.
- Giá trị hàng tồn kho cũng tăng cao trong năm này do hầu hết khoản tiền 13.4 tỷ là giá trị của vật tư, thiết bị cho lắp đặt dây chuyền tại nhà máy Nam Sơn.
- Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) đạt tương ứng 23.9% và 21.3% và giữ được ở mức 2 con số trong 3 năm liền trước, từ 19 – 44%. Có thể đánh giá đây là những nỗ lực ấn tượng của ban lãnh đạo SCJ, nếu so với các doanh nghiệp trong ngành.

Dự án quan trọng

- Dự án duy nhất và cũng là dự án quan trọng nhất của SCJ hiện nay là xây dựng và lắp đặt trang thiết bị dây chuyền lò quay công nghệ khô cho nhà máy Nam Sơn. Dự án này có công suất 360,000 tấn clinker/năm với tổng vốn đầu tư ước tính 350 tỷ đồng, trong đó, vốn chủ sở hữu đáp ứng được khoảng 40% vốn. Các nguồn sẵn có hiện nay gồm tiền gửi ngân hàng (35.5 tỷ), lợi nhuận chưa phân phối (29.1 tỷ), thặng dư vốn (26 tỷ) và quỹ đầu tư phát triển (59 tỷ). Phần vốn huy động còn lại sẽ vay bằng VND từ ngân hàng VIB với lãi suất thả nổi. Đến thời điểm cuối năm 2008, theo thông tin chúng tôi có được từ đại diện của SCJ, hiện Công ty chưa giải ngân khoản vay của VIB.

Thông tin cơ bản



Tên công ty: Công ty Cổ phần Xi măng Sài Sơn
Tên giao dịch quốc tế: Sai Son Cement Joint Stock Company
Địa chỉ: Xã Sài Sơn, huyện Quốc Oai, Hà Nội
Điện thoại: 0433 679378 - Fax: 0433 679379
Website: <http://ximangsaison.com>
Hoạt động chính: Sản xuất clinker và xi măng với 2 loại chính PCB 30 và PCB 40.

Diễn biến giao dịch

Ngày giao dịch đầu tiên: 19/09/2007
Khối lượng GD ngày GD đầu tiên: 149,200 cp
Giá bình quân ngày GD đầu tiên: 82,400 VND/ cp
Giá cao nhất trong 52 tuần: 260,000 VND/cp
Giá thấp nhất trong 52 tuần: 32,500 VND/cp
Khối lượng cổ phiếu NY hiện tại: 4,670,000 cp
Vốn hoá thị trường (03/04/2009): 179.3 tỷ VND

Quá trình hoạt động

- **Tháng 11/1958:** Thành lập Xi Nghiệp Xi măng Sài Sơn
- **Tháng 12/1996:** Đổi tên thành Công ty Xi măng Sài Sơn
- **Tháng 11/2003:** Chuyển đổi mô hình Công ty Cổ phần
- **Tháng 6/2006:** Phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ lên 27.74 tỷ từ 11.74 tỷ đồng ban đầu
- **Quý III/2008:** Nâng vốn điều lệ lên 47.6 tỷ

Cơ cấu cổ đông	Tỷ trọng
SCIC	74.00%
Nhà đầu tư nước ngoài	3.52%
Nhà đầu tư trong nước	22.48%

Tính đến hết QI/ 2009
 Nguồn: SCJ và HASTC

Rủi ro

- SCJ đang đối mặt với những thách thức về việc sử dụng vốn huy động trong năm 2009. Khả năng gia tăng các khoản nợ ngắn hạn dành cho hoạt động kinh doanh tại nhà máy Sài Sơn, sẽ là những yếu tố khiến SCJ cần phải có những biện pháp quản lý dòng tiền nhằm hạn chế tối đa những tác động xấu từ những khoản tiền huy động cho dự án Nam Sơn.
- Những tác động của công nghệ lò đứng đang áp dụng cho nhà máy hiện tại đến môi trường, đến các khu dân cư lân cận vẫn đang là điều quan ngại của cộng đồng đối với Công ty. Công nghệ lò đứng hiện không được Chính phủ cấp phép cho thành lập các nhà máy mới, nhiều khả năng, các nhà máy xi măng lò đứng sẽ phải dừng hoạt động kể từ năm 2011. Đây là chỉ đạo của Chính phủ từ năm 2004 đối với quy hoạch và phát triển ngành xi măng đến năm 2020.

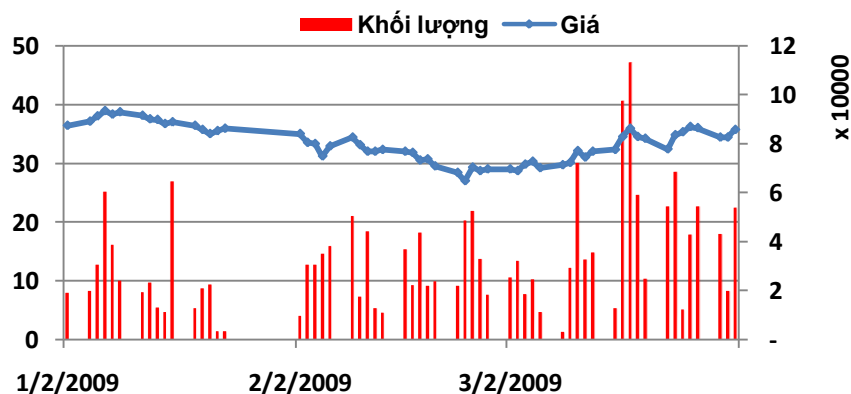
Một số chỉ tiêu tài chính trong những năm trước

	2005	2006	2007	2008
Doanh thu thuần	107.2	134.3	185.1	253.3
Giá vốn hàng bán	75.1	104.8	146.9	201.5
Lợi nhuận sau thuế	26.5	18.8	29.0	39.1
Lợi nhuận biên	24.7%	14.0%	15.7%	15.4%
ROA	42.7%	20.1%	19.3%	21.3%
ROE	55.3%	28.9%	26.4%	23.9%
EPS	22.5	15.9	10.4	11.9
BVPS	40.8	55.3	39.6	50.1

Đơn vị: tỷ đồng, (EPS và BVPS: nghìn đồng)

Nguồn: Báo cáo tài chính SCJ và dự báo của TSC

Diễn biến giá và khối lượng giao dịch của SCJ trong 3 tháng gần nhất



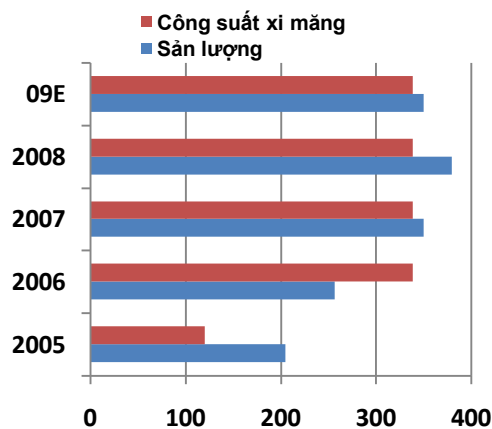
Nguồn: TSC

Khuyến nghị

Với những biến động nội tại có thể có bắt đầu từ quý IV khi nhà máy Nam Sơn đi vào hoạt động, kèm theo những biến động cung cầu trên thị trường xi măng, chúng tôi nhận định, SCJ có khả năng sẽ gặp khó khăn nhất định trong việc đảm bảo sản lượng tiêu thụ và doanh thu năm nay được thực hiện theo kế hoạch.

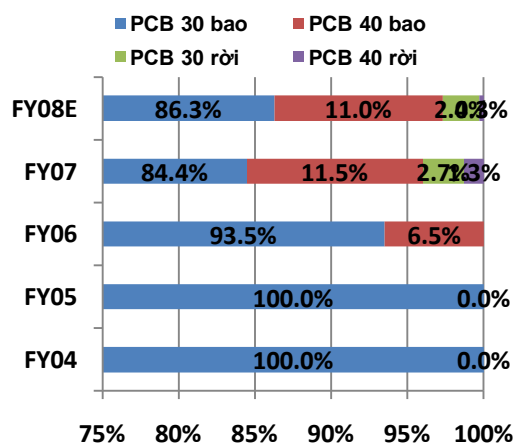
Tuy nhiên, nếu so sánh giá mục tiêu 50,678 VND/cổ phiếu với mức giá giao dịch kết thúc ngày 03/04 là 38,400 VND, cổ phiếu SCJ đáng được cân nhắc nắm giữ.

Công suất và sản lượng tiêu thụ từ 2005 – 2009 (ước tính/’000 tấn)



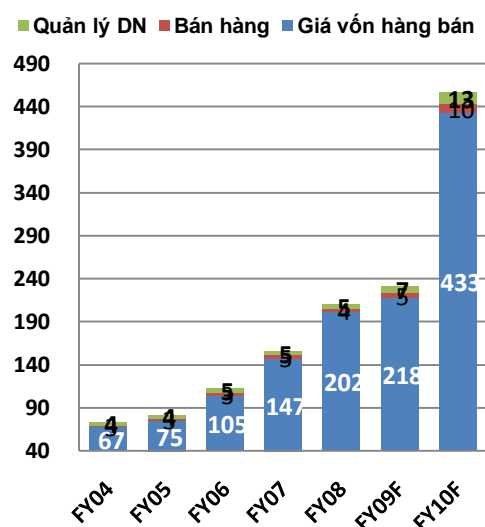
Nguồn: bản cáo bạch SCJ và TSC dự báo

Cơ cấu doanh thu sản phẩm



Nguồn: bản cáo bạch SCJ và TSC dự báo

Cơ cấu chi phí theo năm (tỷ VND)



Nguồn: Báo cáo tài chính SCJ và TSC dự báo

Tổng quan hoạt động

Hoạt động kinh doanh

Hiện tại, SCJ đang hoạt động với một nhà máy chính tại xã Sài Sơn và một trạm nghiền tại Xuân Mai. Trong quý II/2008, SCJ đã tiến hành xây dựng thêm nhà máy mới Nam Sơn tại xã Nam Phương Tiến, huyện Chương Mỹ. Nhà máy này được ban điều hành của SCJ kỳ vọng sẽ sản xuất được khối lượng clinker đủ để thay thế lượng clinker nhập khẩu hàng năm (ước tính khoảng 350,000 tấn/năm). Công nghệ hiện tại được sử dụng tại nhà máy Sài Sơn là công nghệ được sử dụng lâu đời – công nghệ lò đứng, được sử dụng thời kỳ đầu thành lập. Tổng công suất hiện tại SCJ ước tính khoảng 340,000 tấn/năm.

Trên địa bàn tỉnh Hà Tây (cũ) và vùng lân cận, xi măng của SCJ có thể được coi là sản phẩm được sử dụng phổ biến hơn những loại xi măng khác. Khách hàng chủ yếu của SCJ chiếm đến 95% là khách hàng lẻ, sử dụng xi măng SCJ để phục vụ cho mục đích xây, sửa chữa nhà ở. Điều này có nghĩa, xét về khía cạnh ổn định thị phần và doanh thu, SCJ có thể kỳ vọng tiếp tục có được những kết quả khả quan như những năm vừa qua. Việc mở chiến lược kinh doanh sang sản phẩm PCB 40 với cường độ chịu nén tốt hơn và thời gian đông cứng nhanh hơn nhằm cung cấp cho những công trình lớn, công trình ngầm là một bước đi đột phá của Ban lãnh đạo SCJ tuy không mới so với những nhà máy xi măng mới đi vào hoạt động trong thời gian gần đây.

Bảng thống kê lãi gộp của SCJ trong 3 năm gần đây và dự báo cho 2 năm tới:

Đơn vị: nghìn VND	2006	2007	2008	2009F	2010F
Lãi gộp	29,421	38,151	51,778	53,910	101,728
Thu/Chi tài chính	(2,868)	(241)	(347)	(7,639)	(27,318)
Chi phí bán hàng	(3,018)	(4,629)	(4,238)	(5,443)	(9,627)
Chi phí hành chính (quản lý doanh nghiệp)	(4,954)	(4,505)	(5,080)	(7,349)	(13,370)

Nguồn: Báo cáo tài chính SCJ và TSC dự báo

Công suất

Công suất hiện tại của nhà máy Sài Sơn là 120,000 tấn xi măng/năm cộng với công suất của trạm nghiền tại Xuân Mai là 240,000 tấn xi măng/năm thì có thể thấy được sản lượng mà SCJ đạt được trong những năm qua là đã vượt công suất. Chi phí khấu hao của nhà máy Sài Sơn hiện tại gần như đã hết, vì vậy, Ban lãnh đạo SCJ đang kỳ vọng vào lợi nhuận trong năm nay sẽ tiếp tục được duy trì ở mức cao như năm 2008.

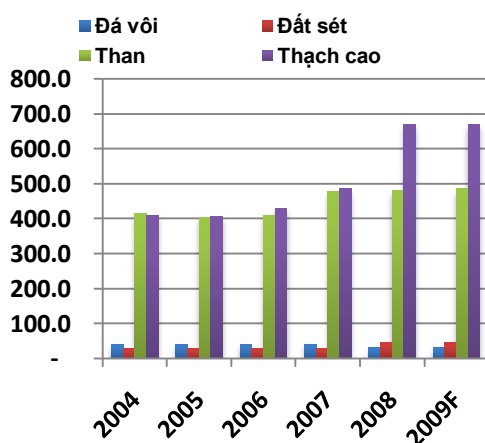
Công nghệ

Hiện tại, nhà máy xi măng Sài Sơn đang áp dụng công nghệ sản xuất lò đứng. Công nghệ sản xuất này hiện không được Chính phủ khuyến khích sử dụng đối với những nhà máy thành lập mới. Việc vẫn duy trì hoạt động của nhà máy hiện tại đang được coi là một trong những điểm hạn chế của SCJ, đặc biệt là tác động của nó đối với môi trường và khu dân cư lân cận.

Thị phần

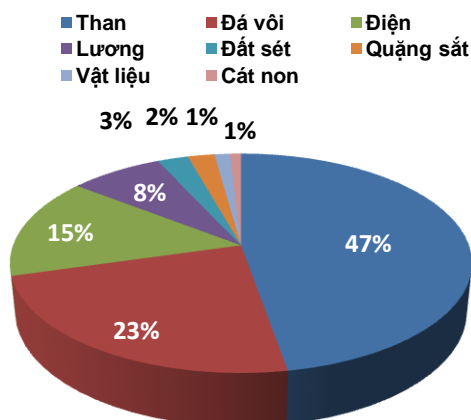
Với sản lượng tiêu thụ như hiện nay (khoảng 370,000 tấn/năm), thị phần của SCJ hiện đang chiếm khoảng 1.1% của khu vực phía Bắc và 12% thị phần trong số các nhà máy đang sử dụng công nghệ lò đứng. Nếu tính giới hạn trong khu vực Hà Tây cũ thì SCJ hiện đang đứng vị trí số một về thị phần.

Giá nguyên vật liệu chính qua các năm



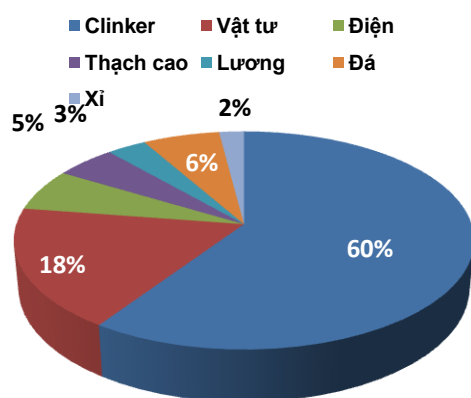
Đơn vị: 000VND/tấn
Nguồn: SCJ và TSC dự báo

Cơ cấu chi phí sản xuất 1 tấn clinker



Nguồn: TSC tổng hợp

Cơ cấu chi phí sản xuất 1 tấn xi măng



Nguồn: TSC tổng hợp

Nguồn nguyên, nhiên liệu

Nguyên, nhiên liệu chính cấu thành nên clinker và xi măng là than cám, đá vôi và điện. Tỷ trọng của than, đá vôi và điện chiếm hơn 4/5 chi phí sản xuất 1 tấn clinker của nhà máy Sài Sơn. Bên cạnh đó, điện nghiền và điện đóng bao cũng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá đầu vào của 1 tấn xi măng. Theo đề nghị của Tập đoàn than và khoáng sản (TKV), có khả năng giá than sẽ tăng trong năm 2009. Như vậy, giá nguồn nhiên liệu đầu vào này sẽ có thể tăng đối với ngành xi măng và điện. Nếu đề xuất của TKV được Chính phủ phê duyệt, thì có khả năng giá bán lẻ xi măng trong năm 2009 sẽ có thể có sự điều chỉnh.

Trong số những nguyên, nhiên liệu đầu vào, than và thạch cao là 2 nguồn có giá đầu vào trên một tấn cao nhất, ước tính tương ứng là 630,000 đ/tấn và 720,000 đ/tấn/năm (số liệu năm 2008 – TSC tham khảo). Tuy nhiên, tỷ trọng của thạch cao chỉ chiếm 5% trong cơ cấu giá đầu vào, do vậy, giá than sẽ là yếu tố được quan tâm hơn cả, bên cạnh giá điện sản xuất. Trong khi đó, điện sẽ có thể đóng vai trò yếu tố tăng giá nhiều nhất trong cơ cấu giá 1 tấn clinker sản xuất tại nhà máy Nam Sơn, do chi phí vận hành công nghệ mới.

Cơ cấu chi phí hàng năm

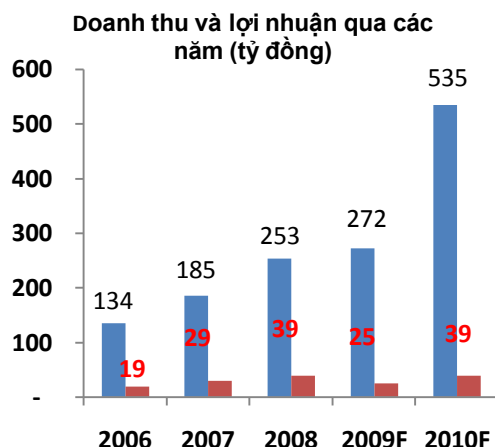
Bảng cơ cấu chi phí hàng năm cho chúng tôi có một cái nhìn khá rõ rệt về những biến động trong cơ cấu chi phí. Năm 2004 và 2005 là 2 năm không có nhiều biến động đột biến khi chỉ đơn thuần tăng do tăng sản lượng sản xuất với sản phẩm chính là PCB 30. Tuy nhiên, sang đến năm 2006, sự biến động này đến từ tăng sản lượng và cả về chủng loại sản phẩm. SCJ đã mở rộng cung cấp loại sản phẩm khi cho ra đời PCB 40 chuyên cung cấp cho các công trình ngầm và lớn như cầu, cảng hay làm móng các tòa nhà lớn. Thông qua việc thuê trạm nghiền Xuân Mai với công suất 150,000 tấn/năm, SCJ đã gia tăng giá vốn hàng bán (COGS) thêm 39.6% trong năm 2006 so với năm 2005, trong khi COGS chỉ tăng 11.6% so với năm trước đó (2004). Xét về tỷ trọng trong cơ cấu chi phí, giá vốn hàng bán chiếm khoảng 91 – 93%, còn lại, chi phí quản lý doanh nghiệp, bao gồm lương, chiếm tỷ trọng không nhiều, từ 4.8 – 5.7 %.

Trong cơ cấu chi phí COGS, than, điện và đá vôi là 3 nguồn nguyên, nhiên liệu chiếm tỷ trọng rất lớn, khoảng 2/3. Những khoản đáng kể còn lại là đá vôi và phụ gia. Chi phí cho nhập phụ gia sẽ tăng mạnh trong năm tới khi PCB 40 cần có hàm lượng phụ gia lớn hơn nhiều so với PCB 30.

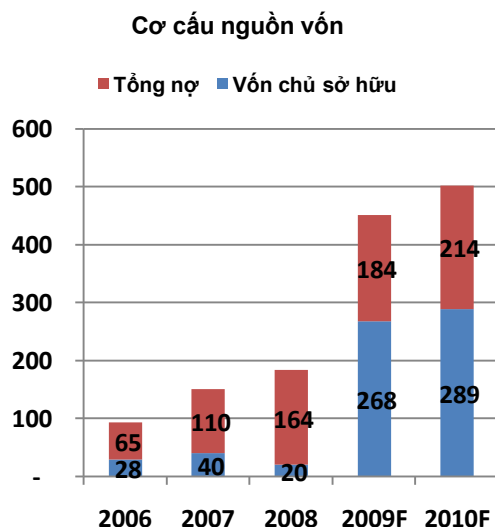
Than cám và điện, có nhiều khả năng, sẽ tăng mạnh trong năm sau khi TKV đề xuất tăng giá. Trong khi đó, xi măng, do là mặt hàng chiến lược của Chính phủ, sẽ bị kiểm chế giá bán, nhằm tránh những tác động xấu gây tăng lạm phát. Thêm vào đó, sự đi xuống về giao dịch của khu vực xây dựng và bất động sản trong năm tới, nếu không xấu hơn năm nay, nhưng cũng đủ là mối lo ngại cho những doanh nghiệp xi măng.

Khấu hao

Thời gian khấu hao của nhà máy hiện tại (Sài Sơn) đã hết nên lợi nhuận của SCJ đã đạt mức cao trong những năm gần đây. Do vậy, khi nhà máy này ngừng hoạt động, thuận lợi này sẽ không còn nữa, lợi nhuận của công ty có thể bị ảnh hưởng.

Đánh giá dự án nhà máy Nam Sơn (công suất 360,000 tấn clinker/năm)


Nguồn: Báo cáo tài chính SCJ và TSC dự báo



Nguồn: Báo cáo tài chính SCJ và TSC dự báo

Dự án xây dựng nhà máy Nam Sơn được đánh giá có vai trò rất lớn trong quá trình phát triển sau này. Dự án này có thể coi là bắt đầu một chu kỳ phát triển mới của SCJ. Nhà máy Nam Sơn được kỳ vọng sẽ sản xuất thay thế lượng clinker 350,000 tấn nhập khẩu hàng năm đồng thời sẽ mang lại lợi nhuận cao nhờ tự sản xuất clinker.

Chúng tôi nhận định, nhà máy Nam Sơn sẽ đóng vai trò quan trọng trong tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của SCJ kể từ 2010. Lợi nhuận sau thuế sẽ có biến động giảm trong năm 2009 nhưng khả năng sẽ tăng trở lại từ năm 2010. Với chi phí quản lý và bán hàng chiếm không quá 5%/năm, trong khi giá vốn hàng bán đang giảm dần do chủ động tự sản xuất clinker là những yếu tố duy trì mức lợi nhuận biên cao hơn so với những đối thủ khác trong ngành.

Dự án quan trọng nhất của SCJ trong thời điểm hiện tại cũng như trong 9 tháng đầu năm 2009 là nhà máy sản xuất xi măng PCB 40 với hàm lượng phụ gia như thạch cao, xỉ... nhiều hơn PCB 30 từ 10 – 15%. Đây là loại sản phẩm mới được sản xuất song song với sản phẩm truyền thống PCB 30 kể từ năm 2005. Tuy nhiên, đến thời điểm cuối năm 2008, chủng loại PCB 40 mới được SCJ chính thức mở rộng sản xuất. Loại sản phẩm này sẽ hưởng đến các nhà sản xuất các công trình lớn như cầu cảng, công trình ngầm hay làm móng.

Vốn đầu tư

Vốn huy động đầu tư cho dự án này ước tính khoảng 350 tỷ đồng. Hiện tại SCJ đầu tư hoàn toàn bằng vốn của công ty và chưa sử dụng đến nguồn vốn từ ngân hàng cho vay là VIB. Hợp đồng với ngân hàng đã ký kết nhưng công ty chưa tiến hành giải ngân. Lãi suất sẽ ấn định tại thời điểm giải ngân vốn. Dự án Nam Sơn dự kiến sẽ vận hành từ tháng 9/2009 với công suất ban đầu 1,000 clinker/ngày. Lượng clinker được sản xuất tại nhà máy Nam Sơn sẽ thay thế cho lượng clinker nhập khẩu trước đây phục vụ cho trạm nghiền Xuân Mai.

Với quỹ đầu tư lớn, tích lũy từ thặng dư vốn và lợi nhuận để lại, SCJ có thể yên tâm một phần về vốn đầu tư cho dự án nhà máy Nam Sơn. Phần vốn còn lại cho dự án này sẽ được huy động từ ngân hàng VIB với lãi suất thả nổi. Với biến động lãi suất huy động vốn từ các ngân hàng trong thời gian hiện tại đang có chiều hướng giảm, chúng tôi nhận định lãi suất cho vay sẽ không là yếu tố tạo sức ép lớn về chi phí lãi vay cho SCJ ít nhất trong nửa cuối 2009.

Nguồn nguyên liệu

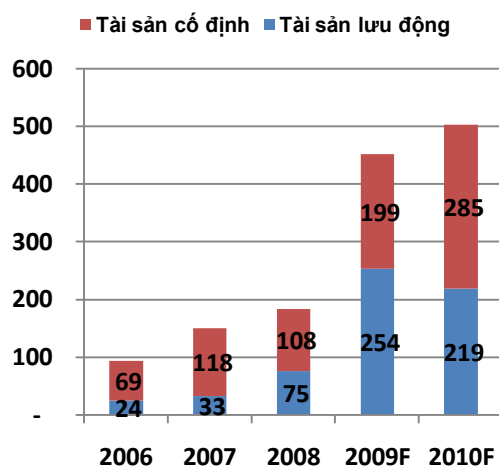
Nguồn nguyên liệu đầu vào đá vôi cho nhà máy Nam Sơn, theo ước tính của doanh nghiệp có thể cung cấp trong vòng 50 năm, với vị trí mỏ đá vôi cách nhà máy 2km. Chi phí vận chuyển sẽ là yếu tố lợi thế khi tính đến giá cấu thành nên giá sản phẩm. Những nguồn đầu vào khác như đất sét và phụ gia không phải là những yếu tố đáng kể cho dự án Nam Sơn trong những năm đầu của sản xuất.

Trước mắt, ba yếu tố có thể sẽ là những khó khăn cho Nam Sơn đó là thạch cao, than và điện. Nguồn thạch cao hoàn toàn nhập từ Trung Quốc sẽ là yếu tố khiến Công ty khó kiểm soát nhất về giá đầu vào. Than và điện sẽ là 2 trong số những yếu tố được chúng tôi cho là sẽ tác động đến giá đầu ra trong năm sau khi mà TKV đang đề xuất tăng giá bán than cho các hộ sử dụng nhiều trong đó có ngành Xi măng. Tương tự như vậy, tăng giá bán điện cũng là một chủ đề được EVN đề cập tới nhiều trong suốt một thời kỳ dài.

Tỷ suất đầu tư

Nếu so với những doanh nghiệp khác đi vào sản xuất trong năm thì nhà máy Nam Sơn có mức chi phí sản xuất thấp hơn từ 16 – 18%/tấn. Trong khi đó, giá bán ước tính trên thị trường của xi măng hiệu Nam Sơn từ 760 – 790,000 đ/tấn, thấp hơn khoảng từ 20 – 23% so với những đối thủ ở miền Bắc như Hoàng Thạch, Bút Sơn - (TSC tham khảo). Nếu nhìn vào sự chênh lệch này, có thể

Cơ cấu tài sản



Nguồn: Báo cáo tài chính SCJ và TSC dự báo

thấy lợi thế mà Nam Sơn có được về giá là rất lớn. So với giá clinker nhập khẩu để nghiền tại Xuân Mai thì clinker tự sản xuất được sẽ thấp hơn giá nhập khẩu và giải quyết được vấn đề nguồn cung clinker cho trạm nghiền Xuân Mai.

Theo số liệu do doanh nghiệp cung cấp, với công suất 360,000 tấn clinker, SCJ sẽ sản xuất ra gần 530,000 tấn xi măng/năm. Như vậy là với một tấn clinker, SCJ sẽ sản xuất ra được 1.47 tấn xi măng. Nếu so với tỷ lệ trung bình của ngành khoảng 1.25, thì tỷ lệ này là rất cao. Điều đó cũng có nghĩa, lượng CO2 thải ra sẽ cao hơn mức bình quân, và môi trường bị tác động có thể sẽ là một mối quan ngại. Một khi môi trường bị tác động xấu, tất yếu sẽ có phản ứng từ cơ quan chức năng cũng như dân cư xung quanh. Đây sẽ là một yếu tố mà chúng tôi không loại trừ khi tính đến khả năng nhà máy Sài Sơn sẽ có thể di dời sớm hơn dự tính. Và đây cũng là điều mà chúng tôi cho là SCJ cần lưu tâm trong quá trình sản xuất của nhà máy Nam Sơn.

Vận chuyển

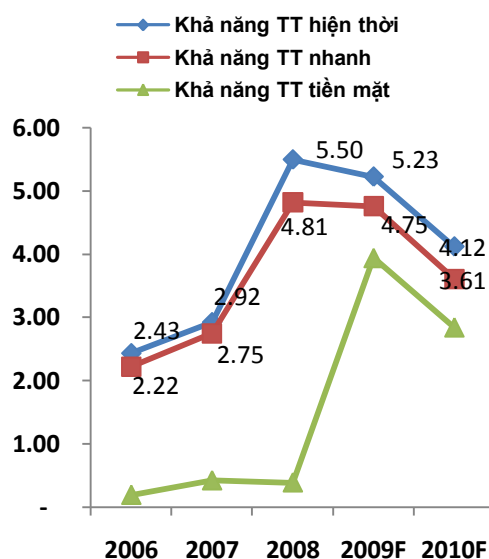
Việc vận chuyển clinker từ nhà máy Nam Sơn xuống trạm nghiền Xuân Mai và nhà máy Sài Sơn có thể coi là tương đối thuận lợi. Nhà máy Nam Sơn được xây dựng trên khu vực đồng bằng. Tuy nhiên, địa lý xã Nam Phương Tiến được xác định là vị trí thấp so với địa hình vùng Hà Tây (cũ) và cả Hà Nội. Do vậy, chúng tôi nhận định, doanh thu của SCJ, đặc biệt là Nam Sơn, sẽ bị ảnh hưởng cả về vận chuyển và bảo quản vào mùa mưa

Khấu hao

Với việc áp dụng phương pháp khấu hao đường thẳng và thời gian khấu hao của nhà máy ước tính trong 15 năm thì khấu hao một năm sẽ tương đối lớn, khoảng gần 23 tỷ. Với việc một loạt các nhà dự án và nhà máy mới sẽ hoạt động trong năm nay, nhất là ở khu vực phía Bắc, thì SCJ sẽ phải đối mặt với áp lực điều hành nhà máy mới chạy hết công suất ngay từ những năm đầu nhằm tối đa hiệu quả đầu tư.

Đánh giá các chỉ tiêu tài chính

Hệ số thanh toán



Nguồn: Báo cáo tài chính SCJ và TSC dự báo

Hệ số thanh toán

Hệ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh trong khoảng thời gian gần đây cho thấy SCJ đang có được sự an toàn trong cơ cấu tài sản. Điều này cũng dễ nhận thấy khi SCJ trong thời gian qua, lượng hàng bán luôn được duy trì ở mức cao. Lượng hàng sản xuất ra gần như được tiêu thụ hết, đặc biệt là trong thời gian vừa qua rơi vào mùa khô, mùa thuận lợi cho xây dựng.

Tuy nhiên, các chỉ số này sẽ có những biến động lớn trong năm tới khi có thêm dự án Nam Sơn. Hệ số thanh toán nhanh và thanh toán hiện thời sẽ giảm khi có sự gia tăng về các khoản phải trả cho nhà thầu cung cấp thiết bị và cung cấp nguyên vật liệu sản xuất cho dự án Nam Sơn. Khi đó, nhiều khả năng, SCJ sẽ phải huy động thêm vốn vay ngắn hạn phục vụ cho những hoạt động kinh doanh.

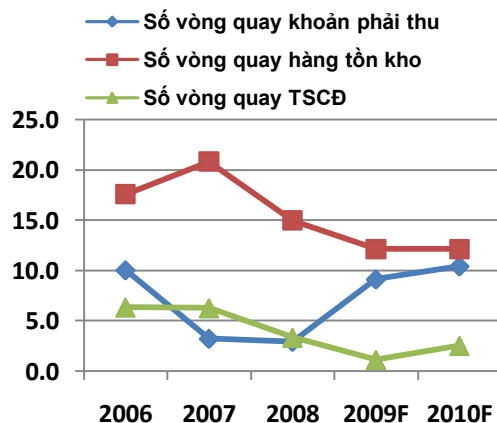
So sánh hệ số thanh toán của 4 doanh nghiệp niêm yết (tính đến 2008)

	Số vòng quay khoản phải thu		Số vòng quay hàng tồn kho		Số vòng quay TSCĐ	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
SCJ	3.2	2.9	20.8	15.0	6.3	3.4
BTS	4.9	5.4	2.2	0.5	0.6	0.6
HT1	3.6	12.6	3.8	4.8	2.1	1.6
BCC	4.2	5.7	1.5	0.7	1.4	0.9

Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty

Do có những khoản đầu tư vào dự án Nam Sơn, nên trong 2 năm qua, số ngày hàng tồn kho của SCJ tăng cao đột biến. Tuy nhiên, theo chúng tôi dự báo cho những năm sau, chỉ số này sẽ giảm dần nhưng vẫn ở mức cao hơn nếu so với những doanh nghiệp niêm yết cùng ngành. Số vòng quay tài sản cố định cũng cho thấy hiệu quả kinh doanh của SCJ trong 2 năm vừa qua khi so sánh với BCC, BTS và HT1.

Hệ số hoạt động



Nguồn: Báo cáo tài chính SCJ và TSC dự báo

Hệ số hoạt động

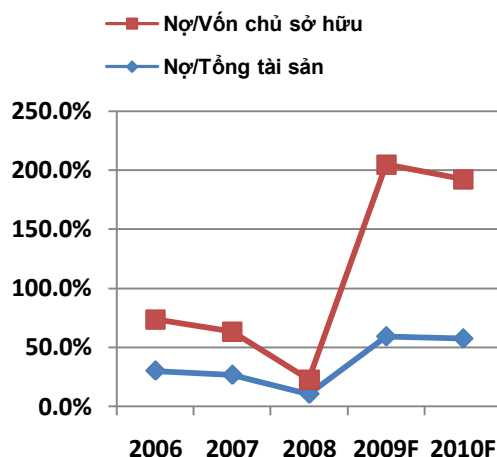
Chúng tôi nhận định, số ngày các khoản phải thu sẽ không duy trì ở mức thấp như những năm qua, khi nhà máy Nam Sơn đi vào hoạt động. Việc cung cấp xi măng PCB 40 cho các công trình lớn, đòi hỏi sự linh hoạt trong chính sách bán hàng để nhằm thu hút được những khách hàng lớn và quan trọng. Như vậy, việc duy trì thu tiền trước khi giao hàng sẽ không hoàn toàn dễ thực hiện như những năm vừa qua. Đây là yếu tố SCJ cần lưu ý khi cung cấp một lượng lớn xi măng hơn hẳn những năm qua tại thị trường Hà Tây (cũ)

So sánh hệ số đòn bẩy của 4 doanh nghiệp niêm yết (tính đến cuối 2008)

	Hệ số thanh toán hiện thời		Hệ số thanh toán nhanh		Hệ số thanh toán tiền mặt	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
SCJ	2.9	5.5	2.7	4.8	0.4	0.4
BTS	0.8	2.6	0.4	0.4	0.1	0.1
HT1	1.7	1.0	1.0	0.3	1.0	0.05
BCC	4.2	5.6	1.5	0.9	0.3	0.2

Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty

Hệ số đòn bẩy



Nguồn: Báo cáo tài chính SCJ và TSC dự báo

Hệ số đòn bẩy

Chúng tôi dự báo, hệ số nợ sẽ tăng mạnh trong năm 2009, tăng khoảng 2.5 lần so với những năm trước, do khoản nợ dài hạn cung cấp cho xây dựng và lắp đặt dây chuyền sản xuất nhà máy Nam Sơn.

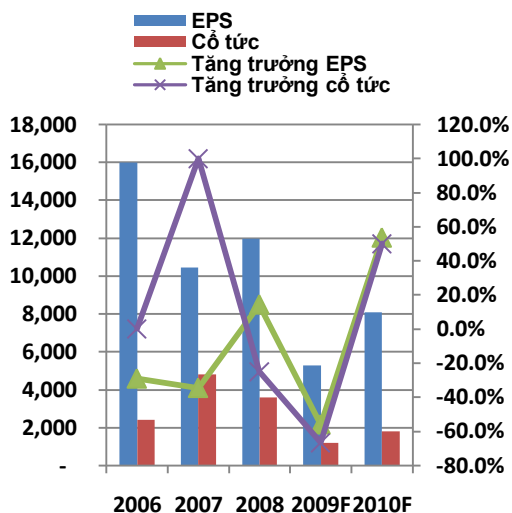
So sánh hệ số đòn bẩy của 4 doanh nghiệp niêm yết (tính đến cuối 2008)

	Hệ số nợ/Tổng tài sản		Hệ số nợ dài hạn/trên vốn chủ + nợ dài hạn		Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
SCJ	0.3	0.1	-	-	0.4	0.1
BTS	0.6	0.7	0.3	0.7	1.3	2.7
HT1	0.6	0.8	0.4	0.8	1.5	4.9
BCC	0.6	0.7	0.5	0.7	1.3	2.6

Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty

So sánh với các công ty có công suất lớn trong ngành là thành viên của Tổng công ty Xi măng Việt Nam (VICEM) ở bảng trên, SCJ có hệ đòn bẩy an toàn hơn. Đặc biệt, SCJ không có những khoản vay dài hạn trong 2 năm qua. Điều này cho thấy nhà máy Sài Sơn đã được tận dụng tối đa khả năng để chạy hết công suất trong những năm trước.

Lợi nhuận trên một cổ phiếu, cổ tức (VND) và tăng trưởng hàng năm



Nguồn: Báo cáo tài chính SCJ và TSC dự báo

Hệ số sinh lợi

Với thực tế đầu ra trên thị trường như hiện nay, chúng tôi cho rằng, khả năng duy trì tăng trưởng doanh thu thuần và lợi nhuận ròng trong năm 2009 sẽ không được như năm 2008. Khả năng tăng trưởng mạnh mẽ trở lại, có thể rơi vào năm 2011 khi mà nhà máy mới Nam Sơn đi vào hoạt động sau 1 năm.

Tỷ suất sinh lợi trong giai đoạn 2006 – 2008 và dự báo cho 2009 và 2010:

	2006	2007	2008	2009F	2010F
Tỷ suất lãi gộp/Doanh thu	21.9%	20.6%	20.4%	19.8%	19.0%
Tỷ suất lợi nhuận KD/Doanh thu	16.0%	15.7%	16.8%	15.1%	14.7%
Tỷ suất lãi ròng/Doanh thu	14.0%	15.7%	15.4%	9.2%	7.2%
Hệ số dòng tiền mặt/Doanh thu	0.9%	6.2%	-3.7%	55.0%	36.7%
Tỷ suất lợi nhuận/Tổng tài sản	20.1%	19.3%	21.3%	5.5%	7.7%
Tỷ suất lợi nhuận/Vốn chủ sở hữu	28.9%	26.4%	23.9%	13.6%	18.0%
Tỷ suất thu tiền mặt/Tổng tài sản	5.8%	11.2%	4.1%	33.1%	39.0%

Nguồn: Báo cáo tài chính SCJ và TSC dự báo

Từ năm 2004 - 2008, SCJ kinh doanh sản phẩm PCB 30 khá hiệu quả, được thể hiện qua tỷ suất lợi nhuận biên cao (trên 15%), cũng như hệ số lợi nhuận ròng trên tổng tài sản và lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, những hệ số này, theo chúng tôi dự báo, sẽ có chiều hướng giảm trong năm 2009, khi tài sản cố định tăng mạnh do có sự đóng góp của dự án Nam Sơn.

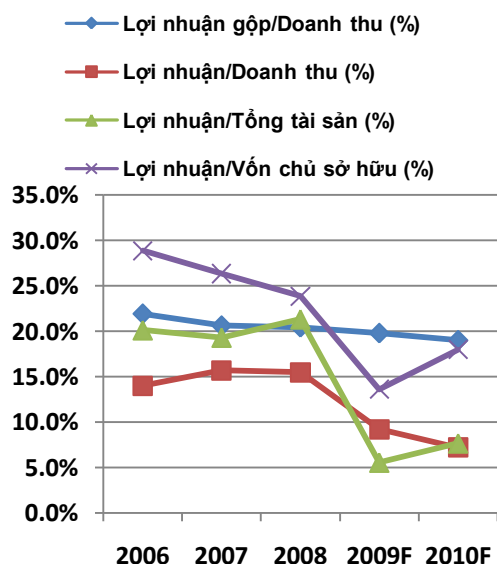
SCJ được đánh giá là doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận biên vào hàng cao nhất trong số các doanh nghiệp xi măng hiện nay (dao động từ 15 – 20%/năm trong 4 năm qua). Lợi nhuận trên một cổ phiếu của SCJ trong 4 năm qua được đánh giá là cao (từ 10,400 VND đến 22,500 VND). Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá thì có khả năng EPS sẽ không đạt được những mức như vậy trong khoảng 3 - 4 năm tới.

So sánh chỉ số sinh lợi của các doanh nghiệp trong ngành (tính đến 2008)

Công ty	2008		(VND)		
	ROA	ROE	Lợi nhuận biên	EPS	Giá trị sổ sách
SCJ	25.2%	30.0%	15.4%	11,946	27,401
BCC	5.3%	18.0%	10.9%	2,196	12,169
BTS	2.9%	9.5%	8.7%	1,146	12,057
CCM	8.2%	17.8%	4.0%	3,611	12,120
HT1	1.7%	7.8%	2.8%	810	10,431
QNC	4.5%	27.1%	7.1%	4,204	15,489
SCC	9.8%	11.9%	6.2%	2,316	19,473
SDY	2.5%	17.0%	2.1%	3,577	20,991
TBX	19.8%	49.3%	5.8%	6,361	12,909
XMC	5.1%	17.3%	5.3%	4,349	25,154
YBC	0.4%	3.3%	0.6%	644	19,803

Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty

Hệ số sinh lợi



Nguồn: Báo cáo tài chính SCJ và TSC dự báo

Triển vọng công ty trong năm 2009

Theo dự báo của chúng tôi, trong năm 2009, SCJ sẽ đạt doanh thu khoảng 272.2 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế khoảng 25 tỷ đồng, thấp hơn tương ứng 4% và 16.7% so với kế hoạch của doanh nghiệp đề ra. Sự khác biệt này đến từ những dự báo về tăng trưởng về doanh thu tại thị trường Hà Tây (cũ) và các vùng lân cận. Chúng tôi cho rằng SCJ sẽ không hoàn toàn thuận lợi khi tiêu thụ được sản lượng đầu ra PCB 40 của nhà máy Nam Sơn trong quý IV/09.

Với mức thuế thu nhập doanh nghiệp 25%, chúng tôi dự báo SCJ sẽ gặp khó khăn với mục tiêu 30 tỷ lợi nhuận ròng khi không còn được hưởng chính sách ưu đãi thuế như 2 năm trước. Vì vậy, chúng tôi giả định lợi nhuận sau thuế là 25 tỷ đồng.

Tuy nhiên, có những vấn đề mà nhà đầu tư nên lưu tâm đối với hoạt động sản xuất của SCJ trong thời gian tới. Thứ nhất là hoạt động sản xuất của nhà máy Nam Sơn, dự kiến sẽ hoạt động từ quý IV/09, ảnh hưởng tới dòng tiền, doanh thu và lợi nhuận trong năm 2009. Thứ hai, năm nay sẽ có một loạt những nhà máy mới đi vào hoạt động, làm gia tăng lượng cung và có thể sẽ dẫn tới khả năng dư cung. Một điều nữa, chúng tôi đánh giá có khả năng tác động tới kế hoạch sản xuất trong tương lai gần, đó là việc nhà máy Sài Sơn hiện tại có thể sẽ không hoạt động trong thời gian 2 – 3 năm nữa. Yếu tố này bắt nguồn từ việc công nghệ mà nhà máy đang áp dụng hiện nay không được Chính phủ khuyến khích do những ảnh hưởng nhất định về môi trường cũng như vị trí của nhà máy tọa lạc gần với những khu vực đông dân cư. Tuy nhiên, một điều khá chắc chắn là nhà máy Sài Sơn chỉ có thể dừng hoạt động khi nhà máy Nam Sơn đi vào sản xuất chính thức. Vì vậy, chúng tôi tin rằng, ít nhất trong năm 2009, doanh thu và lợi nhuận của SCJ vẫn sẽ đến từ nhà máy Sài Sơn và có thể tăng nhờ có đóng góp của nhà máy Nam Sơn từ quý IV.

Dự báo một số chỉ tiêu tài chính cho năm 2009

- **Hệ số thanh toán**
Hệ số thanh toán, theo chúng tôi đánh giá sẽ vẫn duy trì được sự an toàn như đã có trong những năm trước đây.
- **Hệ số đòn bẩy**
Tăng mạnh hơn so với những năm trước do khoản vay 230 tỷ huy động cho nhà máy Nam Sơn được giải ngân. Hệ số nợ/tổng tài sản và hệ số nợ dài hạn/vốn chủ + nợ dài hạn có thể được xem là trong tầm kiểm soát. Tuy nhiên, hệ số nợ/vốn chủ sở hữu sẽ biến động mạnh, do khoản vay cho dự án Nam Sơn sẽ được giải ngân hết.
- **Hệ số sinh lời**
Lợi nhuận biên sẽ giảm do phải nộp đầy đủ khoản thuế thu nhập doanh nghiệp 25%, cộng với chi trả lãi vay cho khoản vay 230 tỷ nên lợi nhuận sau thuế sẽ giảm so với năm 2008. Ngoài ra, do dự án Nam Sơn được đưa vào hoạt động nên, ROA và ROE cũng sẽ giảm so với năm trước.

Chỉ tiêu tài chính được dự báo cho 5 năm tới

	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Doanh thu thuần	272.2	534.8	590.9	505.6	544.7
Giá vốn hàng bán	218.3	433.1	481.5	413.6	447.4
Lợi nhuận sau thuế	24.7	40.5	45.4	36.4	41.4
Lợi nhuận biên	9.1%	7.6%	7.7%	7.2%	7.6%
ROA	5.5%	8.0%	8.4%	6.8%	7.6%
ROE	13.5%	18.8%	18.2%	13.1%	13.3%
EPS	5.20	8.51	9.53	7.65	8.70
BVPS	38.61	45.32	52.46	58.50	65.20

Đơn vị: tỷ đồng, (EPS và BVPS: nghìn đồng)

Nguồn: Báo cáo tài chính SCJ và dự báo của TSC

Các thành viên Ban quản trị và Ban điều hành

Thành viên	Chức vụ	Trình độ chuyên môn
Ông Nguyễn Văn Bổng	Chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm Giám đốc	Kỹ sư Xây dựng - Ngành Vật liệu Xây dựng
Ông Nguyễn Duy Quý	Phó Chủ tịch HĐQT - Phó Giám đốc	Kỹ sư Hóa học - Ngành hóa Vô cơ
Ông Vương Văn Long	Ủy viên HĐQT - Phó Giám đốc	Kỹ sư Hoá học - Ngành Vô cơ Kỹ thuật
Ông Nguyễn Chí Long	Ủy viên HĐQT	Kỹ sư Tổ chức thi công Thủy lợi
Ông Nguyễn Hữu Dương	Ủy viên HĐQT	n/a
Ông Nguyễn Hữu Năng	Ủy viên HĐQT	Kỹ sư Cơ khí
Ông Phùng Minh Tuấn	Ủy viên HĐQT - Kế toán trưởng	Cử nhân Kinh tế
Ông Ngô Thành Đồng	Phó Giám đốc	Kỹ sư Cơ khí

Nguồn: Báo cáo thường niên SCJ

Chúng tôi đánh giá cao những hoạch định mang tính chiến lược từ phía Ban lãnh đạo trong việc phát triển công ty. Việc lựa chọn nhà máy Nam Sơn tách rời khỏi khu dân cư cũng như việc hướng đến sản xuất xi măng PCB 40 để đáp ứng nhu cầu cao hơn của người tiêu dùng có thể được xem như là quyết định đột phá của SCJ. Tuy nhiên, để có được đánh giá xác thực hơn về hiệu quả của chiến lược phát triển này thì việc tìm kiếm thị trường tiêu thụ cho lượng clinker và xi măng sản xuất từ nhà máy mới sẽ là mục tiêu cần hướng đến đầu tiên.

Chúng tôi cũng đánh giá cao tính minh bạch trong trao đổi thông tin với các nhà đầu tư của Ban lãnh đạo SCJ. Đây thể coi là một trong những điểm mà SCJ đã làm tốt để tạo uy tín cần có đối với các nhà đầu tư trong quá trình huy động vốn cho hoạt động mở rộng sản xuất của doanh nghiệp.

Phân tích mô hình 5 yếu tố cạnh tranh PORTER**Áp lực từ đối thủ cạnh tranh trong ngành**

Chúng tôi tính tỷ lệ tập trung ngành cho 4 công ty có thị phần lớn nhất Việt nam hiện nay, gồm Xi măng Bỉm Sơn, Xi măng Bút Sơn, Xi măng Hà Tiên I và Xi măng Holcim với tỷ lệ thị phần lần lượt là 5.6%, 4%, 5%, 5% (tính đến Quý I 2008 – do TSC tổng hợp).

$$\text{Tỷ lệ tập trung ngành (CR}_4\text{)} = 0.056 + 0.04 + 0.054 + 0.05 = 0.203$$

Với tỷ lệ này, trong 4 đối thủ, không đối thủ nào giành quyền kiểm soát áp đảo thị trường xi măng cả nước. Điều đó có nghĩa, rào cản nhập ngành dưới góc độ cạnh tranh giữa các công ty đang rất quyết liệt, khi mà giữa năm sau, sẽ có rất nhiều công ty, do chậm tiến độ, sẽ ồ ạt khai trương. Với việc cung vượt cầu, theo dự báo khoảng 4.5 – 5 triệu tấn vào năm 2010, thị trường xi măng sẽ là một sân chơi rất khó khăn cho những doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Số lượng các doanh nghiệp có công suất trên 1 triệu tấn/năm ngày càng nhiều, kèm theo đó, tốc độ tăng trưởng ngành kể từ năm 2010 được Hiệp hội Xi măng Việt Nam dự báo sẽ chững lại và suy giảm dần trong giai đoạn 2015 – 2020 (bình quân 4.5%/năm).

Áp lực từ phía thị trường tiêu thụ

Sức mua hiện ở giai đoạn này chỉ ở mức trung tính nhưng đang có xu hướng nghiêng về sức mạnh của người mua tăng lên khi lượng cung trên thị trường sẽ vượt cầu từ năm sau. Xu hướng một số trạm nghiền độc lập bị mua lại đã tạo sự cạnh tranh quyết liệt ở những công ty trên thị trường. Thêm vào đó, tình trạng khách hàng chỉ ưa chuộng 1 loại xi măng theo từng vùng miền sẽ khiến SCJ chịu áp lực cạnh tranh lớn khi mở rộng thị trường.

Áp lực từ phía các nguồn cung cấp nguyên, vật liệu

Có thể nói, sức ép từ bên cung cấp tương đối mạnh đối với công ty. SCJ chịu ảnh hưởng lớn từ giá đầu vào của nguồn than, kèm theo đó là nguồn dự trữ đá vôi tại núi Thầy đang sụt giảm sau nhiều năm khai thác đang là sức ép lên khả năng sản xuất cũng như gia tăng chi phí vận chuyển nếu tìm kiếm ở mỏ khác cho nhà máy Sài Sơn. Tuy nhiên, do có sự bảo hộ và điều tiết từ phía Chính phủ nên ngành than và điện sẽ có thể tạo áp lực quá mạnh lên ngành xi măng thông qua giá bán.

Rào cản nhập ngành

Một trong những ưu thế của các doanh nghiệp xi măng hiện tại đó là Chính phủ không khuyến khích đầu tư thêm những dự án xi măng mới. Tuy nhiên, một loạt các nhà máy đã được cấp phép xây dựng từ lâu, sẽ bắt đầu sản xuất trong năm tới, tạo ra áp lực về cung đối với các doanh nghiệp nhỏ như SCJ. Trong khi công nghệ áp dụng của nhà máy Nam Sơn mới được bắt đầu bằng công nghệ lò quay, bán khô. Để có thể bán được xi măng Nam Sơn ở mức độ rộng hơn, thì hệ thống phân phối bán hàng hiện tại là rất cần thiết và chúng tôi tin là SCJ sẽ tận dụng được hiệu quả tối đa của hệ thống phân phối hiện tại. Một khi đã quyết định mở thêm nhà máy mới, SCJ sẽ có rất ít bước thoái lui khi cơ hội bán lại cho những doanh nghiệp khác là rất ít trong khi số lượng các nhà máy và doanh nghiệp xi măng đang có dấu hiệu vượt quá mức cân bằng với qui mô của nền kinh tế trong 10 năm tới.

Áp lực từ những sản phẩm thay thế

Sự lo ngại về xuất hiện của những sản phẩm thay thế cho xi măng là chưa thể có cho đến thời điểm hiện tại. Xi măng vẫn là sản phẩm được dùng rộng rãi và lâu năm để làm chất kết dính trong các công trình xây dựng.

Đánh giá theo phương pháp SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> ➢ Thị trường tiêu thụ tương đối ổn định ➢ Khách hàng đã quen thuộc với sản phẩm PCB 30 ➢ Tập trung vào khách hàng cá nhân, với các công trình xây dựng dân dụng nhỏ. Với dự án Nam Sơn, SCJ sẽ chủ động về nguồn clinker ➢ Giá xi măng bán lẻ thấp hơn so với những đối thủ lớn tại miền Bắc (BCC, BTS) khoảng 10.4% - (TSC tham khảo) 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ Lượng khí CO2 do quá trình sản xuất tại nhà máy hiện tại thải ra tương đối cao và có thể gây nên những tác động không tốt đối với môi trường. Điều này có thể dẫn đến khả năng nhà máy Sài Sơn sẽ bị di dời sớm hơn dự tính.
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> ➢ Thị trường xây dựng còn nhiều tiềm năng phát triển, tạo cơ hội cho các nhà cung cấp vật liệu xây dựng, trong đó có xi măng. ➢ Mở rộng thị phần sang phân khúc xi măng PCB 40. ➢ Trong tình hình thị trường cung cấp xi măng có thể dẫn tới cung vượt cầu, thì một số doanh nghiệp đang hướng tới thị trường nước ngoài, đây sẽ là cơ hội cho SCJ củng cố thị trường đã có và mở rộng địa bàn tại các tỉnh phía Bắc. ➢ Chuyển đổi mục đích sử dụng của diện tích nhà máy Sài Sơn sang lĩnh vực khác có tiềm năng hơn như kinh doanh bất động sản khi nhà máy hiện tại có khả năng phải di dời hoặc ngừng hoạt động sản xuất. 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ Sự ra đời của những nhà máy khác với công nghệ lò quay sản xuất theo phương pháp khô, quy mô lớn hơn sẽ tạo áp lực lên SCJ nếu muốn duy trì thị phần tại địa bàn hiện tại. ➢ Khó kiểm soát được sự biến động của giá nguyên, nhiên liệu đầu vào là than, điện. ➢ Tập trung vào sản xuất PCB40 sẽ có thể dẫn đến việc tỷ trọng đóng góp của PCB 30 sẽ giảm sút, trong khi sản phẩm PCB 30 đang thu hút được người tiêu dùng ➢ Tìm kiếm thị trường mới khi nhà máy Nam Sơn đi vào hoạt động ➢ Dự báo những biến động về giá các loại nguyên, nhiên liệu và vật tư nhằm tránh khả năng giá đầu vào tăng nằm ngoài tầm kiểm soát ➢ Thu hút nhân sự có chất lượng cho dự án nhà máy Nam Sơn.

Những giả định trong định giá**Giả định về tăng trưởng**

- Chúng tôi giả định tăng trưởng doanh thu của SCJ trong năm 2009 sẽ là 7.4% trong năm 2009 và 96.5% trong năm 2010 khi dự án Nam Sơn đi vào hoạt động. Chỉ số tăng trưởng ở trên được chúng tôi lấy bình quân giản đơn của tăng trưởng 2 sản phẩm là xi măng PCB 30 và PCB 40. Tăng trưởng năm doanh thu 2009, chúng tôi nghiêng về giả định tăng trưởng PCB 30 là chủ yếu. Đến năm 2010, do dự án Nam Sơn đi vào sản xuất, nên sản lượng tiêu thụ và doanh thu của SCJ sẽ tăng đột biến. Thời điểm này, chúng tôi cho rằng SCJ sẽ vận hành song song nhà máy Sài Sơn và nhà máy Nam Sơn bên cạnh hoạt động của trạm nghiền Xuân Mai hiện tại.
- Về lợi nhuận, chúng tôi nhận định, SCJ sẽ giảm một phần lợi nhuận trong năm 2009 do phải chi trả chi phí lãi vay cho khoản tiền ước tính 230 tỷ đồng cho dự án Nam Sơn. Với khoản chi phí vốn vay theo chúng tôi ước tính là khoảng từ 6.5% - 7.2% trong năm 2009 (tính từ thời điểm bắt đầu giải ngân, có thể từ đầu quý II/09). Sau đó, chi phí lãi vay sẽ dao động trong khoảng từ 12% đến 13.5% trong giai đoạn từ 2010 – 2015.
- Về tốc độ tăng trưởng dòng tiền, chúng tôi giả định dòng tiền của SCJ sẽ tăng trưởng bình quân 3.48% sau năm 2015. Đây là giai đoạn có thể xem là SCJ bắt đầu đi vào phát triển ổn định.

Giả định về biến động chi phí

- Về chi phí quản lý doanh nghiệp và bán hàng, chúng tôi cho rằng, giá trị của những chi phí này sẽ tăng mạnh trong những tới và lên mức cao nhất vào năm 2011, thời điểm mà nhà máy xi măng Sài Sơn sẽ bỏ hoạt động nung clinker và chuyển thành trạm nghiền. Chúng tôi cũng cho rằng đến năm 2015, nhà máy Sài Sơn sẽ dừng hoạt động nghiền và có thể sẽ được chuyển đổi mục đích sử dụng.
- Chi phí bán hàng trong giai đoạn từ 2009 – 2011, theo chúng tôi, sẽ tăng trong 2009 và 2010 với tăng trưởng tương ứng 28.4% và 76.9%, sau đó sẽ chỉ tăng 10% trong 2011. Lý do chúng tôi đưa ra giả định như vậy vì chúng tôi duy trì khả năng nhà máy Sài Sơn sẽ tiếp tục hoạt động cùng với nhà máy Nam Sơn đến 2011. Với sản lượng đầu ra lớn như vậy, SCJ sẽ cần chi phí bán hàng lớn để đảm bảo lượng hàng được tiêu thụ tối đa.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp, theo chúng tôi, sẽ tăng khoảng 22.3% - 24.8% trong năm 2009 và 2010. Nguyên nhân của việc gia tăng chi phí quản lý là do chúng tôi dự báo về khả năng tăng số lượng nhân công và chương trình đào tạo để vận hành nhà máy Nam Sơn.
- Về biến động chi phí nguyên, nhiên, vật liệu, chúng tôi giả định sẽ không có thay đổi đáng kể về giá đầu vào ngoại trừ than, điện và đá vôi. Do than cung cấp cho ngành điện tăng 27% từ ngày 01/04/2009 (*Nguồn: Báo Giá cả vật tư, số 65*), nên chúng tôi giả định giá than không thay đổi trong khi giá điện cung cấp cho nhà máy sẽ làm tăng giá vốn hàng bán lên từ 3 – 3.8% và có thể giá điện điều chỉnh tăng sẽ được áp dụng cho ngành xi măng từ đầu quý III/09.

Giả định về hệ số hoạt động

- Số vòng quay hàng tồn kho sẽ giảm khi nhà máy Nam Sơn đi vào sản xuất. Chúng tôi giả định rằng, số ngày lưu kho xi măng sẽ dao động từ 27 – 30 ngày, cao hơn so với 3 năm trở lại đây. Nguyên nhân là với khối lượng lớn xi măng ra lò từ cuối năm nay và đặc biệt từ năm sau, SCJ sẽ không dễ dàng tiêu thụ nhanh chóng như đã từng có với nhà máy Sài Sơn. Ước tính của chúng tôi cho sản lượng nhà máy Nam Sơn vào khoảng 530,000 tấn xi măng/năm (tăng 42% so với lượng tiêu thụ hiện nay).

Trong mô hình định giá, chúng tôi sử dụng 4 phương pháp bao gồm chiết khấu dòng tiền, P/E, P/B và chiết khấu cổ tức. Với đặc thù SCJ là doanh nghiệp sản xuất, cho nên kết quả định giá kết hợp cả 4 phương pháp của chúng tôi sẽ nghiêng về phương pháp chiết khấu dòng tiền, với tỷ trọng 40%, những phương pháp còn lại có tỷ trọng cân bằng nhau.

Định giá cổ phiếu SCJ
Sử dụng phương pháp FCFF

Chi phí sử dụng vốn – WACC	13.49%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2015F	3.48%
Hiện giá dòng tiền 2009F - 2015F	107,489,874
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2015F	267,900,213
Tiền và các khoản tương đương tiền	7,611,487
Giá trị Công ty	383,001,573
Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008	-
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	383,001,573
Khối lượng CP đang lưu hành	4,760,000

Giá ('000 VND/cp) 80.46

Sử dụng phương pháp dự báo P/B

Giá trị kế toán vốn chủ sở hữu năm 2011F	375,246,929
Chỉ số P/B trung bình trong ngành	1.0
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2015F	382,967,241
WACC	13.49%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	157,930,981
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	4,760,000

Giá ('000VND/cp) 33.18

Sử dụng phương pháp dự báo P/E

Thu nhập ròng năm 2011F	43,997,784
Chỉ số P/E bình quân ngành	8.3
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2015F	366,072,761
WACC	13.49%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	150,963,905
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	4,760,000

Giá ('000 VND/cp) 31.72

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng cổ tức

Chi phí vốn chủ	13.55%
Chỉ số P/E ngành cuối năm 2009	8.32
Hiện giá thị trường cổ tức 2009F - 2015F	8.13
Giá cổ phiếu cuối năm 2009E	47.3

Giá ('000 VND/cp) 27.57

**Giá tham khảo ('000 VND/cp)
50.68**

Kết quả định giá này được tính toán một cách thận trọng dựa trên những hiểu biết tốt nhất mà chúng tôi hiện có tại thời điểm hiện tại. Trong thời gian tới, nếu xuất hiện thêm những thông tin có thể ảnh hưởng tới giá trị cổ phiếu SCJ, chúng tôi sẽ trở lại với các báo cáo cập nhật mới nhất.



Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân tích, Công ty Chứng khoán Thang 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 Thang 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 Thang Long 2007, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM 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 Thang Long.

Sản phẩm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Khối Phân tích – Tư vấn Đầu tư, Công ty Chứng khoán

Thang Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm các sản phẩm nghiên cứu phân tích, bao gồm hai dòng sản phẩm chính là **Thang Long Express** và **Thang Long Intel**:

Thang Long Express

- Market Commentary
- Company Reports
- Industry Reports

Thang Long Intel

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook
- StockWatch

Trụ sở chính: Tầng 6, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội

T: +84 (43) 726 2600 F: +84 (43) 726 2601.

Chi nhánh: Tầng 2, Tòa nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM

T: +84 (83) 910 6411 F: +84 (83) 910 6153.

Phòng GD: - 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội

T: +84 (43) 733 7671 F: +84 (43) 733 7670.

- 126 Hoàng Quốc Việt, Cầu Giấy, Hà Nội

T: +84 (43) 755 7668 F: +84 (43) 755 7589.

- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

T: +84 (83) 910 2215 F: +84 (83) 910 2216.

Website: <http://www.thanglongsc.com.vn>

Hà nội Office:

Bộ phận Phân tích: Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Kris Bartkus, Joe Busa.

Bộ phận Tư vấn đầu tư: Nguyễn Trọng Nghĩa, Hoàng Mai Phương.

Hồ Chí Minh Office: Hồ Ngọc Bạch, Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Đình Khánh, Phạm Đặng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Nguyên Có, Nguyễn Mạnh Tú, Nguyễn Thị Hồng Hà, Nguyễn Thị Hường.

Liên hệ trao đổi ý kiến:

Đỗ Hiệp Hòa

Tel: 043.7 26 26 00 Ext. 3102 Email: dohiephoa@thanglongsc.com.vn

Nguyễn Trà Lân

Tel: 043.7 26 26 00 Ext. 3110 Email: nguyentralan@thanglongsc.com.vn