



Công ty Cổ phần Xi măng Hoàng Mai

Thị trấn Hoàng Mai - Quỳnh Lưu - Nghệ An

MCK: HOM

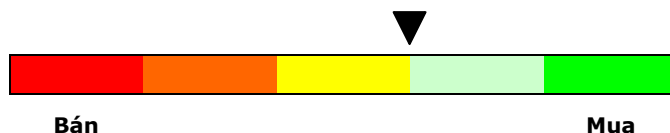
Ngành: Vật liệu xây dựng

Sàn giao dịch: HNX

Lĩnh vực: Sản xuất xi măng

Khuyến nghị: Mua và nắm giữ

EPS (2009)	2,200 VND	Giá mục tiêu	21,600 VND
BVPS (2009)	12,500 VND	Giá hiện tại	14,400 VND
P/E	7.66	HNX-index	165.46
P/B	1.21		



THÔNG TIN CƠ BẢN



Lĩnh vực hoạt động chính

- Sản xuất, kinh doanh xi măng và clinker
- Sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng khác

Điểm sáng

- Là thành viên duy nhất thuộc khu vực Miền Trung của Tổng công ty Công nghiệp xi măng Việt Nam (VICEM), HOM có lợi thế trong chiếm lĩnh thị trường khu vực này và có điều kiện mở rộng thị trường với hệ thống phân phối rộng khắp cả nước.
- Là đơn vị đầu tiên của VICEM áp dụng mô hình bán hàng qua nhà phân phối chính được đánh giá cao về hiệu quả và tính linh động. Với giá bán khá thấp nên tiến độ bán hàng của HOM khá cao thể hiện ở lượng hàng tồn kho thành phẩm luôn ở mức thấp.
- HOM tự sản xuất được clinker phục vụ sản xuất xi măng và phân phối cho các doanh nghiệp khác nên ít chịu ảnh hưởng bởi biến động giá nguyên liệu thế giới như một số doanh nghiệp thuộc VICEM nói riêng và trong ngành nói chung.

Điểm tối

- Ngành xi măng bước sang năm 2010 sẽ đối diện với tình trạng dư thừa nguồn cung và tiếp đến là sự tự do hóa thương mại tạo điều kiện cho hàng hóa nước ngoài tràn ngập vào Việt Nam mà đặc biệt là Trung Quốc do đó gia tăng áp lực trong việc tăng doanh số bán hàng cũng như duy trì và mở rộng thị trường.
- Việc điều chỉnh giá than thời gian qua và giá điện thời gian tới cùng với biến động giá dầu thế giới sẽ ảnh hưởng lớn đến chi phí đầu vào, hạn chế khả năng sản xuất và gia tăng lợi nhuận

Chỉ tiêu tài chính

	Đơn vị	2008**	9T2009
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	830.4	1,007.1
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	252.7	274.1
Lợi nhuận từ HĐSXKD	Tỷ đồng	85.8	113.4
LNST	Tỷ đồng	58.5	115.8
Tổng tài sản	Tỷ đồng	2,389.8	2,349.0
ROE	%	7.34	13.50
ROA	%	2.45	4.93
EPS	VND	813	1,609
Giá trị sổ sách	VND	11,078	11,910

(**) Áp dụng cho giai đoạn từ 01/04/2008 đến 31/12/2008

(*) Cơ sở dữ liệu được định dạng theo chuẩn quốc tế

Tin tức liên quan

Ngày	Tin tức	Nguồn
18/01/2010	Bộ xây dựng: Sẽ quy hoạch lại ngành xi măng	www.ximang.vn
15/01/2010	Tap chí xi măng Việt Nam: Thông tin xi măng Việt Nam tháng 12/2009	www.ximang.vn
02/01/2010	Bảng báo giá xi măng, thép và VLXD	www.ximang.vn
31/12/2009	HOM: Đăng ký mua lại 1.000.000 cổ phiếu làm cổ phiếu quỹ	www.tvsi.com.vn
29/12/2009	HOM: 11 tháng hoàn thành 155% kế hoạch lợi nhuận năm	www.cafef.vn

VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

Tác động từ phía cung

HOM có lợi thế từ hai mỏ đất, đá với trữ lượng lớn và ổn định

Với những nguồn nguyên liệu không chủ động được HOM đã ký kết các hợp đồng dài hạn với các doanh nghiệp cung ứng đảm bảo hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định.

Diễn biến giá nhiên liệu thời gian tới theo hướng tăng lên sẽ ảnh hưởng lớn đến hoạt động sản xuất cũng như sản lượng cung ứng ra thị trường.

Sản phẩm xi măng Hoàng Mai được tiêu thụ trên địa bàn cả nước nhưng chủ yếu vẫn tại Miền Trung, phục vụ phần lớn các công trình thủy điện.

Nhu cầu xi măng tiếp tục tăng nhưng sẽ thấp hơn khả năng cung ứng của các doanh nghiệp trong cả nước do đó HOM chủ trương sản xuất sản phẩm mức cao để tăng tính cạnh tranh.

Ngành xi măng là ngành sản xuất dựa trên những nguyên liệu sẵn có trong tự nhiên như: đá vôi, đất sét, bazan,...đây đều là những tài nguyên thiên nhiên hữu hạn. Do đó tuổi thọ của nguồn tài nguyên quyết định rất lớn đến tuổi thọ của doanh nghiệp. **HOM có được lợi thế từ vùng đất Hoàng Mai - Quỳnh Lưu - Nghệ An với mỏ đá Hoàng Mai B có trữ lượng lớn (132,646,000 tấn) đủ nguyên liệu cho nhà máy hoạt động trên 70 năm và mỏ sét Quỳnh Vinh với trữ lượng 4,297,000 tấn, đủ nguyên liệu cho nhà máy hoạt động trên 80 năm với chất lượng ổn định.** Với việc tận dụng hai mỏ đất, đá có sẵn HOM tự sản xuất được Clinker chất lượng cao và còn dư thừa để bán ra ngoài, trong khi các doanh nghiệp khác trong ngành phải mua không những ở trong nước mà còn ở nước ngoài nên **rủi ro biến động giá clinker đến hoạt động sản xuất của HOM sẽ thấp hơn.**

Với các nguồn nguyên liệu khác không tự chủ động được như thạch cao, silic, quặng sắt, đá bazan,... **HOM đã ký kết hợp đồng dài hạn với các doanh nghiệp khai thác khoáng sản và kinh doanh vật liệu khác trên địa bàn cả nước do đó nguồn cung nguyên liệu khá ổn định đảm bảo tốt cho hoạt động kinh doanh.** Tuy nhiên, sự biến động giá các nguyên liệu này sẽ ảnh hưởng đến nguồn cung của doanh nghiệp.

Ngoài các nguyên liệu chính, để vận hành các nhà máy xi măng mà cụ thể là các lò quay thì phải tiêu tốn rất nhiều nguyên liệu trong đó chủ yếu là than, dầu,... **Chi phí than chiếm trong tổng chi phí lên tới 16-17% do đó sự biến động giá các nhiên liệu này sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến khả năng sản xuất và cung ứng.** Trước diễn biến giá thế giới, nửa cuối năm 2009 giá than TKV bán cho doanh nghiệp xi măng trong nước đã tăng 25% và thời gian tới dự báo sẽ tiếp tục tăng cùng với sự tăng lên của giá dầu thế giới và giá điện trong nước. Nguồn cung than trong nước cũng đang đứng trước nguy cơ cạn kiệt, nguồn dầu thì hầu hết phải nhập khẩu và đây cũng đều là những tài nguyên hữu hạn nên một khi các nguồn nhiên liệu này trở nên khan hiếm thì sẽ là áp lực lớn với các doanh nghiệp xi măng nói chung và HOM nói riêng không chỉ về vấn đề chi phí mà còn là khả năng tìm nguồn thay thế để đáp ứng cho hoạt động sản xuất, duy trì và nâng cao khả năng cung ứng.

Tác động từ phía cầu

Nằm ở khu vực miền Trung, mặc dù thuận tiện cho giao thông cả đường thủy, bộ và sắt, với hệ thống phân phối rộng khắp cả nước nhưng **địa bàn tiêu thụ sản phẩm của HOM vẫn chủ yếu tại địa bàn tỉnh Nghệ An nói riêng, khu vực Miền Trung nói chung**, khu vực Bắc Bộ và Tây Nguyên. Trong khi đó khu vực bất động sản sôi động nhất cả nước tập trung ở miền Nam với nhu cầu về xi măng cao nhưng nguồn cung thì lại thiếu. Đây cũng có thể coi là thuận lợi của HOM hơn về hoạt động vận chuyển hàng hóa so với các doanh nghiệp xi măng ở Miền Bắc.

Các khách hàng của HOM chủ yếu là chủ thầu xây dựng các công trình thủy điện. Hiện nay, với những ưu tiên của Chính phủ cho ngành năng lượng, rất nhiều các công trình thủy lợi, thủy điện được triển khai trên địa bàn miền Trung và trong cả nước làm gia tăng sức cầu lớn với sản phẩm của HOM.

Cùng với triển vọng ngành xây dựng, bất động sản trong thời gian tới, nhu cầu xi măng trong nước được đánh giá sẽ tăng mạnh. Tuy nhiên, nguồn cung cũng không ngừng gia tăng và tình trạng dư thừa được báo động bắt đầu từ năm 2010, do đó để có thể cạnh tranh được các doanh nghiệp cần nâng cao chất lượng để đáp ứng nhu cầu ngày càng khắt khe hơn. Hiện tại hầu hết các doanh nghiệp trong ngành nói chung và HOM nói riêng chỉ sản xuất xi măng mác 30,40. **Thời gian tới HOM chủ trương chú trọng sản xuất các sản phẩm mác cao (40,50).**

VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

Sự cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành

Sự gia tăng các nhà máy sản xuất xi măng đang là một trong những thách thức lớn với các doanh nghiệp trong ngành đã hoạt động về khả năng cạnh tranh và mở rộng thị phần

HOM có được lợi thế về hệ thống phân phối và giá bán khá cạnh tranh.

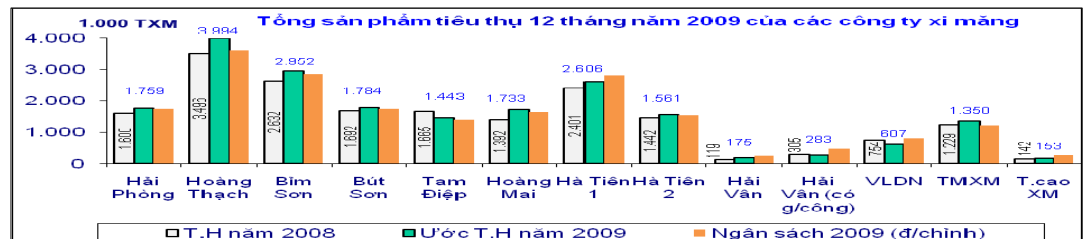
Hiện tại trên địa bàn cả nước có trên 60 doanh nghiệp sản xuất xi măng với sản lượng cung ứng ra thị trường không ngừng tăng. Trong đó tổng công ty công nghiệp Xi măng Việt Nam (VICEM) với 9 thành viên chiếm thị phần trên 37% lượng tiêu thụ toàn thị trường.

Là một trong 9 thành viên sản xuất có quy mô trung bình của VICEM, HOM chịu sự điều tiết, quản lý về giá (trước đây) và sản lượng cung ứng. Mặc dù sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong nội bộ Tổng công ty là không cao nhưng với số lượng các doanh nghiệp xi măng mới ngoài VICEM không ngừng được tăng lên và tình trạng cung đang có xu hướng vượt quá cầu thì **sức cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành trong thời gian tới là rất lớn.**

Về hoạt động sản xuất, hiện HOM cũng đang và đặt kế hoạch sản xuất những sản phẩm xi măng mác cao để đáp ứng nhu cầu và nâng cao tính cạnh tranh.

Là đơn vị đầu tiên của VICEM áp dụng mô hình tiêu thụ sản phẩm qua nhà phân phối chính. Hiện nay, công ty có 33 nhà phân phối chính trên toàn quốc trong đó có 3 nhà phân phối dự án. Với hệ thống phân phối rộng khắp cả nước trong đó 57 cơ sở tại khu vực phía Bắc, 36 cơ sở tại khu vực miền Trung và 31 cơ sở tại khu vực phía Nam, thiết lập được mối quan hệ hợp tác với 42 đối tác trong ngành xây dựng.

Giá bán của HOM hiện cũng thấp hơn khá nhiều so với các thành viên VICEM mà cụ thể là các thành viên ở phía Bắc (Miền Nam cung không đủ cầu nên giá cao hơn Miền Bắc). Cụ thể, tại thời điểm 25/12/09 giá xi măng Hải Phòng là 910,000 VND/tấn trong khi giá của HOM là 870,000 VND/tấn. Trước đó theo thống kê của VICEM thì xi măng Hải Phòng có giá thấp nhất trong 9 thành viên. Đây sẽ là một lợi thế của HOM trong hoạt động bán hàng.



(Nguồn: VICEM)

Rào cản của thị trường và sản phẩm thay thế

Vị trí địa lý là một trong những rào cản lớn giá nhập ngành.

Các doanh nghiệp mới sẽ không thể gia nhập ngành trước rào cản ngừng thành lập mới các nhà máy xi măng.

Xi măng là nguyên liệu không có tính thay thế hoặc có chăng là rất thấp.

Doanh nghiệp sản xuất xi măng chịu tác động nhiều từ nguồn nguyên liệu có sẵn trong tự nhiên cũng như mức độ dồi dào của nguồn nguyên liệu này, ngoài ra chịu sự tác động của giá nguyên vật liệu mua ngoài phục vụ cho quá trình sản xuất. **Do vậy để một doanh nghiệp có thể tham gia ngành thì lợi thế về địa lý là rất quan trọng.** HOM đã có được lợi thế từ vùng đất Nghệ An với 2/3 là núi và nằm trong khu vực hai mỏ đá vôi có trữ lượng lớn và ổn định (Mỏ đá Hoàng Mai A và B, mỏ sét Quỳnh Vinh). Những doanh nghiệp không có được lợi thế gần các mỏ khai thác nguyên liệu vẫn có thể tham gia ngành nhưng khi đó sẽ phát sinh các chi phí liên quan mà đặc biệt là chi phí vận tải ảnh hưởng lớn đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh. Tuy vậy, tài nguyên là hữu hạn, do đó đến một thời điểm nào đó nguồn tài nguyên cạn kiệt thì thách thức rất lớn đặt ra với HOM và các doanh nghiệp xi măng là tìm nguồn mới và thay thế.

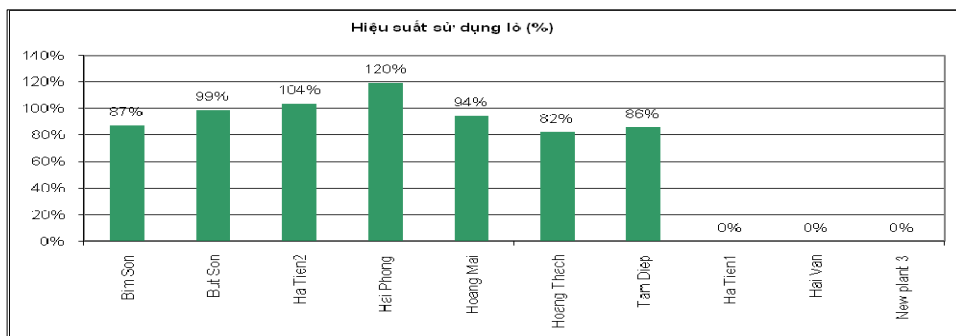
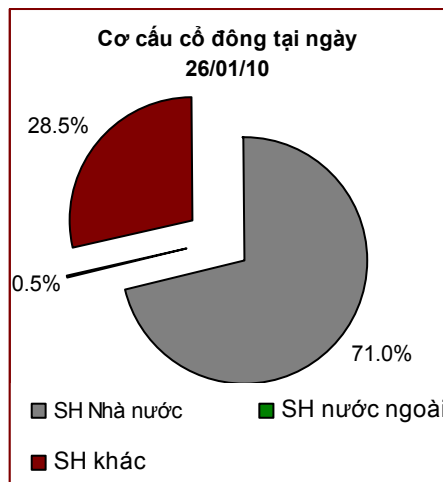
Hiện nay trước nguy cơ dư thừa nguồn cung ngay từ năm 2010 (khoảng 7 triệu tấn) cùng với nhiều dự án sắp đi vào hoạt động, Thủ tướng Chính phủ đã có quyết định ngừng phê duyệt tiếp các dự án đầu tư xi măng từ nay đến 2020 để phát huy hết công suất thiết kế của các dự án xi măng đang hoạt động và đang đầu tư xây dựng, đảm bảo ngành công nghiệp xi măng phát triển ổn định, bền vững và hiệu quả. Như vậy, đây là rào cản lớn cho các doanh nghiệp muốn tham gia ngành trong giai đoạn 2010—2020.

Xi măng là nguyên liệu chủ yếu trong quá trình xây dựng và khó có thể tìm được nguyên liệu thay thế hoàn hảo mặc dù hiện nay xuất hiện khá nhiều các loại tấm tôn, tấm thép dựng tường thay cho tường xây bằng gạch và xi măng tuy nhiên chỉ mang tính ngắn hạn và độ bền kém hơn rất nhiều.

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Chiến lược phát triển và triển vọng

Thời gian qua sản lượng sản xuất/năm của HOM đã không ngừng tăng, riêng 11 tháng đầu năm 2009 sản lượng đã đạt 96% kế hoạch năm. Với định hướng gia tăng sản xuất, phấn đấu hàng năm đạt và vượt công suất thiết kế, hoàn chỉnh mô hình tiêu thụ, mở rộng thị trường, lành mạnh tình hình tài chính và nâng cao chất lượng cán bộ CNV. Đây là những định hướng hết sức hợp lý và đúng đắn với bất kỳ công ty sản xuất nào.



(Nguồn: VICEM_2009)

Cổ đông tổ chức	Số CP	Tỷ lệ
Tổng Công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam	51,091,800	70.96%
Quỹ đầu tư tăng trưởng Việt Nam	3,350,000	4.65%
CTCP Quản lý Quỹ đầu tư Việt Nam	307,400	0.43%

Với hiệu suất sử dụng lò chưa đạt công suất thiết kế, công ty sẽ triển khai thực hiện đầu tư dự án dây chuyền sản xuất đá xây dựng có công suất 100 tấn/giờ với tổng mức đầu tư 6.68 tỷ đồng và hiệu quả dự kiến khoảng 2 tỷ đồng/năm. Và thời gian tới nếu tình hình thuận lợi sẽ thực hiện dự án dây chuyền xi măng Hoàng Mai 2 với công suất thiết kế 4.5 triệu tấn xi măng/năm. Dự kiến thời gian đầu tư dự án trong giai đoạn 2010-2014.

Quan hệ với cổ đông chiến lược

Là một trong 9 thành viên của VICEM, tỷ lệ sở hữu của VICEM trong HOM là 70.96% trong đó đại diện sở hữu là các cá nhân.

Mới đây nhất (tháng 9/2009) hai quỹ lớn cũng đã dành sự quan tâm cho cổ phiếu HOM, trong đó VF2 hiện là cổ đông lớn với tỷ lệ nắm giữ 4.65% VDL, tiếp đến là VFM với tỷ lệ nắm giữ 0.43% VDL.

HOM có được mối quan hệ tốt với các công ty trong Tổng công ty cũng như Tổng công ty khi không chỉ là đơn vị cung cấp đầu vào (Clinker hạt) cho các thành viên khác và cùng với Tổng công ty góp phần bình ổn thị trường nguyên vật liệu trong nước.

Cơ cấu cổ đông và thành viên ban điều hành

Thành viên ban điều hành của công ty đều là những người đã có nhiều năm kinh nghiệm trong lĩnh vực xi măng, trong đó có những người đã từng giữ chức vụ quan trọng tại các công ty khác thuộc VICEM.

Một điểm đáng lưu ý là các thành viên ban điều hành nắm giữ rất ít cổ phiếu của công ty, chẳng hạn tại thời điểm quý II/2009, chủ tịch HĐQT chỉ nắm giữ phần vốn đại diện mà không nắm giữ cá nhân, ban giám đốc cũng như kế toán trưởng, ban kiểm soát cũng nắm giữ với tỷ lệ rất nhỏ (chưa đến 0.05%).

Chính sách cổ tức của công ty

HOM thực hiện chính sách chi trả cổ tức khá ổn định tuy nhiên tỷ lệ chi trả không cao. Với kế hoạch chi trả cổ tức năm 2009 ở mức 10% và công ty đã tiến hành chi trả được một nửa trong quý III/2009, phần còn lại sẽ được tiến hành chi trả trong nửa đầu năm 2010. Theo kế hoạch, sẽ chi trả cổ tức với tỷ lệ cao hơn (khoảng 15%) nếu hoạt động kinh doanh thuận lợi. Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, trước áp lực cạnh tranh lớn hơn trong thời gian tới thì nhu cầu vốn tập trung cho công nghệ sẽ tăng cao nên khả năng tăng tỷ lệ chi trả cổ tức là không thực sự khả thi.

Họ tên	Chức vụ	Tỷ lệ
Tạ Quang Bửu	CT HĐQT	-
Nguyễn Hữu Quang	GD	0.03%
Đặng Tăng Cường	PGĐ	0.01%
Nguyễn Công Hòa	PGĐ	0.01%

% sở hữu trên VDL

Năm	Tỷ lệ chi trả cổ tức	Hình thức
2008	10%	Tiền mặt
2009 F	10%	Tiền mặt
2010 F	-	-

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty

Với việc sản lượng sản xuất không ngừng gia tăng và tiệm cận ngày càng gần công suất thiết kế đã làm gia tăng con số doanh thu theo thời gian. **9 tháng đầu năm con số doanh thu HOM đạt được đã vượt năm 2008.** Với diễn biến quý IV thuận lợi, doanh thu cả năm 2009 ước đạt 1,316 tỷ đồng.

So với trung bình ngành (các doanh nghiệp xi măng trên sàn), HOM có mức doanh thu lớn hơn. Điều này được lý giải một phần bởi quy mô tài sản ở mức lớn hơn trung bình ngành và một phần bởi chính sách bán hàng ưu việt với mức giá khá thấp của mình. Có thể thấy, với lợi thế của khu vực miền Trung thuận tiện cho việc mở rộng thị trường, hệ thống phân phối rộng khắp cả nước, **tiền độ bán hàng của HOM rất tốt với lượng thành phẩm tồn kho chiếm chưa đầy 1% tài sản lưu động do đó con số doanh thu thu được là khá lớn.**

Chỉ tiêu	ĐVT	Quý I/2009	Quý II/09	Quý III/09
Sản lượng tiêu thụ	Tấn	353,650.61	532,874.15	391,226.92
Clinker	Tấn	60,576.91	118,890.65	-
Xi măng bột	Tấn	20,964.85	32,522.15	28,915.22
Xi măng bao	Tấn	272,108.85	381,461.35	362,311.70

Về lợi nhuận, so với trung bình ngành thì HOM vẫn có mức lợi nhuận cao hơn. 11 tháng đầu năm 2009 con số lợi nhuận đạt được đã vượt 155% kế hoạch cả năm, điều này được quyết định phần lớn bởi yếu tố quy mô và một phần bởi sự hạn chế ảnh hưởng của giá nguyên liệu thế giới mà đặc biệt là Clinker.

Mặc dù có được sự tăng trưởng và kết quả hoạt động tốt nhưng nếu xét các quý trong năm có thể thấy quý III HOM đã không duy trì được đà tăng trưởng. Điều này cũng thể hiện thực trạng chung của các doanh nghiệp trong ngành khi mà quý III do tình hình thời tiết không thuận lợi dẫn đến giảm lượng tiêu thụ 26.39% so với quý II.

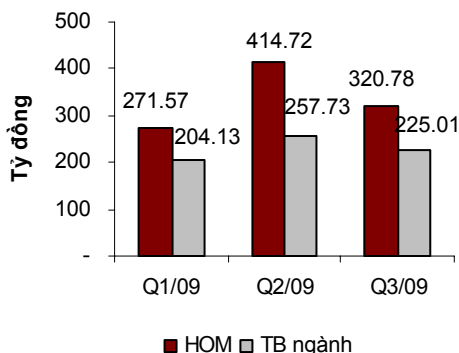
Cơ cấu chi phí của doanh nghiệp

Chỉ tiêu	ĐVT	Quý I/2009	Quý II/09	Quý III/09
Sản lượng sản xuất	Tấn	916,374.41	1,109,668.68	1,039,708.12
Clinker	Tấn	348,423.36	309,250.15	295,717.24
Xi măng bột	Tấn	289,757.95	419,150.23	391,557.63
Xi măng bao	Tấn	278,193.10	381,268.30	352,433.25

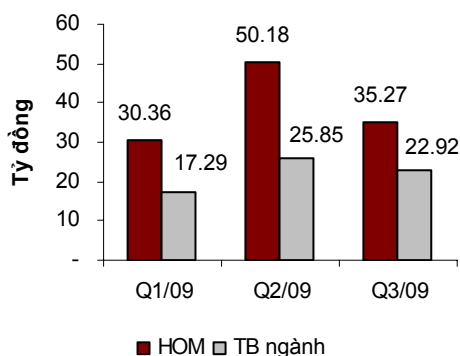
Với đặc điểm quy mô khá lớn của mình, tổng chi phí của HOM luôn ở mức cao hơn trung bình ngành (cả về CPTC và CPHĐ). Chi phí toàn ngành đang có xu hướng gia tăng nhưng với HOM thì chi phí tăng mạnh trong quý II so với quý I nhưng đến quý III lại giảm sút khi mà hoạt động kinh doanh phải ngừng mất các chi phí sửa chữa lớn và chi phí mua ngoài gia tăng, sản lượng sản xuất cũng giảm hơn so với quý II (giảm 6%).

Với hoạt động tập trung trong mảng chính là sản xuất, kinh doanh clinker và xi măng do đó trong cơ cấu chi phí thì chi phí hoạt động (bao gồm chi phí sản xuất trực tiếp, gián tiếp,...) luôn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí (trung bình 90%). **HOM không có hoạt động đầu tư tài chính cả ngắn hạn lẫn dài hạn do đó không có các chi phí phát sinh liên quan đến hoạt động góp vốn mà chủ yếu là chi phí lãi vay với các khoản vay ngân hàng địa phương, bộ tài chính, VICEM, công ty tài chính xi măng và các đối tác nước ngoài.**

Tăng trưởng doanh thu

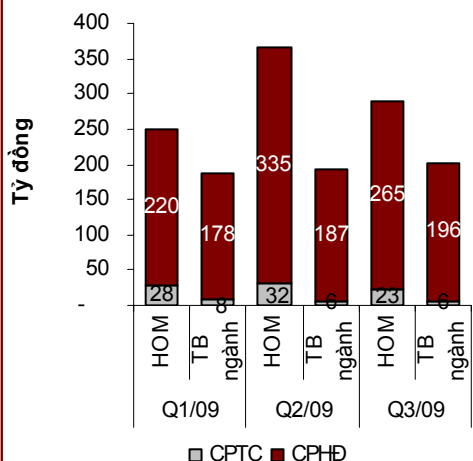


Tăng trưởng LNST



Key ideas

Cơ cấu chi phí



TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Tình hình tài sản của doanh nghiệp

Là một doanh nghiệp quy mô khá lớn, **quy mô tổng tài sản của HOM lớn hơn khá nhiều so với trung bình ngành và đang có xu hướng tăng**. Tuy nhiên, nếu xét về cơ cấu tài sản có thể thấy tỷ lệ tài sản dài hạn chiếm trong tổng tài sản của HOM cao hơn và tỷ lệ tài sản ngắn hạn chiếm trong tổng tài sản thấp hơn mức trung bình ngành. Điều này được giải thích là do khả năng bán hàng của HOM khá tốt, **lượng hàng tồn kho thành phẩm ít (khoảng 12% tổng tài sản và trên 50% tài sản ngắn hạn) và chủ yếu là nguyên liệu, công cụ dụng cụ dự trữ phục vụ hoạt động sản xuất**. Hơn thế nữa, **các khoản phải thu khá thấp (khoảng 4% tổng tài sản và trên 20% tài sản ngắn hạn) và HOM lại không có các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn**.

Với đặc thù của doanh nghiệp sản xuất, sử dụng nhiều máy móc thiết bị có giá trị cao do đó mà tài sản dài hạn luôn chiếm tỷ trọng lớn hơn tài sản ngắn hạn trong cơ cấu tổng tài sản (trung bình khoảng 77%) và lớn hơn mức bình quân của ngành.

Mặc dù tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn nhất nhưng do đi vào hoạt động chưa được bao lâu (chính thức ra sản phẩm clinker đầu tiên từ 2002) trong khi các máy móc thiết bị có giá trị cao nên chi phí khấu hao hàng năm là rất lớn. Do đó giá trị tài sản có xu hướng giảm. Tuy nhiên, năm 2009 HOM cũng đã mua mới một số máy móc thiết bị phục vụ sản xuất. Thời gian tới HOM sẽ triển khai đầu tư dây chuyền sản xuất xi măng Hoàng Mai 2 với công suất 12,000 tấn Clinker/ngày, tương đương 4.5 triệu tấn xi măng/năm. Dự án có tổng vốn đầu tư 10,800 tỷ đồng với thời gian thực hiện từ 2010 - 2014. Dự án hoàn thành và đi vào hoạt động sẽ nâng cao không những giá trị tài sản mà sẽ góp phần nâng cao năng lực sản xuất.

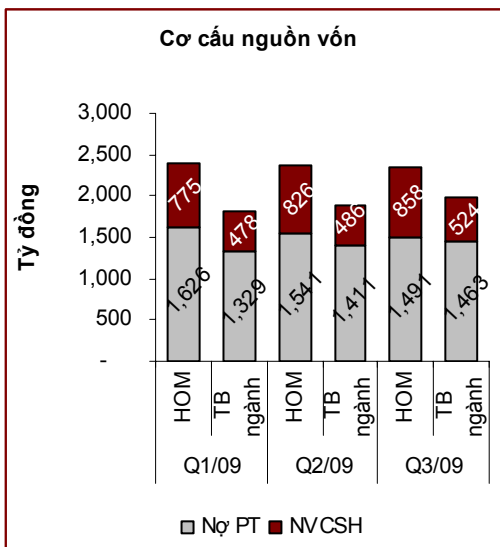
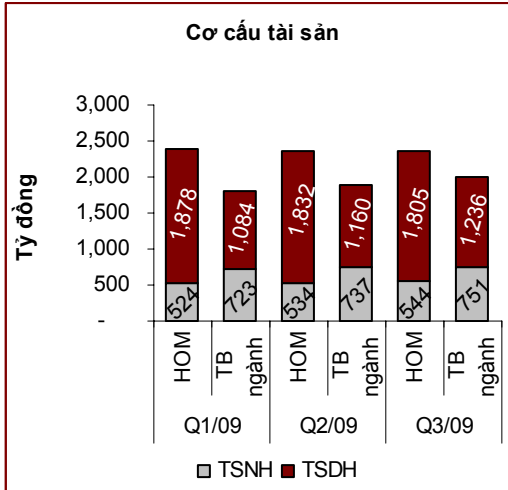
Tình hình nguồn vốn của doanh nghiệp

So với trung bình ngành, HOM có quy mô nguồn vốn lớn hơn xét cả về nợ phải trả và vốn chủ sở hữu.

Nợ phải trả đang có xu hướng giảm theo thời gian là do giảm các khoản nợ ngắn hạn và cả dài hạn. Các khoản nợ ngắn hạn được quay vòng thường xuyên. Các khoản nợ dài hạn cũng đã đến hạn trả một phần trong năm 2009. **Một vấn đề đáng quan tâm ở đây là HOM vay dài hạn khá nhiều bằng ngoại tệ (USD, EUR) do đó cuối năm 2009 nếu đánh giá lại khoản nợ với tỷ giá mới thì sẽ gây ra một khoản thua lỗ khá lớn**.

Cùng với quá trình sản xuất và không ngừng mở rộng, nợ vay sẽ tiếp tục tăng lên. Việc vay vốn trong khi vốn lưu động luôn trong tình trạng âm, mặc dù có được cải thiện hơn theo thời gian nhưng sẽ là một rào cản lớn do ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của mình. **Tuy vậy lượng tiền mặt đang có xu hướng tăng lên nên mức độ rủi ro thanh toán sẽ được giảm thiểu**.

Trái với tình hình nợ vay các quý năm 2009, nguồn vốn chủ sở hữu đang có xu hướng tăng do tăng lợi nhuận chưa phân phối. Hiện HOM duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức khá thấp (10%) trong khi không tiến hành trích lập các quỹ. Do đó lợi nhuận giữ lại để phục vụ tái đầu tư sẽ là rất lớn.



PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Tỷ số khả năng thanh toán

	HOM			HT2			BTS		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
Thanh toán hiện hành	0.79	0.72	0.73	3.95	3.14	2.65	2.69	2.78	2.87
Thanh toán nhanh	0.41	0.32	0.28	2.53	1.71	1.39	0.34	0.42	0.44
Thanh toán bằng tiền	0.26	0.19	0.05	0.69	0.65	0.56	0.10	0.15	0.12

So với hai doanh nghiệp cùng ngành có quy mô tương đương, **khả năng thanh toán hiện thời và khả năng thanh toán nhanh của HOM là thấp hơn hẳn**. Điều này là do không những tài sản ngắn hạn ở mức thấp, tại thời điểm quý III/2009 tài sản ngắn hạn của HOM chỉ chiếm 23% tổng tài sản trong khi tỷ lệ này ở HT2 và BTS lần lượt là 54%, 50%. Hơn nữa, tỷ lệ nợ ngắn hạn chiếm trong tổng nguồn vốn của HOM ở mức cao hơn, cuối quý III/09 tỷ lệ này là 29% trong khi ở HT2 và BTS lần lượt là 14% và 19%.

Nếu loại trừ tính kém lỏng hơn của hàng tồn kho thì khả năng thanh toán nhanh của HOM thấp hơn HT2 nhưng lại cao hơn BTS do tỷ lệ hàng tồn kho trong tổng tài sản ngắn hạn của HOM lớn hơn HT2 nhưng lại thấp hơn BTS.

Mặc dù khả năng thanh toán thấp nhưng đang có xu hướng tăng lên theo thời gian đặc biệt là khả năng thanh toán bằng tiền khi hoạt động bán hàng khá tốt do điều kiện thời tiết thuận lợi khiến nhu cầu xây dựng tăng và chính sách bán hàng năng động. Vì vậy, hệ số khả năng thanh toán ở mức thấp nhưng không hẳn là nghiêm trọng và đáng báo động.

Tỷ số năng lực hoạt động

	HOM			HT2			BTS		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
Kỳ thu tiền bình quân	27.46	20.44	53.04	165.02	73.99	79.04	50.51	44.88	62.02
Tiền mặt/ Doanh thu	0.56	0.34	0.13	0.58	0.51	0.61	0.25	0.34	0.30
Vòng quay hàng tồn kho	0.95	0.97	0.60	0.53	0.68	0.53	0.12	0.14	0.13
Vòng quay tài sản cố định	0.18	0.23	0.14	0.31	0.42	0.38	0.15	0.17	0.16
Vòng quay tổng tài sản	0.14	0.18	0.11	0.14	0.20	0.18	0.07	0.08	0.08
Vốn lưu động/DT	(0.45)	(0.49)	(0.72)	2.96	1.67	1.79	4.32	3.96	4.53
Vốn LĐ trừ tiền mặt/DT	(1.01)	(0.83)	(0.85)	2.39	1.16	1.18	4.07	3.62	4.24
Nợ phải trả/DT	4.65	3.72	5.99	4.26	2.53	2.93	10.22	8.92	9.74

Với lượng hàng tồn kho, các khoản phải thu thấp hơn do đó mà các hệ số vòng quay cao hơn các doanh nghiệp so sánh, khả năng quay vòng các khoản phải thu cũng như hàng tồn kho nhanh hơn tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động kinh doanh và sản xuất.

Hoạt động sản xuất, kinh doanh mang tính ngắn hạn đến trung hạn do đó khả năng thu hồi vốn là rất quan trọng để phục vụ quá trình đầu tư. **Với HOM, trung bình mất khoảng 1 tháng để thu hồi hết các khoản phải thu, trong khi đó HT2 mất đến hơn 3 tháng và BTS là gần 2 tháng**. Như vậy, so với các doanh nghiệp cùng ngành (không chỉ HT2 và BTS) thì HOM có được lợi thế hơn hẳn.

Khả năng thanh toán ở mức thấp (<1) do đó mà dòng vốn lưu động mang giá trị âm, điều này sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến khả năng vay vốn ngắn hạn của HOM so với các doanh nghiệp trong ngành.

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Tỷ số cơ cấu vốn

	HOM			HT2			BTS		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
Z-score Altman	0.65	-	-	1.42	1.55	-	0.76	0.77	0.71
Nợ phải trả/NVCSH	173.85%	186.66%	209.68%	136.54%	103.23%	105.89%	296.93%	279.56%	274.45%
Nợ phải trả/TTS	63.48%	65.11%	67.71%	57.72%	50.80%	51.43%	74.81%	73.65%	73.29%

So với các doanh nghiệp trong ngành, **HOM có hệ số nợ ở mức khá cao, nợ phải trả gần gấp đôi vốn chủ sở hữu**. Với tỷ lệ nợ dài hạn chiếm tỷ trọng lớn hơn trong tổng nợ phải trả, chủ yếu là vay ngân hàng, vay các tổ chức nước ngoài để phục vụ đầu tư dự án Nhà máy xi măng Hoàng Mai. Trong năm 2009, HOM đã thanh toán một phần khoản vay dài hạn nước ngoài nhiều hơn khoản trả nợ ngắn hạn do đó tỷ lệ nợ/TTS có xu hướng giảm.

Hệ số Z-score Altman ở mức báo động về nguy cơ vỡ nợ của HOM, **tuy nhiên một phần do dòng tiền của doanh nghiệp luôn dương mà đặc biệt là dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh rất lớn, lượng tiền mặt tăng lên; một phần do có được sự hỗ trợ từ phía các ngân hàng địa phương cũng như VICEM và Bộ tài chính do đó nhu cầu vốn vay vẫn được đáp ứng**. Cùng với việc đẩy mạnh năng lực sản xuất và tiến độ bán hàng thì khả năng thanh toán của HOM sẽ dần được cải thiện và cơ cấu vốn sẽ tích cực hơn.

Tỷ số khả năng sinh lời

	HOM			HT2			BTS		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
LN biên gộp	21.77%	30.36%	28.87%	24.55%	24.57%	27.16%	28.90%	29.08%	24.13%
LN biên TT	11.00%	12.10%	11.18%	15.82%	18.88%	14.30%	12.49%	13.11%	10.22%
LN biên sau thuế	8.25%	9.08%	8.39%	11.86%	14.16%	10.72%	9.37%	9.83%	7.67%
ROA	1.13%	1.59%	0.95%	1.61%	2.84%	1.88%	0.69%	0.81%	0.58%
ROE	3.08%	4.56%	2.94%	3.80%	5.77%	3.87%	2.72%	3.08%	2.16%

Hệ số lợi nhuận biên gộp giảm cho thấy khả năng quản lý chi phí của HOM đang kém dần. Thời điểm quý I, II/2009 hệ số này cao hơn của HT2 và BTS do tỷ lệ giá vốn hàng bán / tổng doanh thu ở mức thấp hơn nhưng đến quý III thì tỷ lệ này đã cao hơn, cụ thể với HOM: 78%, HT2: 75% và BTS: 71% do đó làm giảm hiệu quả sản xuất kinh doanh.

Tỷ số lợi nhuận biên trước thuế và sau thuế (khi đưa cùng về một mặt bằng tỷ lệ thuế thu nhập doanh nghiệp 25%) cũng cho thấy hiệu quả hoạt động của HOM là thấp hơn các doanh nghiệp so sánh. Một thực tế chung là hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xi măng tăng dần từ quý I đến quý II nhưng lại giảm vào quý III khi quý III là thời điểm của mùa mưa. Như vậy việc biến động giá nguyên, nhiên liệu đầu vào thời điểm nửa cuối năm đã ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả sản xuất kinh doanh của HOM và 2DN so sánh.

Xét về khả năng sinh lợi tổng tài sản, nguồn vốn chủ sở hữu, HOM có hệ số ROA, ROE thấp hơn HT2 nhưng cao hơn BTS, điều này cũng dễ hiểu khi HT2 ở khu vực phía Nam - khu vực cung xi măng không đáp ứng đủ cầu trong khi vận chuyển từ Miền Bắc và Miền Trung vào bị hạn chế bởi chi phí vận tải. Tuy nhiên, **hệ số ROA, ROE của HOM cũng ở mức thấp so với các doanh nghiệp trong ngành**.

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Tỷ số giá trị thị trường

	HOM			HT2			BTS		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
BVPS	11.91	11.47	10.77	11.84	11.39	11.11	12.47	12.92	12.42
Trailing EPS Điều chỉnh	-	-	-				1.45	1.33	1.33
EPS điều chỉnh (Quý)	0.49	0.70	0.42	0.45	0.66	0.43	0.40	0.47	0.31
P/E điều chỉnh (trailing) (cuối kỳ)							8.25		

Giá trị sổ sách của HOM ở mức trung bình nhưng lợi nhuận sau thuế trên mỗi cổ phiếu thì ở mức cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành có quy mô tương đương.

Với mức giá thời gian qua ở mức trên 1x là khá rẻ so với tiềm năng của doanh nghiệp cũng như lợi ích mà mỗi cổ phiếu HOM mang lại so với các doanh nghiệp trong ngành cũng như các doanh nghiệp thuộc những ngành khác mà lợi ích mang lại cho mỗi cổ đông là tương đương.

Nhận định về việc giá cả chưa phản ánh đúng thực trạng và tiềm năng, nhằm bình ổn giá cổ phiếu trên thị trường HOM hiện đang tiến hành mua lại cổ phiếu quỹ trong quý I/2010 với khối lượng 1 triệu cổ phiếu và mức giá căn cứ theo giá thị trường tại thời điểm mua. **Như vậy, hoạt động này sẽ làm giảm số lượng cổ phiếu lưu hành đồng thời làm tăng giá trị cho mỗi cổ đông tương ứng với hệ số EPS cao hơn trong thời gian tới.**

Phân tích Dupont

	HOM			HT2			BTS		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
ROE	3.08%	4.56%	2.94%	3.80%	5.77%	3.87%	2.72%	3.08%	2.16%
LNST biên	8.25%	9.08%	8.39%	11.86%	14.16%	10.72%	9.37%	9.83%	7.67%
Vòng quay TTS	13.66%	17.53%	11.31%	13.55%	20.04%	17.55%	7.32%	8.25%	7.52%
TTS/NVCSH	273.85%	286.66%	309.68%	236.54%	203.23%	205.89%	396.93%	379.56%	374.45%

Với hệ số ROE ở mức cao hơn BTS và thấp hơn HT2, để có thể giải thích được điều đó chúng ta sẽ bóc tách các thành phần của ROE.

Hai phần đóng góp lớn nhất vào ROE và tạo ra sự khác biệt lớn nhất với 2DN còn lại là chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản và hệ số nhân vốn chủ. Hai chỉ tiêu này theo thời gian luôn thấp hơn một cách tương ứng so với HT2 và cao hơn một cách tương ứng so với BTS.

Thời gian tới khi việc mua lại 1 triệu cổ phiếu làm cổ phiếu quỹ được thực hiện xong thì sẽ làm giảm vốn chủ sở hữu xuống tương ứng 10 tỷ (nếu chưa xét các yếu tố khác), tuy nhiên ảnh hưởng đến hệ số ROE thế nào còn phụ thuộc nhiều vào sự biến động của doanh thu, lợi nhuận sau thuế cũng như tổng tài sản. Chúng tôi vẫn kỳ vọng vào khả năng sinh lợi vốn chủ sẽ tăng không chỉ bởi nguồn vốn chủ sở hữu giảm mà còn bởi sự gia tăng hiệu quả hoạt động.

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

- Có mỏ đá vôi và đất sét lớn với trữ lượng dồi dào và ổn định
- Áp dụng công nghệ tiên tiến của Pháp trong sản xuất
- Là thành viên đầu tiên của VICEM áp dụng mô hình tiêu thụ qua nhà phân phối chính kết hợp với nhà phân phối dự án.
- Giá bán ở mức thấp so với các công ty xi măng thành viên
- Ở miền Trung nên thuận lợi cho việc vận chuyển xi măng đến Miền Nam (khu vực cung xi măng đang không đáp ứng đủ cầu) hơn so với các doanh nghiệp phía bắc khi chi phí vận chuyển là một vấn đề lớn.
- Được sự hỗ trợ của các ngân hàng tại địa phương và Bộ tài chính

Điểm yếu

- Nằm ở khá sâu so với trục đường chính do đó chi phí liên quan đến hoạt động vận tải hàng hóa đi tiêu thụ là khá lớn.
- Chịu ảnh hưởng nhiều của điều kiện tự nhiên do không những hoạt động khai thác đá vôi kém hiệu quả mà hoạt động xây dựng cũng không thể tiến hành được làm chậm tiến độ bán hàng
- Chịu ảnh hưởng trực tiếp từ biến động giá nhiên liệu (than, dầu)
- Giống như các thành viên VICEM, HOM không có cảng biển nước sâu để phục vụ hoạt động xuất khẩu

Cơ hội

- Ngành bất động sản, xây dựng có xu hướng tăng trưởng mạnh trong thời gian tới là điều kiện để các doanh nghiệp vật liệu xây dựng nói chung và xi măng nói riêng gia tăng doanh thu.
- Ý tưởng về xây dựng đường bê tông thay cho đường nhựa sẽ là một cơ hội tốt cho doanh nghiệp xi măng nếu được thực hiện
- Việc cho phép giá xi măng biến động theo thị trường tạo điều kiện cho doanh nghiệp nâng giá bán để gia tăng doanh thu.

Thách thức

- Giá nguyên liệu đầu vào như than, dầu dự báo sẽ tăng trong thời gian tới do chính phủ cho phép ngành than, xăng dầu, điện theo giá thị trường, điều này ảnh hưởng lớn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh.
- Việc đầu tư và đi vào hoạt động của các nhà máy xi măng mới trong thời gian qua sẽ làm cho miếng bánh thị trường bị chia sẻ nhiều hơn và áp lực cạnh tranh sẽ lớn hơn.
- VND mất giá 3.44% sẽ ảnh hưởng đến chi phí nhập khẩu nguyên liệu phục vụ quá trình sản xuất.
- Gói kích cầu 1 chấm dứt và gói kích cầu thứ 2 không dành cho ngành xi măng, điều này đồng nghĩa với việc những ưu đãi đối với các doanh nghiệp trong ngành cũng không còn.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Trong phần này chúng tôi sẽ tiến hành định giá cổ phiếu HOM theo ba phương pháp cơ bản: DCF, P/E và P/B. Riêng phương pháp định giá theo DCF chúng tôi tiến hành sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền cho chủ sở hữu (FCFE) theo mô hình định giá ba giai đoạn. Trong phần tính giá theo DCF, chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu HOM dựa trên hai kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với doanh nghiệp.

Cơ sở lựa chọn mô hình FCFE trong định giá:

- Thứ nhất, HOM hoạt động tập trung trong mảng kinh doanh clinker và xi măng
- Thứ hai: Có thể ước lượng được doanh thu, lợi nhuận thông qua việc ước lượng sản lượng sản xuất và tiêu thụ, các chi phí phát sinh thông qua biến động giá.
- Thứ ba: Có thể ước lượng được chi tiêu vốn thông qua chi phí đầu tư dây chuyền sản xuất, HOM không có hoạt động góp vốn liên doanh.
- Thứ tư: Có thể xác định khấu hao thông qua tài sản hiện có, tình hình mua sắm tài sản mới cũng như tỷ lệ khấu hao và thời gian sử dụng
- Thứ năm: Có thể xác định thay đổi vốn lưu động thông qua biến động tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn của doanh nghiệp

Định giá theo phương pháp DCF

Chú ý rằng việc ước lượng dựa trên những giả định chủ quan của bản thân người viết dựa trên những phân tích và những dự báo được cho là hợp lý nhất.

Kịch bản 1: Thể hiện sự đánh giá lạc quan của chúng tôi về khả năng tăng trưởng của nền kinh tế nói chung và ngành xây dựng nói riêng tạo điều kiện cho ngành xi măng gia tăng lợi nhuận. Trước tình trạng dư thừa nguồn cung thì khả năng xuất khẩu xi măng của các doanh nghiệp trong nước có triển vọng tốt.

Kịch bản 2: Thể hiện đánh giá có phần thận trọng hơn về triển vọng nền kinh tế và các dự án ngành xây dựng, sự biến động mạnh giá nguyên vật liệu cả trong nước và nhập khẩu, tình trạng dư cung và xu hướng lan tràn của xi măng Trung Quốc ảnh hưởng lớn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành xi măng.

Kịch bản 1: Kịch bản lạc quan

Dự báo một số các yếu tố kinh tế vĩ mô trong tương lai:

- Kinh tế Việt Nam hòa nhịp cùng thế giới bước vào giai đoạn tăng trưởng nhanh với tốc độ tăng trưởng cho năm 2010 là 6.5%, 2011: 7% và tăng dần trong các năm tiếp theo
- Lạm phát được dự báo sẽ tăng lên trong năm 2010 nhưng sẽ được kiểm soát ở mức 1 con số và lớn hơn mức 7%.
- Lãi suất cơ bản có thể được điều chỉnh tăng nhưng không tăng đột biến
- Dòng vốn FDI tiếp tục đổ vào Việt Nam, gia tăng không chỉ nguồn vốn đăng ký mà gia tăng mạnh trong vốn giải ngân vào lĩnh vực bất động sản, xây dựng

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Giai đoạn 1: 2010-2014

Dự báo doanh thu cho 5 năm tiếp theo

Đơn vị: Triệu đồng

	2010	2011	2012	2013	2014
Sản lượng sx (nghìn tấn)	1,500	1,540	1,540	1,540	1,540
Doanh thu	1,493,573	1,578,965	1,673,703	1,774,125	1,880,573
Giá vốn	1,127,647	1,192,119	1,263,646	1,339,464	1,419,832
Lãi gộp	365,925	386,846	410,057	434,661	460,740

Là doanh nghiệp đầu tiên thuộc VICEM thực hiện việc nâng 10% năng suất lò nung, do đó sản lượng sản xuất xi măng tối đa có thể đạt được là 1.54 triệu tấn/năm.

Hoạt động sản xuất clinker năm 2009 chủ yếu để phục vụ sản xuất xi măng nên doanh thu mang lại từ hoạt động chính là từ tiêu thụ xi măng. Với công nghệ lò quay hiện đại của Pháp và việc nâng công suất lên 10% do đó HOM có thể sản xuất tối đa 1.54 triệu tấn/năm. Từ 2008 trở về trước, hoạt động sản xuất của HOM chưa đạt hết công suất thiết kế, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng vào việc nâng cao công suất trong thời gian tới. Với dự án dây chuyền sản xuất xi măng Hoàng Mai 2 dự kiến thực hiện trong giai đoạn 2010-2014, khi hoàn thành sẽ nâng công suất thiết kế lên mức 6 triệu tấn xi măng/năm.

Nguồn nguyên liệu sản xuất khá dồi dào và ổn định với mỏ đá vôi, sét tại khu vực Hoàng Mai được đánh giá cao về trữ lượng.

Hoạt động bán hàng của HOM khá hiệu quả, sản lượng sản xuất ra được bán rất nhanh, lượng hàng tồn kho không nhiều, chủ yếu là nguyên vật liệu, công cụ dụng cụ. Với việc cho phép bán xi măng theo giá thị trường và ảnh hưởng của tăng chi phí nhiên liệu, giá bán xi măng đã được tăng lên đáng kể, cụ thể cuối năm 2009 giá bán mỗi tấn xi măng tại Hoàng Mai là 870,000 VND và sẽ còn cao hơn hứa hẹn mang lại con số doanh thu cao hơn. Tuy nhiên việc tăng giá trước áp lực cạnh tranh ngày càng lớn bởi tình trạng dư thừa nguồn cung và xi măng nước ngoài tràn vào là vấn đề rất khó khăn.

Thu nhập hoạt động tài chính và thu nhập hoạt động khác

Như đã phân tích, HOM hoạt động tập trung trong mảng hoạt động chính, hoạt động tài chính chủ yếu liên quan đến việc gửi tiền nhàn rỗi vào ngân hàng để hưởng lãi, các hoạt động khác cũng phát sinh không đáng kể. Do đó doanh thu cũng như thu nhập từ các hoạt động này sẽ không có gì đột biến trong năm 2010 và những năm tiếp theo.

Giá vốn hàng bán

Hoạt động sản xuất xi măng tiêu hao rất nhiều nguyên, nhiên vật liệu. Nguyên liệu chính thì HOM đã sản xuất đủ phục vụ nhu cầu sản xuất. Chi phí nhiên liệu chiếm một phần không nhỏ trong tổng chi phí, gồm có than, dầu. Với việc giá than được điều chỉnh tăng 25% thời gian qua, một mặt ảnh hưởng đến chi phí của HOM khi mà chi phí than nhiên liệu chiếm đến 16% tổng chi phí (giá vốn), mặt khác giá than tăng kéo theo giá điện tăng, điều này lại trực tiếp tác động đến chi phí sản xuất của HOM. Giá dầu thế giới cũng được dự báo tăng mạnh trong năm 2010, cùng với giá than tăng tạo nên ảnh hưởng bất lợi làm tăng chi phí sản xuất. Dự báo giá vốn trong giai đoạn này tăng bình quân 6%.

Chi phí tài chính và chi phí khác

HOM không có hoạt động đầu tư tài chính do đó chi phí tài chính chủ yếu liên quan đến chi trả lãi vay và đánh giá lại khoản vay bằng ngoại tệ, chi phí khác phát sinh không đáng kể.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Xác định dòng tiền trong giai đoạn 1

Việc xác định dòng tiền tự do của vốn chủ ngoài việc ước lượng lợi nhuận ròng còn phải ước lượng được khấu hao, chi tiêu vốn, thay đổi vốn lưu động và thay đổi nợ.

Dựa trên đặc tính của máy móc thiết bị hiện có cũng như mua mới (trong năm 2009 HOM có mua thêm một số máy móc thiết bị) về nguyên giá, thời gian khấu hao, phương pháp khấu hao để ước tính giá trị khấu hao cho từng năm.

Chi tiêu vốn với HOM chỉ liên quan đến hoạt động mua sắm mới cũng như xây dựng tài sản cố định mà không liên quan đến hoạt động đầu tư góp vốn.

Với dự án dây chuyền xi măng Hoàng Mai 2 thực hiện trong giai đoạn từ 2010-2014 với trị giá 10.800 tỷ USD nếu thực hiện hoàn toàn bằng nguồn vốn vay thì con số nợ vay mỗi năm sẽ là đáng kể, trong khi các khoản vay cả ngắn hạn và dài hạn phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh vẫn tăng đều. Tuy vậy các khoản vay chủ yếu là dài hạn với mức lãi suất khá thấp và chủ yếu vay Bộ tài chính do đó HOM có điều kiện gia tăng nợ phục vụ sản xuất kinh doanh.

Bảng tính toán dòng tiền giai đoạn 1

Đơn vị: Triệu đồng

	2010	2011	2012	2013	2014
Lợi nhuận ròng	165,094	174,532	185,004	196,105	207,871
Thay đổi vốn lưu động ròng	20,145	21,152	22,210	23,320	24,486
Thay đổi nợ	(170,402)	(161,881)	(153,787)	(146,098)	(138,793)
Chi tiêu vốn	2,890	3,323	3,822	4,395	5,054
Khấu hao	142,543	149,670	157,154	165,012	173,262
FCFE	114,201	137,845	162,339	187,303	212,799

**Giá cổ phiếu HOM
cho kịch bản lạc
quan là 25,900
VNĐ**

Suất chiết khấu trong giai đoạn này được xác định là 24%

Giai đoạn 2: 2015-2020

Giai đoạn này được dự báo là giai đoạn tăng trưởng cao về sản lượng của HOM với việc nâng cao công suất thiết kế cũng như sản xuất. Tuy nhiên, ảnh hưởng của tự do thương mại giữa Trung Quốc và các nước ASEAN từ năm 2015 trở đi, khi đó hàng hóa có thể luân chuyển giữa các nước mà không phải chịu thuế quan. Hàng hóa của các nước trong khối mà đặc biệt là Trung Quốc với giá rẻ tương đối nhờ duy trì đồng bản địa yếu sẽ là đối thủ cạnh tranh rất lớn. Nhưng theo đánh giá chủ quan thì mức độ ảnh hưởng sẽ không thực sự đáng kể khi nguồn cung trong nước dư thừa và giá xi măng trong nước hiện tại thấp hơn các nước ASEAN và vấn đề thị hiếu của người tiêu dùng trong nước. Tốc độ tăng trưởng dòng tiền giai đoạn này ước tính ước tính là 8%, suất chiết khấu 22%.

Giai đoạn 3: Tăng trưởng đều từ 2021 trở đi

Hoạt động của doanh nghiệp đi vào ổn định, giả định tốc độ tăng trưởng 5% và suất chiết khấu 10%.

Tổng hợp kết quả định giá

Tiến hành quy tất cả các dòng tiền tự do của VCSH trong tương lai về hiện tại với suất chiết khấu tương ứng sau đó chia cho số lượng cổ phiếu lưu hành là 72,000,000 cp khi đó mỗi cổ phiếu HOM có giá là **25,884 VNĐ ~ 25,900 VNĐ**

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Kịch bản thận trọng

Kịch bản này dựa trên những giả định có phần thận trọng hơn về triển vọng của nền kinh tế cũng như tốc độ tăng trưởng của ngành xi măng hay gián tiếp là ngành xây dựng, bất động sản.

Giá cổ phiếu cho kịch bản thận trọng: 21,900 VND

Giá nguyên, nhiên vật liệu có những biến động bất lợi cho các doanh nghiệp sản xuất xi măng. Áp lực cạnh tranh lớn từ các doanh nghiệp trong (các doanh nghiệp ngoài VICEM) và ngoài nước làm giảm doanh thu của HOM. Việc dư thừa nguồn cung trong thời gian tới cùng với chi phí vận tải cao do đó hoạt động xuất khẩu xi măng cũng sẽ gặp nhiều khó khăn mặc dù tỷ giá diễn biến theo hướng có lợi cho hoạt động xuất khẩu.

Bảng dự báo và tính toán dòng tiền giai đoạn 1

	2010	2011	2012	2013	2014
Lợi nhuận ròng	143,658	151,441	160,074	169,198	178,842
Thay đổi vốn lưu động ròng	19,186	20,145	21,153	22,210	23,321
Thay đổi nợ	(172,195)	(165,307)	(158,695)	(152,347)	(146,253)
Chi tiêu vốn	2,714	2,931	3,165	3,419	3,692
Khấu hao	142,543	146,820	151,224	155,761	160,434
FCFE	92,106	109,877	128,285	146,983	166,009

Đơn vị: Triệu đồng

Với những phân tích về tình hình vĩ mô và triển vọng ngành thời gian tới, ở kịch bản thận trọng, suất chiết khấu cho giai đoạn 1 áp dụng là 22%, giai đoạn 2 là 20% và giai đoạn 3 là 10%. Về tốc độ tăng trưởng, giai đoạn 2 tăng trưởng với tốc độ 7% và giai đoạn tăng trưởng đều với tốc độ 5%.

Tiến hành tương tự với kịch bản 1, với số lượng cổ phiếu đang lưu hành là 72,000,000 cổ phiếu (giả định việc mua lại cổ phiếu quỹ sẽ sớm bình ổn giá trên thị trường và HOM sẽ tiến hành bán ra số lượng cổ phiếu quỹ đã mua lại đó) thì giá cổ phiếu HOM sẽ là **21,949 VND ~ 21,900 VND**

Kết luận

Giá cổ phiếu cho phương pháp DCF là: 23,900 VND

Mô hình FCFE 3 giai đoạn với hai kịch bản thận trọng và lạc quan, với quan điểm trung lập chúng tôi lấy tỷ trọng cho hai kịch bản là 50-50 như vậy theo phương pháp DCF, mỗi cổ phiếu HOM sẽ có mức giá hợp lý là 23,900 VND.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Theo phương pháp P/E

Giá CP: 22,000 VND

Định giá theo phương pháp P/E và P/B

Phương pháp P/E

Bảng: Thống kê chỉ tiêu của các công ty và công ty cùng ngành

	HT1	HT2	SDY	BCC	BTS	SCJ	CCM	QNC
Giá hiện tại ('000 VND)	14.7	14.3	35.3	13.40	11.9	37.1	35.6	37.7
Trailing EPS Điều chỉnh('000VND)	1.66	1.93	4.67	2.55	1.45	4.48	6.97	4.11
P/E điều chỉnh (trailing)	8.85	7.42	7.55	5.25	8.21	8.29	5.11	9.17
Tỷ trọng vốn hóa	25.89%	20.16%	0.85%	20.53%	17.32%	5.66%	1.57%	8.03%
P/E Thành phần	2.29	1.50	0.06	1.08	1.42	0.47	0.08	0.74
P/E TB	7.63*							

Với dữ liệu giá được lấy tại ngày 26/01/10, P/E trung bình ngành xi măng được tính toán là 7.87—thấp hơn khá nhiều so với P/E toàn thị trường. Tiến hành hiệu chỉnh với những đặc điểm về quy mô và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp chúng tôi kỳ vọng P/E của HOM ở vào mức 8.8x. Với kết quả kinh doanh có phần khả quan hơn trong giai đoạn cuối năm 2009 và triển vọng đầu năm 2010 sẽ tăng cao khi vào mùa xây dựng, chúng tôi kỳ vọng EPS trailing đến hết quý I/2010 ở vào mức 2,500 VND. Khi đó mỗi cổ phiếu HOM được định giá ở mức **22,000 VND**.

Phương pháp P/B

	HT1	HT2	SDY	BCC	BTS	SCJ	CCM	QNC
Giá hiện tại ('000 VND)	14.70	14.30	35.30	13.40	11.90	37.10	35.60	37.70
Giá trị vốn hóa (Triệu VND)	1,616	1,258	53	1,282	1,081	353	98	501
Tỷ trọng vốn hóa	25.89%	20.16%	0.85%	20.53%	17.32%	5.66%	1.57%	8.03%
BV ('000 VND)	12.28	11.84	22.72	12.92	12.47	38.88	20.82	14.71
P/BV	1.20	1.21	1.55	1.04	0.95	0.95	1.71	2.56
P/B TB	1.23 *							

Theo phương pháp P/B

Giá CP: 18,800 VND

(*): Số liệu được tính toán với rổ cổ phiếu được đưa ra mà không đại diện cho toàn ngành

P/B ngành ngày 26/01/10 được xác định ở mức 1.23, tiến hành điều chỉnh với những đặc điểm của doanh nghiệp, kỳ vọng P/B cho HOM ở mức 1.4. Giá trị sổ sách cuối quý I/2010 chúng tôi dự báo ở mức 13,450 VND. Như vậy mỗi cổ phiếu HOM theo phương pháp P/B có mức giá hợp lý là **18,800 VND**.

Nhận định giá cổ phiếu

Nếu phương pháp DCF thích hợp cho đầu tư dài hạn thông qua việc tìm ra giá trị nội tại của mỗi cổ phiếu dựa trên tiềm năng tăng trưởng trong tương lai thì phương pháp so sánh ngang bằng việc sử dụng P/E, P/B lại thích hợp với đầu tư ngắn hạn dựa trên những đặc tính của doanh nghiệp trong tương quan với ngành và thị trường. Tùy theo mục đích đầu tư mà nhà đầu tư có thể lựa chọn phương pháp thích hợp.

Trên quan điểm trung lập đối với các phương pháp, nhằm đưa ra một mức giá chung nhất, chúng tôi kỳ vọng mức giá hợp lý cho cổ phiếu HOM là **21,590 VND ~ 21,600 VND**.

Với đặc điểm thị trường, mức giá hiện tại của HOM cũng như triển vọng phát triển bền vững từ sự hỗ trợ của Chính phủ đối với ngành xi măng và lợi thế là thành viên của VICEM, NĐT có thể xem xét giải ngân mua và nắm giữ cổ phiếu này.

	Bán với khối lượng lớn
	Nên bán
	Cầm giữ
	Nên mua
	Mua với khối lượng 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 PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Phó phòng Phân tích đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

Vũ Thị Oanh

Email: oanhvt@tvs.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

• Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày
Morning Briefing
Tổng kê giao dịch cuối ngày
Tổng kê giao dịch tuần
Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
Lịch sự kiện theo tháng

• Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
Báo cáo phân tích ngành
Báo cáo phân tích công ty

• Báo cáo thông kê

EPS Flash Report
Investment Tool
Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

• Sản phẩm giao dịch

I-trade Home
I-trade Pro

• Hội thảo

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283