



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT



BÁO CÁO NGÀNH XI MĂNG

Phân tích các công ty tiêu biểu trong ngành:
HT1, HT2, BCC, BTS.

BÁO CÁO PHÂN TÍCH NGÀNH XI MĂNG

NỘI DUNG

TỔNG QUAN	4
BỐI CẢNH KINH TẾ.....	6
ĐẶC ĐIỂM CỦA NGÀNH XI MĂNG VIỆT NAM.....	8
Phân bố của ngành xi măng	8
Thị phần và Mức độ cạnh tranh trong ngành	9
Cân đối cung cầu xi măng trong nước	11
Nhu cầu và thị trường tiêu thụ	11
Giá bán và giá thành	12
TRIỂN VỌNG NGÀNH XI MĂNG TRONG NĂM 2009	14
MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH XI MĂNG	
Công ty cổ phần xi măng Hà Tiên 1 (HT1)	18
Công ty cổ phần xi măng Hà Tiên 2 (HT2).....	21
Công ty cổ phần xi măng Bút Sơn (BTS)	24
Công ty cổ phần xi măng Bỉm Sơn (BCC)	27

DANH SÁCH CÁC HÌNH ẢNH VÀ BẢNG BIỂU

Hình 1: Tỷ lệ FDI qua các năm	6
Hình 2: Nguồn vốn FDI cam kết theo lĩnh vực, 2008	6
Hình 3: So sánh tốc độ tăng trưởng GDP và ngành công nghiệp xây dựng qua các năm.....	7
Hình 4: Nhu cầu tiêu thụ xi măng và tốc độ tăng trưởng hàng năm của ngành xi măng.....	7
Hình 5: Thị phần xi măng trong nước	9
Hình 6: Số lượng các dự án mới đi vào hoạt động	10
Hình 7: Biến động nhu cầu tiêu thụ xi măng theo các Quý trong năm	12
Hình 8: Tương quan tiêu thụ xi măng tại 3 miền	12
Hình 9: So sánh mặt bằng giá bán xi măng tại các nhà máy, 2009.....	13
Hình 10: Biến động giá clinker nhập khẩu và giá bán xi măng trong năm 2008	13
Bảng 1: Sản lượng tiêu thụ xi măng toàn ngành 8 tháng đầu năm 2009	8
Bảng 2: Một số nhà máy xi măng có công suất lớn ở Việt Nam	9
Bảng 3: Cung cầu xi măng trong nước từ 2007 – 2010	11
Bảng 4: So sánh một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp trong ngành xi măng trong khu vực	16
Bảng 5: So sánh biến động giá của các doanh nghiệp trong ngành xi măng từ đầu năm 2009.....	16
Bảng 6: So sánh một số chỉ tiêu chính của các công ty xi măng niêm yết trên 2 sàn.....	17

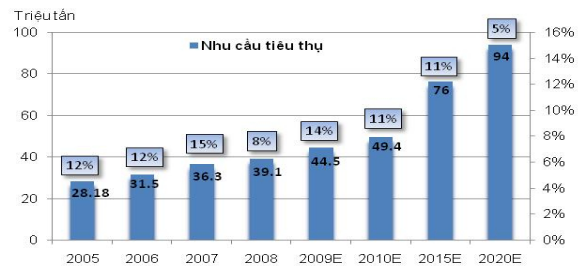
TỔNG QUAN

- Xây dựng là ngành đóng vai trò quan trọng trong quá trình phát triển kinh tế của Việt Nam do Việt Nam đang trong quá trình hoàn thiện hạ tầng kinh tế và kiến trúc xã hội. Triển vọng tăng trưởng của ngành xây dựng là nhân tố hỗ trợ tích cực cho ngành xi măng phát triển.
- Tốc độ đô thị hóa nhanh trung bình khoảng 30 – 33%/năm, cùng với việc phát triển và hoàn thiện cơ sở hạ tầng dẫn đến tốc độ tăng trưởng của ngành công nghiệp xây dựng thường lớn hơn tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Trong đó, ngành xi măng duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định hơn và dự kiến ở mức trên 11%/năm từ nay đến năm 2015.
- Mức độ cạnh tranh của các doanh nghiệp trong ngành xi măng còn ở mức thấp và vai trò chi phối tập trung chủ yếu ở Tổng Công ty xi măng Việt Nam. Tuy vậy, cạnh tranh trong ngành sẽ gia tăng mạnh khi các dự án mới đi vào hoạt động. Ngành xi măng từ tình trạng thiếu hụt xi măng trước đây sẽ chuyển sang dư thừa năng lực sản xuất kể từ năm 2010.
- Do đặc điểm phân bố của ngành xi măng thường ở gần vùng nguyên liệu, mức độ cạnh tranh ở miền Bắc cao hơn miền Nam và có sự mất cân đối giữa các vùng: miền Bắc thừa năng lực trong khi miền Nam cung không đủ cầu. Do vậy, giá bán xi măng ở miền Nam thường cao hơn khu vực miền Bắc khoảng 20% và thị trường xi măng miền Nam còn nhiều tiềm năng tăng trưởng hơn các vùng khác.
- Các doanh nghiệp trong ngành xi măng có tỷ suất lợi nhuận thấp do chi phí nguyên vật liệu tăng cao, nhất là đối với những doanh nghiệp phải phụ thuộc vào nguồn clinker nhập khẩu, trong khi giá bán xi măng chịu sự điều tiết của chính phủ.
- Xu hướng sát nhập và hợp nhất các công ty trong ngành sẽ giúp doanh nghiệp xi măng cải thiện tỷ suất lợi nhuận nhờ tận dụng lợi thế về thương hiệu, công nghệ, hệ thống phân phối, nguồn nguyên liệu đầu vào.

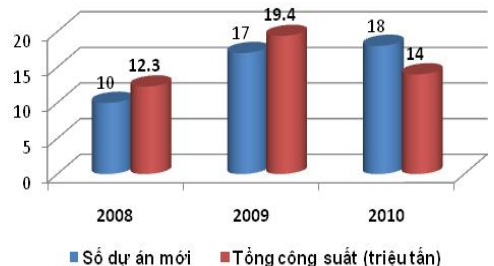
Triển vọng năm 2009

- Ngành xi măng sẽ được hưởng lợi từ gói kích cầu của Chính phủ và các chính sách hỗ trợ vĩ mô. Dự kiến tốc độ tăng trưởng của ngành xi măng trong năm 2009 là 13-14%.
- Kết quả kinh doanh sẽ có nhiều khả quan hơn trong các quý cuối năm 2009 khi sản lượng tiêu thụ xi măng gia tăng theo chu kỳ và gói kích cầu phát huy tác dụng.
- Các doanh nghiệp xi măng Việt Nam hiện đang có mức định giá khá thấp so với trung bình thị trường và các nước trong khu vực. Do vậy, chúng tôi đánh giá triển vọng đầu tư dài hạn vào các doanh nghiệp trong ngành xi măng là khá hấp dẫn.

Tăng trưởng hàng năm ngành xi măng

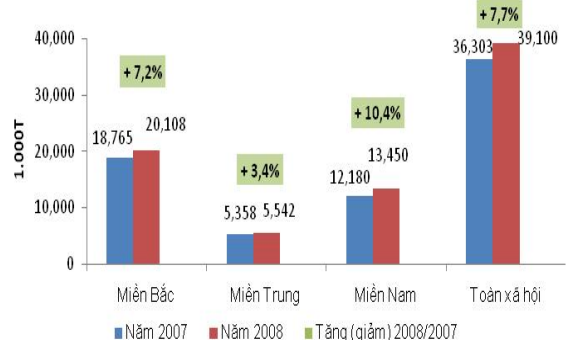


Các dự án xi măng mới đi vào hoạt động



Đvt: Triệu tấn	2008	2009E	2010E
Nhu cầu	39.1	44.5	49.4
Tăng trưởng (%)	7.7%	13.8%	11.0%
Sản lượng	34.2	44.8	57
Tăng trưởng (%)	27%	31%	27%
Dư thừa/ Thiếu hụt (-)	-5.8	0.4	2.4

Tương quan tiêu thụ xi măng giữa 3 miền



	P/E (2008)	P/B (2008)	ROE (%)	ROA (%)
Trung Quốc	31.4	3.6	22.3	9.5
Indonesia	22.7	3.0	28.8	17.6
Phillipine	16.3	1.6	36.1	15.1
Hàn Quốc	37.9	1.1	(12.4)	(4.5)
Malaysia	14.2	0.7	6.0	3.0
Thái Lan	8.6	1.1	(8.0)	(2.0)
Việt Nam	10.1	1.4	25.2	9.9
TB ngành	20.2	1.8	14.0	6.9

So sánh một số doanh nghiệp trong ngành xi măng

	HT1	HT2	BTS	BCC	SCJ	QNC	Trung bình
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.100	880	908,8	956,6	47,6	125	
Giá @ 04-09-2009 (VND)	15.600	15.600	14.000	16.300	70.600	28.200	
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.716	1.373	1.272	1.559	336	353	
Công suất hiện tại							
- Xi măng (triệu tấn/năm)	1,70	1,10	1,40	1,80	0,33	n/a	1,27
- Clinker (triệu tấn/năm)	-	1,20	1,46	1,46	0,15	n/a	1,07
Công suất tăng thêm							
- Xi măng (triệu tấn/năm)	3,20	1,10	1,40	2,00	0,30	0,60	1,43
- Clinker (triệu tấn/năm)	1,76	1,26	1,40	2,00	0,30	0,30	1,17
Vốn đầu tư dự án mới (tỷ đồng)	5.667	3.571	2.807	4.085	300	511	
Doanh thu 1H-2009 (tỷ đồng)	1.289	768	695	1.129	135	365	
LNST 1H-2009 (tỷ đồng)	77,7	96,6	71,6	122,5	21,2	24,2	
Tỷ suất LN gộp 1H-2009 (%)	19,2	25,8	26,8	20,9	21,0	25,3	23,2
Tỷ suất LN thuần 1H-2009 (%)	6,0	12,6	10,3	10,8	15,7	6,6	10,3
% Kế hoạch doanh thu 2009	40,5	38,8	47,4	47,4	47,7	42,0	44,0
% Kế hoạch lợi nhuận 2009	49,3	66,2	59,7	85,9	69,4	80,7	68,5
EPS trailing (đồng)	1.731	1.849	1.330	2.343	8.674	3.620	
BPS (đồng)	11.484	11.523	13.057	12.523	36.534	15.740	
ROA trailing (%)	2,3	8,1	2,7	4,5	21,5	3,5	7,1
ROE trailing (%)	15,1	16,7	10,2	18,7	25,9	22,9	18,2
P/E trailing (x)	9,0	8,4	10,5	7,0	8,1	7,8	8,5
P/B (x)	1,4	1,4	1,1	1,3	1,9	1,8	1,5
Doanh thu 2009 E (tỷ đồng)	3.162	1.848	1.441	2.383	283	870	
Lợi nhuận thuần 2009 E (tỷ đồng)	171,7	165,4	125,7	194,0	30,6	30,0	
EPS 2009E (VND)	1.561	1.879	1.384	2.028	6.429	2.400	
P/E 2009E (x)	10,0	8,3	10,1	8,0	11,0	11,8	9,8

Ghi chú: Doanh thu và LNST 2009 F của HT1, HT2, BTS và BCC là dự phóng của VCSC.
Doanh thu và LNST 2009 F của SCJ và QNC là kế hoạch của công ty.

BỐI CẢNH KINH TẾ

Ngành công nghiệp và xây dựng trung bình đóng góp khoảng 40% vào GDP cả nước, trong đó riêng lĩnh vực xây dựng đóng góp khoảng 6-7% GDP hàng năm.

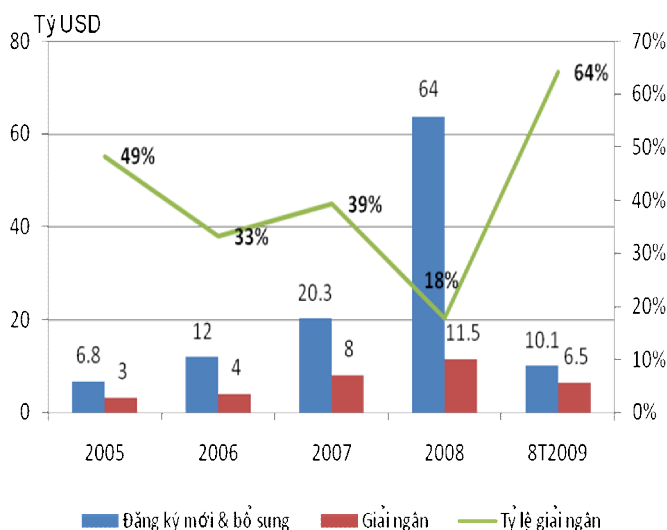
Lĩnh vực xây dựng đóng góp khoảng 6-7% GDP hàng năm nhưng là một nhân tố quan trọng hỗ trợ cho sự phát triển của các ngành khác

Tuy xây dựng chiếm tỷ trọng không lớn trong cơ cấu GDP, việc tăng trưởng của ngành này lại là một nhân tố quan trọng hỗ trợ cho các ngành khác như công nghiệp, dịch vụ, vận tải và tạo ra nhiều công ăn việc làm cho toàn xã hội. Là một nước đang phát triển, đang trong quá trình hoàn thiện hạ tầng kinh tế và kiến trúc xã hội, tốc độ tăng trưởng kinh tế hàng năm của Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức khá cao, trung bình trên 7%/năm.

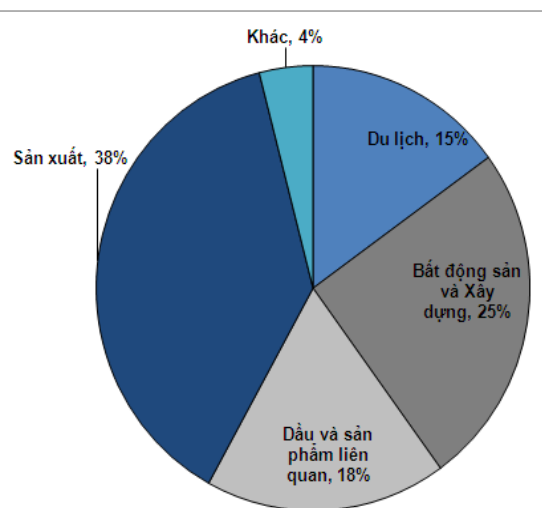
Bên cạnh đó, với 70% dân số ở độ tuổi dưới 35, cùng với tốc độ đô thị hóa tăng trung bình khoảng 30 – 33%, nhu cầu về nhà ở vẫn được xác định sẽ tăng trong vài năm tới. Tình trạng xuống cấp của hệ thống cơ sở hạ tầng cũng đòi hỏi nhiều sự đầu tư và cải thiện với nhiều dự án lớn như đường vành đai Tân Sơn Nhất – Bình Lợi, cầu Phú Mỹ, hệ thống metro.... Do vậy, ngành xây dựng được xem là một ngành chiến lược hỗ trợ quá trình phát triển kinh tế ở Việt Nam.

Trong thời gian qua, Việt Nam cũng là nước thu hút khá lớn nguồn vốn FDI. Vốn FDI cam kết tập trung chủ yếu trong lĩnh vực xây dựng và công nghiệp - chiếm trên 60% tổng vốn cam kết. Do vậy, việc tiếp tục giải ngân các dự án đã đầu tư và những dự án đầu tư dài hạn sẽ góp phần đáng kể vào tốc độ tăng trưởng chung của ngành công nghiệp xây dựng

Hình 1: Tỷ lệ FDI qua các năm



Hình 2: Nguồn vốn FDI cam kết theo lĩnh vực, 2008



Nguồn: Tổng cục thống kê

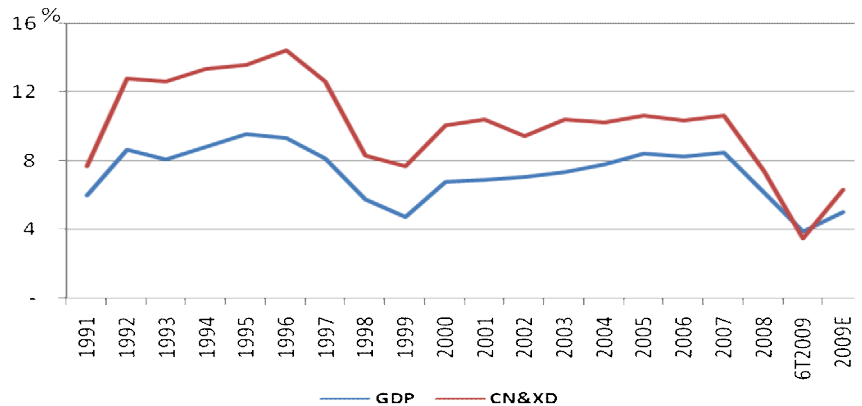
Theo ước tính, cứ đầu tư 1 tỷ USD cho lĩnh vực xây dựng thì sẽ tiêu thụ khoảng 1,5 triệu tấn xi măng. Triển vọng tăng trưởng của ngành xây dựng là nhân tố hỗ trợ tích cực cho ngành xi măng phát triển.

Nhu cầu tiêu thụ xi măng biến động theo chu kỳ kinh tế

Tốc độ tăng trưởng của ngành công nghiệp xây dựng thường lớn hơn tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế

Nhu cầu tiêu thụ xi măng có mối quan hệ chặt chẽ với những biến động của ngành công nghiệp xây dựng, do vậy, lượng tiêu thụ xi măng phụ thuộc nhiều vào yếu tố chu kỳ. Tốc độ tăng trưởng của ngành công nghiệp xây dựng thường lớn hơn tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế do công nghiệp xây dựng là ngành kinh tế đóng vai trò chủ đạo trong quá trình phát triển kinh tế của Việt Nam.

Hình 3: So sánh tốc độ tăng trưởng GDP và ngành công nghiệp xây dựng qua các năm



Nguồn: Reuters, VCSC

Mặc dù ngành xây dựng chịu tác động của chu kỳ kinh tế, ngành xi măng vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng khá tốt trong năm 2008

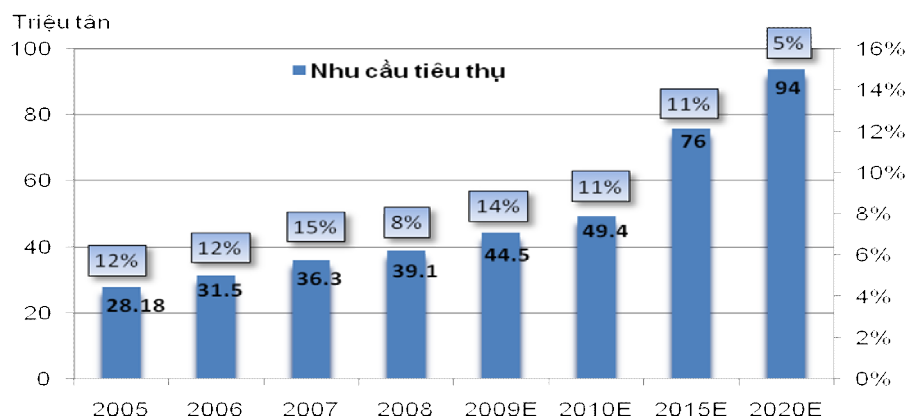
Do xi măng được sử dụng trong hầu như tất cả các lĩnh vực khác nhau liên quan đến xây dựng, ngành xi măng vẫn phần nào tránh được những sụt giảm mạnh của nền kinh tế. Trong năm 2008, tốc độ tăng trưởng của ngành xây dựng và công nghiệp đạt 6.1%, tuy nhiên do tình hình đóng băng của thị trường bất động sản và chính sách thắt chặt tiền tệ, lĩnh vực xây dựng là ngành duy nhất có tốc độ tăng trưởng âm 0.4%. Mặc dù vậy, ngành xi măng vẫn duy trì được mức tăng trưởng 7.7% trong năm 2008 – cao hơn hẳn mức tăng trưởng âm của ngành công nghiệp xây dựng.

Nhu cầu tiêu thụ xi măng vẫn duy trì ở mức trên 11%/năm

Dự báo tốc độ tăng trưởng của ngành xi măng đạt khoảng 11% từ nay đến năm 2015.

Với tốc độ đô thị hóa và việc phát triển, hoàn thiện cơ sở hạ tầng, dự báo nhu cầu tiêu thụ xi măng tiếp tục duy trì ở mức cao, trung bình khoảng 11% từ nay đến năm 2015. Sau đó, tốc độ tăng trưởng của ngành đến năm 2020 là 5%.

Hình 4: Nhu cầu tiêu thụ xi măng và tốc độ tăng trưởng hàng năm của ngành xi măng



Nguồn: Bộ Công thương, TCT xi măng, VCSC

Riêng trong năm 2009, dự báo tốc độ tăng trưởng của ngành xi măng sẽ đạt khoảng 14% do gói hỗ trợ lãi suất 4% đối với các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực xây dựng và công nghiệp, nhất là việc triển khai trở lại các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng bị đình hoãn trong năm 2008.

Lượng tiêu thụ xi măng đang dần cải thiện qua từng tháng, nhất là kể từ Quý 2/2009 trở đi khi tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ Quý 2/2009 tăng 9%, cao hơn gấp đôi so với tốc độ tăng trưởng của Quý 1/2009 (4%). Và chỉ trong 2 tháng đầu của Quý 3, sản lượng tiêu thụ đã tăng 23% so với cùng kỳ năm trước. Như vậy, chỉ tính riêng trong 8 tháng đầu năm 2009, tổng sản lượng tiêu thụ xi măng toàn xã hội đã đạt khoảng 30 triệu tấn, bằng 67% kế hoạch năm và tăng 10,5% so với cùng kỳ.

Bảng 1: Sản lượng tiêu thụ xi măng toàn ngành 8 tháng đầu năm 2009

Đvt: tấn	2 tháng	Tháng 3	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	8 tháng
2008	5,247,219	3,988,453	3,708,777	3,822,320	3,258,115	3,126,673	3,076,000	26,227,557
2009	5,258,691	4,346,632	4,309,729	3,864,310	3,586,215	3,660,000	3,959,000	28,984,577
Tăng trưởng (%)	0.22%	8.98%	16.20%	1.10%	10.07%	17.06%	28.71%	10.51%

Nguồn: Hiệp hội xi măng Việt Nam

ĐẶC ĐIỂM CỦA NGÀNH XI MĂNG VIỆT NAM

Phân bố của ngành xi măng khá rải rác do phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu.

Nhiều nhà máy xi măng lớn tập trung nhiều ở miền Bắc và các tỉnh cực Nam

Tại Việt Nam, đá vôi – nguyên liệu chính để sản xuất ra xi măng - có trữ lượng khá dồi dào tạo điều kiện cho ngành công nghiệp xi măng phát triển. Lợi thế về trữ lượng đá vôi lớn tạo điều kiện cho ngành công nghiệp xi măng phát triển. Với tổng cộng khoảng 190 mỏ đá vôi, trữ lượng về nguồn nguyên liệu có khả năng sản xuất ra khoảng 22 tỷ tấn xi măng. Tuy vậy, các mỏ đá vôi phân bố khá rải rác và khác nhau về quy mô nên điều này cũng ảnh hưởng đến phân bố của ngành xi măng, theo đó các nhà máy xi măng lớn tập trung nhiều ở miền Bắc và các tỉnh cực Nam.

Đến năm 2008, năng lực sản xuất clinker – nguyên liệu chính để sản xuất xi măng – chỉ đáp ứng được 55% nhu cầu

Vào thời điểm đầu năm 2008, tổng công suất thiết kế của các nhà máy xi măng là 32.6 triệu tấn, trong đó lượng clinker trong nước chỉ đáp ứng được 55% công suất sản xuất xi măng – tương đương khoảng 18 triệu tấn xi măng được sản xuất từ nguồn clinker trong nước. Như vậy, các doanh nghiệp lớn trong ngành xi măng chỉ cung ứng được khoảng 14,41 triệu tấn clinker (clinker chiếm từ 70-80% nguyên liệu để sản xuất ra xi măng), phần thiếu hụt phải nhập khẩu clinker từ Thái Lan, Hàn Quốc – chủ yếu là để phục vụ các trạm nghiền và nhà máy xi măng ở phía Nam.

12 nhà máy xi măng lớn nhất hiện chiếm hơn 60% năng lực sản xuất xi măng của cả nước, trong đó chỉ có 3 nhà máy đặt tại phía Nam

Những nhà máy sản xuất được xem là dẫn đầu trong ngành công nghiệp xi măng ở Việt Nam khi có công suất thiết kế hơn 1 triệu tấn/năm. 12 nhà máy xi măng lớn nhất hiện chiếm hơn 60% năng lực sản xuất xi măng của cả nước với tổng công suất là 22,45 triệu tấn/năm. Trong đó, có 3 nhà máy đặt tại phía Nam là: Holcim, Hà Tiên 1 và Hà Tiên 2.

Vai trò chi phối thị trường tập trung chủ yếu ở Tổng Công ty xi măng Việt Nam

Xét về cơ cấu sở hữu thì các doanh nghiệp chủ chốt của ngành xi măng Việt Nam đều thuộc Tổng Công ty xi măng Việt Nam (9 doanh nghiệp) hoặc là các doanh nghiệp liên doanh với Tổng Công ty xi măng (3 doanh nghiệp). Do vậy, vai trò chi phối thị trường tập trung chủ yếu ở Tổng Công ty xi măng Việt Nam. Trong thời gian tới (đến hết năm 2010), khi các nhà máy mới đi vào hoạt động, tổng công suất của các nhà máy này sẽ đạt khoảng 35 triệu tấn.

Bảng 2: Một số nhà máy xi măng có công suất lớn ở Việt Nam:

STT	Nhà máy xi măng	Địa điểm	Công suất hiện tại (ngàn tấn)
1	Hoàng Thạch	Hải Dương	2,300
2	<i>Nghi Sơn</i>	<i>Thanh Hóa</i>	<i>2,150</i>
3	Bỉm Sơn	Thanh Hóa	1,800
4	<i>Chinfon</i>	<i>Hải Phòng</i>	<i>1,400</i>
5	Bút Sơn	Hà Nam	1,400
6	Hoàng Mai	Nghệ An	1,400
7	Tam Điệp	Ninh Bình	1,400
8	Hải Phòng	Hải Phòng	1,400
9	Phúc Sơn	Hải Dương	1,800
10	Holcim	Kiên Giang	4,600
11	Hà Tiên 1	TP HCM	1,700
12	Hà Tiên 2	Kiên Giang	1,100
Tổng công suất			22,450

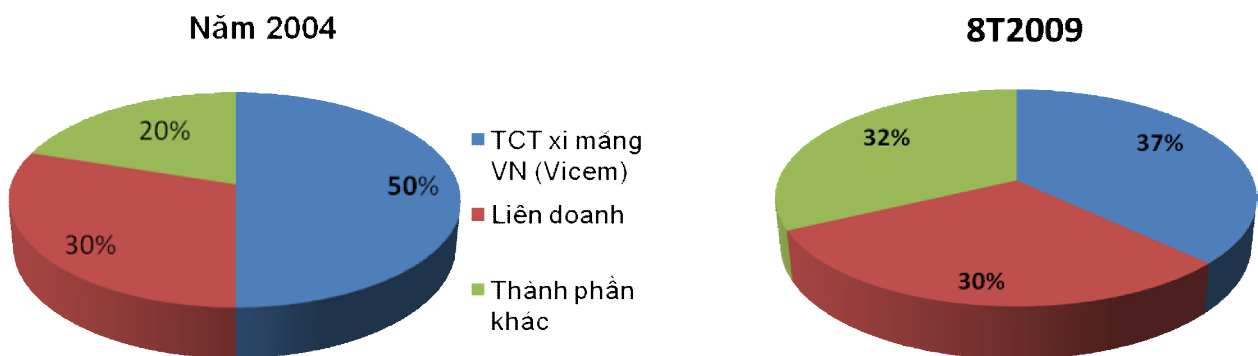
Nguồn: TCT xi măng, VCSC

Tổng công ty xi măng Việt Nam và các doanh nghiệp liên doanh chiếm thị phần chủ đạo

Tổng công ty xi măng Việt Nam và các doanh nghiệp liên doanh đang chiếm 2/3 thị phần xi măng của cả nước

Hiện nay, Tổng công ty xi măng Việt Nam và các doanh nghiệp liên doanh đang chiếm 2/3 thị phần xi măng của cả nước. 9 doanh nghiệp thuộc Tổng Công ty xi măng Việt Nam (Hoàng Thạch, Bỉm Sơn, Bút Sơn, Hà Tiên 1, Hà Tiên 2, Tam Điệp, Hoàng Mai, Hải Phòng và Hải Vân) chiếm gần 40% thị phần xi măng cả nước. Các doanh nghiệp liên doanh (Holcim, Chinfon, Nghi Sơn) chiếm khoảng 30% thị phần. Còn lại là các doanh nghiệp xi măng nhỏ lẻ và xi măng địa phương khác.

Hình 5: Thị phần xi măng trong nước



Nguồn: TCT xi măng

Thị phần của Tổng Công ty (TCT) đang bị sụt giảm, tuy nhiên, thị phần này sẽ được giữ vững khi những dự án mới thuộc TCT đi vào hoạt động

Mặc dù các doanh nghiệp thuộc Tổng Công ty xi măng Việt Nam vẫn đóng vai trò chủ đạo trong cung cấp xi măng cho thị trường, thị phần của Tổng Công ty đang bị sụt giảm. Năm 2004, Tổng Công ty chiếm gần 50% thị phần, tuy nhiên, thị phần này đã giảm xuống và chỉ còn 37% hiện nay. Điều này là do nhiều dự án đầu tư xây dựng mới trong ngành xi măng được triển

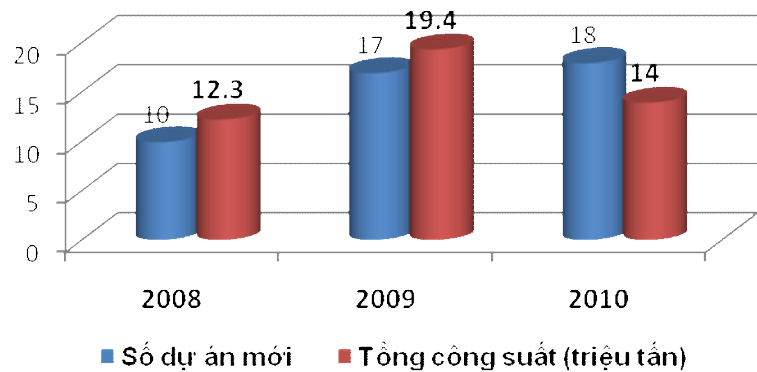
khai và đi vào hoạt động, nhất là các nhà máy xi măng địa phương đã lấy bớt thị phần do năng lực sản xuất của các doanh nghiệp trong Tổng Công ty chưa đáp ứng được nhu cầu xi măng trong các năm trước đây. Tuy nhiên, thị phần của Tổng Công ty sẽ được giữ vững khi những dự án mới như Bút Sơn, Bìm Sơn, Hà Tiên 1 và Hà Tiên 2 đi vào hoạt động.

Công suất của ngành xi măng sẽ tăng mạnh – tuy nhiên vẫn còn mất cân đối giữa các vùng

Nhiều dự án mới sẽ đi vào hoạt động, tuy vậy, các dự án này được đặt chủ yếu tại Miền Trung và Miền Bắc

Theo kế hoạch triển khai các dự án đầu tư mới vào ngành xi măng, đến cuối năm 2010 có khoảng 45 dự án mới sẽ đi vào hoạt động với tổng công suất là 45,7 triệu tấn – tương đương năng lực sản xuất khoảng 1 triệu tấn/ dự án. Như vậy, hầu hết các dự án mới đều có quy mô lớn để tận dụng lợi thế về quy mô và các nguồn nguyên liệu sẵn có. Tuy vậy, các dự án này được đặt chủ yếu tại Miền Trung và Miền Bắc, nơi có nguồn nguyên vật liệu dồi dào như mỏ đá vôi, đất sét... để sản xuất clinker và xi măng. Chỉ có 4 trong số 45 dự án xây dựng nhà máy xi măng mới được đặt tại các tỉnh khu vực Phía Nam. Vì vậy, công suất có tăng lên nhưng sự mất cân đối cung cầu giữa các vùng miền vẫn chưa được cải thiện. Miền Bắc thừa xi măng trong khi Miền Nam thiếu xi măng.

Hình 6: Số lượng các dự án mới đi vào hoạt động



Nguồn: Bộ Xây dựng

Mức độ cạnh tranh trong ngành xi măng còn ở mức thấp

Xi măng là ngành chịu sự quản lý và điều tiết của nhà nước. Do vậy, mức độ cạnh tranh trong ngành còn ở mức thấp

Hiện nay, giống như ngành thép, xi măng là ngành chịu sự quản lý và điều tiết của nhà nước. Chính sách giá xi măng chịu sự điều hành chung của Chính phủ nên việc điều chỉnh giá thường không linh hoạt. Cụ thể trong năm 2008, khi giá nguyên vật liệu đầu vào liên tục gia tăng thì giá bán xi măng vẫn được giữ nguyên để thực hiện chủ trương kiềm chế lạm phát. Giá xi măng được điều chỉnh tăng 2 lần vào tháng 6 và tháng 9/2008 với mức tăng tổng cộng là 20% trong khi đó chỉ riêng giá clinker nhập khẩu – nhân tố chiếm tỷ trọng lớn hơn 70% giá thành sản xuất xi măng – đã tăng giá hơn 50%. Bên cạnh đó, với sự bảo hộ của Nhà nước, việc điều tiết lượng xi măng nhập khẩu thông qua chính sách thuế làm cho mức độ cạnh tranh trong ngành xi măng còn thấp.

Cạnh tranh trong ngành gia tăng mạnh do các dự án mới sẽ đi vào hoạt động: từ thiếu hụt xi măng chuyển sang dư thừa năng lực sản xuất

Nhu cầu xi măng được đáp ứng đủ trong năm 2009 và bắt đầu dư thừa kể từ sau năm 2010

Theo lộ trình phát triển của ngành xi măng trong thời gian tới, nhiều dự án đầu tư xi măng sẽ đi vào hoạt động. Trong năm 2008 cả nước có thêm 10 nhà máy xi măng đi vào hoạt động với công suất 12,3 triệu tấn/ năm. Sang

năm 2009, dự kiến sẽ có thêm 17 nhà máy sản xuất xi măng đi vào hoạt động, với công suất dự kiến 19,4 triệu tấn/ năm. Như vậy, tổng công suất năm 2009 sẽ được nâng lên gần 60 triệu tấn/năm. Trong khi nhu cầu trong nước chỉ đạt khoảng 45 triệu tấn. Như vậy, cân đối cung cầu xi măng từ trạng thái thiếu hụt trước đây sẽ bắt đầu chuyển sang dư thừa năng lực sản xuất. Dự kiến nhu cầu xi măng được đáp ứng đủ trong năm 2009 (do các dự án mới sẽ chưa hoạt động hết công suất) và bắt đầu dư thừa kể từ sau năm 2010 trở đi. Các doanh nghiệp xi măng từ việc chỉ tập trung phát triển thị trường nội địa sẽ phải hướng đến xuất khẩu.

Bảng 3: Cung cầu xi măng trong nước từ 2007 - 2010

Chỉ tiêu	Đvt	2007	2008	2009E	2010E
Nhu cầu	Triệu tấn	36.3	39.1	44.5	49.4
Tăng trưởng	%		7.7%	13.8%	11.0%
Sản lượng	Triệu tấn	26.9	34.2	44.8	57
Tăng trưởng	%		27%	31%	27%
Dư thừa/ Thiếu hụt/ (-)	Triệu tấn	-9.2	-5.8	0.4	2.4

Nguồn: Bộ Công thương, TCT xi măng, VCSC

Xu hướng sát nhập và hợp nhất thành các công ty lớn hơn

Do rào cản pháp lý, xu hướng sát nhập các nhà máy để tận dụng lợi thế về thương hiệu, công nghệ, hệ thống phân phối, nguồn nguyên liệu đầu vào đang là bước đi chiến lược của các doanh nghiệp trong ngành xi măng

Hiện tại, Việt Nam vẫn còn nhiều dự án xi măng hoạt động với quy mô nhỏ, trong đó khoảng 55 cơ sở xi măng lò đứng, lò quay chuyển đổi có tổng công suất thiết kế 5 triệu tấn/năm và một số trạm nghiền độc lập với tổng công suất thiết kế 6 triệu tấn/năm. Đồng thời, Chính phủ cũng đã dừng cấp phép cho những dự án xi măng mới ngoại trừ một số khu vực như Tây Ninh, Bình Dương và Hà Tiên. Do rào cản pháp lý này, cách hợp lý nhất để nâng cao công suất, gia tăng thị phần và tiết kiệm chi phí đầu tư, chi phí hoạt động là mua những nhà máy đang hoạt động tại các tỉnh phía Nam.

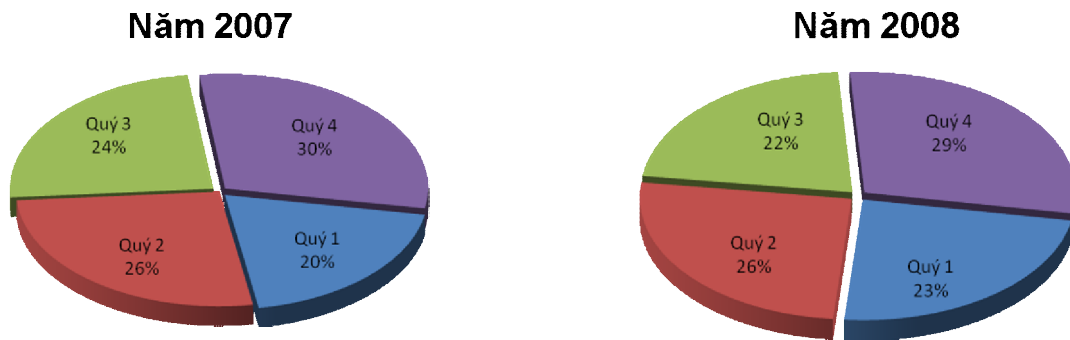
Các doanh nghiệp ở phía Nam bắt đầu tiến hành nhiều thương vụ sát nhập và hợp nhất

Hiện nay, xu hướng sát nhập các nhà máy để tận dụng lợi thế về thương hiệu, công nghệ, hệ thống phân phối, nguồn nguyên liệu đầu vào đang là bước đi chủ đạo của các doanh nghiệp trong ngành xi măng. Thương vụ Holcim mua nhà máy xi măng Cotec với tổng giá trị đầu tư hơn 45 triệu USD là một ví dụ điển hình của xu hướng này. Bên cạnh đó, việc sát nhập nhà máy xi măng Hà Tiên 1 và nhà máy xi măng Hà Tiên 2 cũng nhằm đến mục tiêu tận dụng năng lực về thương hiệu, công nghệ, nguồn nguyên liệu và hệ thống phân phối để mở rộng thị trường.

Nhu cầu tiêu thụ xi măng thường tăng mạnh vào quý 2 và quý 4

Trung bình lượng tiêu thụ xi măng tăng mạnh trong Q2 và Q4 (mùa khô ở Miền Nam và sau tết). Do vậy, điều này cũng ảnh hưởng đến lượng tồn kho xi măng và clinker tại nhà máy: tăng vào quý 1 và thiếu hụt vào quý 3

Hình 7: Biến động nhu cầu tiêu thụ xi măng theo các Quý trong năm



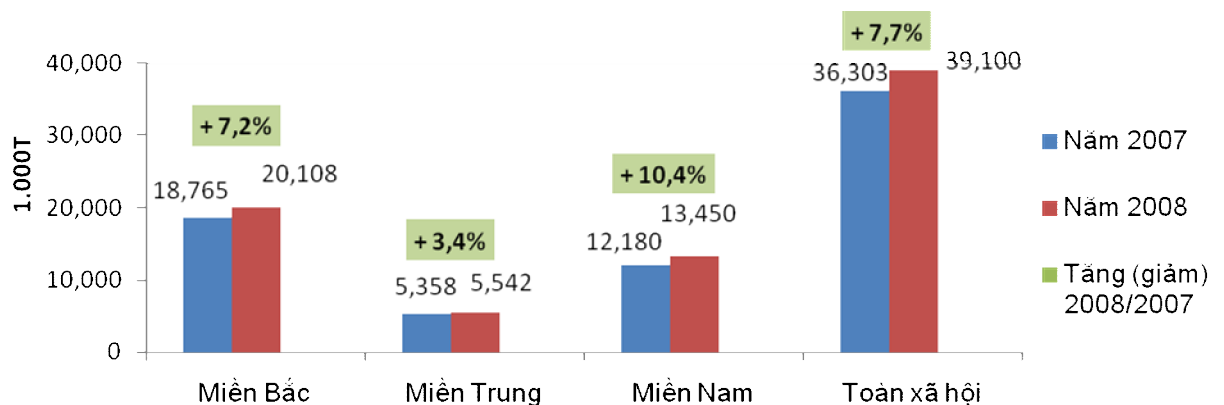
Nguồn: TCT xi măng

Thị trường tiêu thụ xi măng ở miền Bắc chiếm tỷ trọng lớn nhất cả nước nhưng nhu cầu tiêu thụ ở Miền Nam đang tăng nhanh

Các tỉnh miền Bắc có nhu cầu tiêu thụ xi măng cao nhất cả nước, chiếm tỷ trọng từ 42% đến 52% sản lượng tiêu thụ toàn quốc. Thị trường các tỉnh phía Nam có nhu cầu thấp hơn, khoảng 33% đến 37% thị phần. Thị trường miền Trung có nhu cầu thấp hơn cả, trung bình chỉ chiếm khoảng 11% đến 22% lượng tiêu thụ của cả nước.

Trong năm 2008, nhu cầu xi măng tăng nhanh trong 6 tháng đầu năm (tăng 17% so với cuối năm 2007). Tuy nhiên, trong 6 tháng cuối năm, do ảnh hưởng của suy giảm kinh tế toàn cầu và những khó khăn của nền kinh tế trong nước, tình hình đóng băng của thị trường bất động sản, tình hình tiêu thụ xi măng không tăng và giảm dần trong 6 tháng cuối năm. Tốc độ tăng trưởng nhu cầu của năm 2008 chỉ đạt 7,7%, trong đó thị trường khu vực phía Nam duy trì tốc độ khá tốt 10,4%, cao nhất trong các vùng.

Hình 8: Tương quan tiêu thụ xi măng tại 3 miền



Nguồn: TCT xi măng

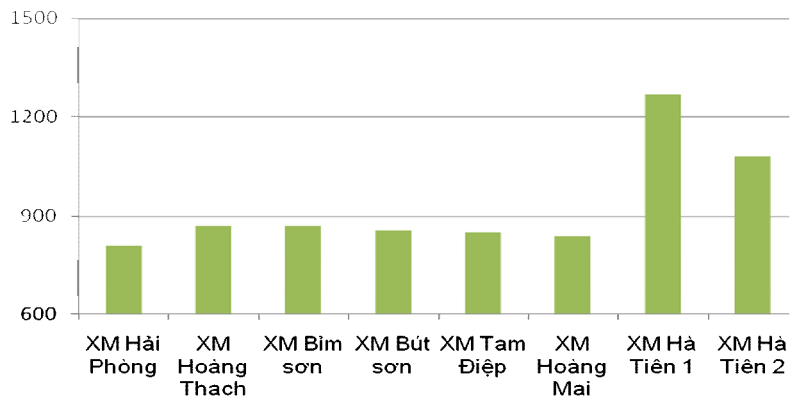
Giá xi măng ở khu vực miền Nam thường cao hơn khu vực miền Bắc khoảng 20%

Tuy nhiên, giá xi măng ở khu vực miền Nam thường cao hơn khu vực miền Bắc khoảng 20% do thị trường xi măng miền Bắc chịu nhiều cạnh tranh hơn

Do đặc điểm chi phí vận chuyển chiếm tỷ trọng khá lớn trong giá bán xi măng nên xi măng sản xuất và tiêu thụ tại địa phương thường rẻ hơn và có lợi thế cạnh tranh về giá so với xi măng ở những nơi khác. Với lợi thế nguồn nguyên liệu dồi dào và nhiều nhà máy xi măng lớn tập trung chủ yếu ở miền Bắc, thị trường xi măng ở miền Bắc gặp khá nhiều cạnh tranh. Trong khi đó, tại thị trường miền Nam, do nguồn cung thường xuyên không đáp ứng đủ

nhu cầu nên thông thường giá bán xi măng ở khu vực miền Bắc thường thấp hơn giá bán xi măng ở khu vực miền Nam khoảng 20%.

Hình 9: So sánh mặt bằng giá bán xi măng tại các nhà máy, 2009



Nguồn: TCT xi măng

Các doanh nghiệp phía Nam có lợi thế về quyết định giá hơn các doanh nghiệp phía Bắc do thị trường chịu áp lực ít hơn.

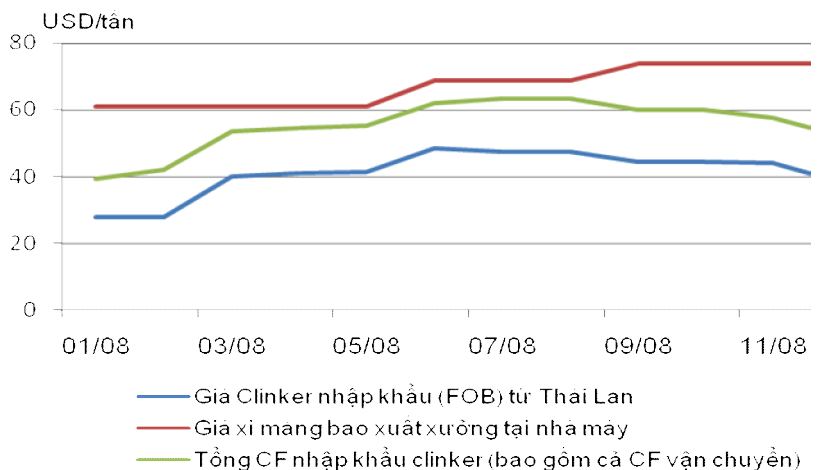
Các doanh nghiệp phía Nam có lợi thế về quyết định giá hơn các doanh nghiệp phía Bắc do thị trường chịu áp lực ít hơn. Trong khung giá do Tổng Công ty xi măng quy định, các doanh nghiệp ở phía Bắc như Bỉm Sơn, Bút Sơn, Hoàng Thạch thường định mức giá ở ngưỡng thấp nhất, trong khi đó các doanh nghiệp ở phía Nam như Hà Tiên 1 và Hà Tiên 2 xác định giá ở mức cao nhất trong khung giá.

Cắt giảm chi phí vận chuyển và tận dụng vận chuyển bằng đường biển sẽ giúp cải thiện lợi nhuận của doanh nghiệp

Chi phí vận chuyển làm hạn chế việc vận chuyển và điều tiết nguồn clinker và xi măng từ miền Bắc (vùng thừa công suất) vào miền Nam (vùng thiếu công suất)

Vận chuyển bằng đường thủy có chi phí rẻ nhất, tiếp theo là vận chuyển bằng đường sắt. Vận chuyển bằng đường bộ có chi phí đắt nhất do xi măng khó bảo quản và khối lượng vận chuyển khá lớn. Do các trở ngại liên quan đến chi phí vận chuyển, việc vận chuyển và điều tiết nguồn clinker và xi măng từ miền Bắc (vùng thừa công suất) vào miền Nam (vùng thiếu công suất) vẫn còn hạn chế. Nguồn xi măng và clinker bị thiếu hụt ở miền Nam thường được thay thế bằng nguồn clinker nhập khẩu với giá thành rẻ hơn. Tuy vậy, sự phụ thuộc vào nguồn clinker nhập khẩu sẽ giảm bớt khi các nhà máy mới đi vào hoạt động.

Hình 10: Biến động giá clinker nhập khẩu và giá bán xi măng, 2008



Nguồn: Bộ Công thương

Hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sẽ giảm khi phải phụ thuộc vào nguồn clinker nhập khẩu và những biến động của giá vận chuyển

Riêng đối với những doanh nghiệp phải nhập khẩu clinker, do các yếu tố đầu vào luôn có nhiều biến động (giá clinker, chi phí vận chuyển), trong khi đó xi măng thuộc mặt hàng bị nhà nước kiểm soát giá, hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sẽ giảm khi phải phụ thuộc vào nguồn clinker nhập khẩu và những biến động của giá vận chuyển.

Các đặc điểm tạo ra lợi thế cạnh tranh của các doanh nghiệp trong ngành xi măng:

- Gần nguồn nguyên liệu và gần các thị trường tiêu thụ chính sẽ tạo ra lợi thế cạnh tranh lớn cho các doanh nghiệp trong ngành xi măng.
- Sử dụng công nghệ mới, ít gây ô nhiễm môi trường, tiêu hao ít nguyên liệu và nhiên liệu
- Lợi thế về quy mô: các nhà máy có công suất lớn sẽ tận dụng được chi phí bán hàng, mở rộng thị phần
- Việc xây dựng các cảng để chuyên chở nguyên vật liệu và xi măng sẽ giúp doanh nghiệp cắt giảm chi phí vận chuyển và dễ dàng xâm nhập vào các thị trường khác trong nước và xuất khẩu.

TRIỂN VỌNG NGÀNH XI MĂNG TRONG NĂM 2009

Ngành xi măng được hưởng lợi từ gói kích cầu của Chính phủ và nhu cầu xây dựng gia tăng trở lại

Châu Á là khu vực sản xuất phần lớn nguồn xi măng của thế giới khi sản lượng xi măng của khu vực cung cấp khoảng 69.4% sản lượng của toàn thế giới. Với gói kích cầu của Chính phủ các nước và nhu cầu xây dựng các công trình dân dụng như nhà cửa, bến bãi và hoàn chỉnh cơ sở hạ tầng cầu đường, nhu cầu tiêu thụ xi măng của toàn thế giới được dự báo sẽ tiếp tục tăng và đạt 2.75 tỷ tấn vào năm 2010; 3.13 tỷ tấn vào năm 2015 và 3.56 tỷ tấn vào năm 2020.

Hiện nay, Trung Quốc và Ấn Độ là hai quốc gia có nền công nghiệp xi măng lớn nhất của thế giới. Khủng hoảng kinh tế toàn cầu và sự chững lại của thị trường xây dựng, bất động sản đã kéo theo việc sụt giảm trong nhu cầu tiêu thụ xi măng trong năm 2008. Nhiều doanh nghiệp đã bị lỗ trong hoạt động sản xuất kinh doanh trong năm vừa qua.

Các doanh nghiệp trong ngành xi măng ở Việt Nam cũng không nằm ngoài ảnh hưởng của những khó khăn chung của nền kinh tế trong nước. Tuy nhiên, chính sách kích cầu của nhà nước và việc triển khai những dự án bị đình trệ trong năm 2008 là nhân tố tác động đến khả năng tăng trưởng của ngành.

Gói kích cầu của Chính phủ và các chính sách hỗ trợ vĩ mô góp phần kích thích tốc độ tăng trưởng của ngành công nghiệp xây dựng

Trong những tháng đầu năm 2009, mặc dù tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế vẫn ở mức thấp – chỉ đạt 3.1% - tuy nhiên, lĩnh vực xây dựng đã bắt đầu có nhiều dấu hiệu cải thiện do tác động của gói kích cầu của Chính phủ được đưa ra vào đầu năm 2009 bắt đầu phát huy tác dụng. Những dấu hiệu tích cực từ chính sách kinh tế vĩ mô của Nhà nước như cắt giảm lãi suất, giải ngân cho vay bất động sản, tập trung đầu tư phát triển hệ thống cơ sở hạ tầng ... đã làm cho tăng trưởng của lĩnh vực xây dựng trong Quý 1/2009 đạt mức 6.9% - cao hơn mức 3.3% cùng kỳ năm 2008.

Thời gian tới, Chính phủ dự kiến tiếp tục bổ sung thêm nhiều nguồn vốn để

Tốc độ tăng trưởng của ngành xi măng trong năm 2009 dự kiến là 13-14%

Chủ trương làm đường bê tông xi măng sẽ giúp gia tăng cầu xi măng trong nước, nhất là sau năm 2010 khi nguồn cung xi măng trở nên dư thừa

Giá bán than và điện cho ngành xi măng được điều chỉnh tăng làm ảnh hưởng đến giá thành sản xuất xi măng

Việc giảm 50% thuế VAT áp dụng cho xi măng sẽ bù đắp ảnh hưởng từ việc tăng giá than và điện

Thực hiện các dự án đầu tư. Với triển vọng tăng trưởng kinh tế ở mức 4,5%, dự báo ngành xây dựng năm 2009 có thể tăng trưởng từ 8 - 10%. Do vậy, dự kiến ngành xi măng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng khoảng 13 - 14% trong năm 2009.

Thêm vào đó, hiện nay xu hướng làm đường bê tông xi măng đang được nhiều nước áp dụng do chi phí khai thác mặt đường bê tông xi măng thường rẻ hơn so với đường nhựa khoảng 10%. Đường bê tông xi măng ở các nước thường chiếm từ 40-60% nhưng ở Việt Nam mới chỉ dưới 2%. Điều này là do chi phí duy tu bảo dưỡng của đường bê tông xi măng thấp hơn và tuổi thọ cao hơn so với đường nhựa. Do vậy, chủ trương sử dụng xi măng làm đường giao thông là sẽ làm gia tăng nhu cầu xi măng trong nước. Chủ trương làm đường bê tông xi măng cho một số dự án đường cao tốc đã được Thủ tướng Chính phủ đồng ý như dự án đường cao tốc Ninh Bình - Thanh Hóa với tổng mức đầu tư 32.000 tỷ đồng (tương đương gần 2 tỷ USD).

Tuy nhiên, chi phí nguyên liệu gia tăng sẽ ảnh hưởng đến giá thành sản xuất của các doanh nghiệp

Cơ cấu nguyên liệu thay đổi theo công nghệ sản xuất và chính sách quản trị chất lượng của từng công ty. Các thay đổi trong chi phí nhiên liệu sẽ ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành xi măng do chi phí nhiên liệu (than và điện) chiếm tỷ trọng lớn từ 35% đến 45% giá thành sản xuất clinker.

Trong khi đó, bắt đầu từ ngày 1/3/2009, giá điện bình quân dùng cho khu vực sản xuất đã tăng bình quân khoảng 6.5 -7%. Chi phí điện năng chiếm khoảng 18% trong tổng giá thành sản xuất xi măng, do vậy, việc tăng giá điện sẽ làm tăng chi phí sản xuất vào khoảng 7.000 đến 9.000 đồng/tấn xi măng. Đồng thời, các doanh nghiệp trong ngành xi măng còn phải đối mặt với khả năng tăng giá than do ngành xi măng hiện đang được hưởng ưu đãi khi giá bán than cho sản xuất xi măng hiện chỉ bằng khoảng 81% giá thành. Dự kiến giá bán than cho sản xuất xi măng được điều chỉnh theo giá thị trường vào quý II/2009.

Việc điều chỉnh giá linh hoạt sẽ phần nào bù đắp ảnh hưởng của việc tăng giá nguyên vật liệu

Do ảnh hưởng của đợt tăng giá điện vào tháng 3, nhằm tháo gỡ các khó khăn cho doanh nghiệp, mặt hàng xi măng đã được điều chỉnh giảm thuế giá trị gia tăng (VAT) từ 10% xuống 5% từ ngày 1/5/2009 đến hết 31/12/2009 (quyết định số 58 ngày 16/4/2009 của Thủ tướng Chính phủ). Tổng công ty xi măng cho phép các doanh nghiệp được giữ nguyên mức giá bán ra cho khách hàng, do đó, các công ty đã nâng mức giá bán trước thuế VAT lên để mức giá xuất kho tại nhà máy tương đương với giá trước khi thực hiện quyết định trên. Việc tăng giá này đã bù đắp được các ảnh hưởng từ việc tăng giá điện và giá các nguyên vật liệu khác từ đầu năm đến nay.

Các doanh nghiệp xi măng Việt Nam có mức định giá khá thấp so với trung bình thị trường và các nước trong khu vực

Các doanh nghiệp trong khu vực có mức độ định giá khá biến động. Chỉ số PE trung bình ngành là 20x, PB là 1.8x. Đồng thời, nhiều doanh nghiệp xi măng bị thua lỗ trong năm 2008 (các doanh nghiệp tại Thái Lan, Hàn Quốc) do những biến động của thị trường.

Trong khi đó, các chỉ số định giá của các doanh nghiệp trong ngành xi măng ở Việt Nam hiện nay đều đang ở mức khá hấp dẫn với P/E trung bình ngành là 10x, P/B là 1.35x, ROE là 25%.

Bảng 4: So sánh một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp trong ngành xi măng trong khu vực (8.8.2009)

	P/E (2008)	P/B (2008)	EV/EBITDA	EBITDA Margin %	GM %	NM %	ROE %	ROA %	Vốn hóa TB/Cty (triệu USD)
Trung Quốc	31.36	3.60	20.67	25.1	28.35	14.51	22.33	9.52	1,550
Indonesia	22.73	3.02	7.65	26.5	38.32	18.60	28.77	17.60	1,984
Phillipine	16.31	1.59	4.99	27.2	37.64	17.46	36.11	15.06	525
Hàn Quốc	37.86	1.06	15.76	(1.9)	6.09	(25.31)	(12.40)	(4.53)	74
Malaysia	14.22	0.67	12.24	13.2	10.59	6.28	6.04	3.00	131
Thái Lan	8.58	1.06	7.56	(2.7)	14.41	(22.64)	(8.00)	(1.95)	239
Việt Nam	10.05	1.35	17.32	10.6	20.16	8.50	25.21	9.93	32
TB ngành	20.16	1.76	12.31	14.0	22.2	2.49	14.01	6.95	648

Nguồn: Reuters

Cổ phiếu của ngành xi măng có mức độ phục hồi chậm hơn so với thị trường trong 6 tháng qua và đang ở vùng giá hấp dẫn

Trong thời gian qua, khi thị trường đã có nhiều bước hồi phục đáng kể, cổ phiếu của ngành xi măng vẫn được giao dịch khá trầm lắng, nhất là khi giá cổ phiếu của các doanh nghiệp trong ngành xi măng vẫn giao động trong biên độ hẹp trong 3 tháng qua. Bình quân giá cổ phiếu ngành xi măng chỉ phục hồi hơn 50% so với mức giá đáy thiết lập vào cuối tháng 2 - mức phục hồi khá thấp so với bình quân của thị trường và các ngành khác. Trong cùng thời gian này, thị trường đã phục hồi hơn 200% so với điểm đáy và hơn 100% trong vòng 6 tháng qua.

Điều này cho thấy mức độ hấp dẫn của các cổ phiếu thuộc ngành xi măng so với các ngành khác, xét trên khía cạnh so sánh tương quan về khả năng biến động giá cùng với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận khi nhu cầu xây dựng và nền kinh tế bắt đầu phục hồi.

Bảng 5: So sánh biến động giá của các doanh nghiệp trong ngành xi măng từ đầu năm 2009 đến nay

Mã CK	KLGD BQ 10 ngày	% thay đổi giá				
		1 tháng	3 tháng	6 tháng	Từ đầu năm	Từ lúc thấp nhất
HT1	105,990	0.7	(17.6)	12.4	(9.9)	33.9
HT2	97,497	(1.3)	(12.9)		(3.1)	14.8
BTS	179,150	(1.4)	(12.0)	61.6	27.8	63.3
BCC	405,210	(1.8)	(10.1)	53.8	41.0	67.5
SCJ	239,900	9.2	12.8	135.6	88.4	142.5
QNC	136,600	6.5	(5.8)	66.2	27.6	55.2
HOM	254,080	(1.9)			(9.0)	7.1
TB ngành	202,632	1.4	(7.6)	65.9	23.3	54.9
Index	62,337,000	9.1	9.6	113.5	67.5	234.7
HNX	33,000,000	8.6	(2.8)	94.7	58.8	77.6

Nguồn: Reuters

Với tiềm năng ngành xi măng tiếp tục đạt được tốc độ tăng trưởng tốt trong năm 2009, nhất là trong những tháng cuối năm 2009, triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp xi măng Việt Nam là khá hấp dẫn.

Bảng 6: So sánh một số chỉ tiêu chính của các công ty xi măng niêm yết trên 2 sàn

	HT1	HT2	BTS	BCC	SCJ	QNC	TB
Công suất nhà máy hiện tại							
- Clinker (triệu tấn/năm)	-	1,20	1,46	1,46	0,15	n/a	
- Xi măng (triệu tấn/năm)	1,70	1,10	1,40	1,80	0,33	n/a	
Công suất tăng thêm							
- Clinker (triệu tấn/năm)	1,76	1,26	1,40	2,00	0,30	0,30	
- Xi măng (triệu tấn/năm)	3,20	1,10	1,40	2,00	0,30	0,60	
Vốn đầu tư mới (Tỷ VND)	5.667	3.571	2.807	4.085	300	511	
SL tiêu thụ xi măng 2008 (triệu tấn)	2,39	1,47	1,61	2,57	0,38	n/a	
Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	1.100	880	908,8	956,6	47,6	125	
Giá @ 04-09-2009 (đồng)	15.600	15.600	14.000	16.300	70.600	28.200	
Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	1.716	1.373	1.272	1.559	336	353	
EPS trailing (VND)	1.731	1.849	1.330	2.343	8.674	3.620	
BPS (VND)	11.484	11.523	13.057	12.523	36.534	15.740	
P/E trailing (x)	9,0	8,4	10,5	7,0	8,1	7,8	8,5
P/B (x)	1,4	1,4	1,1	1,3	1,9	1,8	1,5
Tỷ suất LN gộp biên 1H-2009 (%)	19,2	25,8	26,8	20,9	21,0	25,3	23,2
Tỷ suất LNST biên 1H-2009 (%)	6,0	12,6	10,3	10,8	15,7	6,6	10,3
ROA trailing (%)	2,3	8,1	2,7	4,5	21,5	3,5	7,1
ROE trailing (%)	15,1	16,7	10,2	18,7	25,9	22,9	18,2
Doanh thu thuần 1H-2009 (Tỷ đồng)	1.288,5	768,3	695,0	1.129,3	135,1	365,3	
LNST 1H-2009 (Tỷ đồng)	77,7	96,6	71,6	122,5	21,2	24,2	
% Kế hoạch doanh thu 2009	40,5	38,8	47,4	47,4	47,7	42,0	44,0
% Kế hoạch LNST 2009	49,3	66,2	59,7	85,9	69,4	80,7	68,5
Doanh thu 2009 F	3.162	1.848	1.441	2.383	283	870	
Lợi nhuận thuần 2009 F	171,7	165,4	125,7	194,0	30,6	30,0	
EPS forward 2009 (đồng)	1.561	1.879	1.384	2.028	6.429	2.400	
P/E forward 2009 (x)	10,0	8,3	10,1	8,0	11,0	11,8	9,8
EV (Tỷ đồng)	7.808	3.013	4.576	5.293	350	1.180	
EV/tấn (triệu đồng/tấn)	1,59	1,37	1,63	1,39	0,56	n/a	

Ghi chú: Doanh thu và LNST 2009 F của HT1, HT2, BTS và BCC là dự phóng của VCSC.

Doanh thu và LNST 2009 F của SCJ và QNC là kế hoạch của công ty.

CÔNG TY CỔ PHẦN XI MĂNG HÀ TIỀN 1 (HT1)

GIỚI THIỆU

CTCP xi măng Hà Tiên 1 (HT1) tiền thân là nhà máy xi măng Hà Tiên được thành lập từ năm 1964. Đến năm 1993, nhà máy xi măng Hà Tiên tách ra thành 2 công ty là nhà máy xi măng HT1 và nhà máy xi măng HT2. Nhà máy xi măng HT1 sau đó đổi thành công ty xi măng HT1 vào năm 1993 và chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần từ tháng 02/2007. HT1 niêm yết trên Hose vào tháng 11/2007 với vốn điều lệ đăng ký là 870 tỷ, hiện nay đã tăng lên là 1.100 tỷ đồng.

HT1 là đơn vị chủ lực của Tổng công ty xi măng VN và là nhà sản xuất và phân phối xi măng hàng đầu ở miền Nam. Công ty hiện chiếm khoảng 8% thị phần xi măng cả nước và gần 30% thị phần tại khu vực IV, như TPHCM, Đồng Nai, Bình Dương, Bà Rịa Vũng Tàu..., một phần khu vực ĐBSCL và một phần Tây Nguyên.

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	Vật liệu xây dựng
Niêm Yết	HOSE
Mã CK	HT1
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.100
Cao nhất trong 52 tuần	20.000
Thấp nhất trong 52 tuần	10.600
KLGD BQ 10 ngày	105.990

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

Giá (04/09/2009)	15.600
Vốn hóa TT (tỷ đồng)	1.716
EPS trailing (VND)	1.731
P/E trailing (x)	9,0
P/E forward 2009 (x)	10,0
P/B (x)	1,4
EV/EBITDA 2009 (x)	14,1

TIÊU ĐIỂM CÔNG TY

- **Nhà sản xuất và phân phối xi măng hàng đầu tại miền Nam với thương hiệu mạnh, sản phẩm chất lượng cao, và hệ thống phân phối chuyên nghiệp rộng khắp** – HT1 hiện chiếm khoảng 8% thị phần cả nước và là một trong các công ty chiếm thị phần chi phối ở khu vực IV như TPHCM, Đồng Nai, Bình Dương, Bà Rịa Vũng Tàu... với gần 30% thị phần. Với hơn 40 năm hình thành và phát triển, thương hiệu “Xi măng Hà Tiên 1” đã trở nên quen thuộc và được người tiêu dùng tin nhiệm cao. Các sản phẩm HT1 luôn đạt chất lượng cao và ổn định, tự hào là sự lựa chọn đầu tiên của người tiêu dùng ở khu vực phía nam. Bên cạnh đó, công ty còn sở hữu một hệ thống phân phối tốt với 21 nhà phân phối chính và 5.000 đại lý bán lẻ trải rộng khắp miền Nam. HT1 còn là đơn vị duy nhất áp dụng hệ thống bán hàng qua mạng, góp phần hỗ trợ các nhà phân phối và khách hàng linh động hơn trong việc đặt hàng và mua hàng. Hiện nay giá bán xi măng HT1 thuộc loại cao nhất trên thị trường nhưng vẫn nhận được sự ủng hộ của người tiêu dùng, chiếm thị phần lớn và có khả năng cạnh tranh cao nhờ vào chất lượng sản phẩm, thương hiệu, tính chuyên nghiệp, và sự uy tín của công ty.

- **Giá thành sản xuất cao và chịu ảnh hưởng tiêu cực trực tiếp từ những biến động chi phí nguyên liệu và chi phí vận chuyển do chưa chủ động được nguồn clinker.** Từ trước đến nay, HT1 sản xuất xi măng chủ yếu từ nguồn clinker nhập khẩu, một phần nhập từ miền Bắc và một phần nhập từ các nước Đông Nam Á như Thái Lan, Singapore và Philippine. Việc không chủ động được nguồn nguyên liệu quan trọng clinker cho sản xuất xi măng đã gây bất lợi cho HT1 về nhiều mặt như rủi ro tăng giá nhập khẩu clinker và cước vận chuyển cũng như rủi ro về biến động tỷ giá làm cho tỷ suất sinh lợi của công ty đạt mức thấp mặc dù giá bán khá cao. **Tuy nhiên, việc đầu tư mới vào trạm nghiền Quận 9 và nhà máy xi măng Bình Phước đưa vào hoạt động trong năm nay sẽ nâng cao hiệu quả kinh doanh của HT1.** Với công suất nhà máy hiện tại là 1,7 triệu tấn xi măng/năm, HT1 chưa đáp ứng đủ nhu cầu của thị trường khu vực phía nam, nên phải gia công thêm bên ngoài hàng năm. Do đó, việc đầu tư thêm vào trạm nghiền Quận 9 và nhà máy xi măng Bình Phước với chu trình khép kín là thiết yếu, không chỉ giúp HT1 khai thác tốt hơn thị trường hiện tại mà còn chủ động được nguồn clinker, giảm rủi ro và chi phí đầu vào, đánh dấu một bước phát triển mới và hứa hẹn đem lại hiệu quả cao cho HT1 trong thời gian tới. Đồng thời, thông qua các dự án này, HT1 đang thực hiện chiến lược mở rộng và phát triển thị trường không chỉ ở miền Nam mà còn nhắm đến xuất khẩu sang Lào và Campuchia.

▪ Kết quả kinh doanh năm 2008:

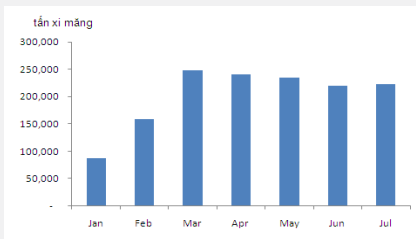
Năm 2008, HT1 đạt 2.536,8 tỷ doanh thu thuần, tăng 15,7% so với năm 2007. Giá bán bình quân trong năm 2008 tăng 25,6% so với giá bán năm trước là yếu tố chính hỗ trợ tăng trưởng doanh thu; tuy nhiên, sản lượng bán ra trong năm lại giảm 6,8% so với năm 2007 do hư hỏng đột xuất dây chuyền sản xuất làm giảm công suất nghiền và thiếu hụt nguồn cung xi măng từ các công ty gia công.

Do không tự chủ được nguồn clinker nên giá bán mặc dù tăng mạnh cũng không đủ bù đắp cho chi phí, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp 2008 đạt 12,2%, chỉ tăng nhẹ 1,1% so với năm trước. Bên cạnh đó, các chi phí khác như chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp, chi phí lãi vay tăng cao cùng với dự phòng tài chính hơn 21 tỷ cũng góp phần không nhỏ làm giảm LNST 2008 của HT1 xuống chỉ còn 77,6 tỷ, thấp hơn 22,7% so với năm 2007.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH 1H-2009

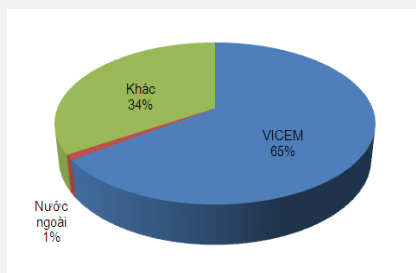
Doanh thu (tỷ đồng)	1.288,5
LN gộp (tỷ đồng)	247,1
LN sau thuế (tỷ đồng)	77,7
Tỷ suất LN gộp (%)	19,2
Tỷ suất LN thuần (%)	6,0
EBITDA margin (%)	10,9
Nợ/Vốn (%)	474,9
EPS (VND)	893
BPS (VND)	11.484
ROA (%)	2,3
ROE (%)	15,1

SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ XI MĂNG HT1 7 THÁNG ĐẦU NĂM 2009



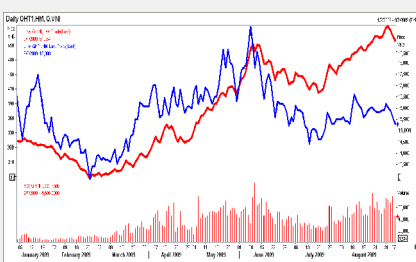
Nguồn: HT1

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Nguồn: BCTN HT1 2008

BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Reuters

▪ Kết quả kinh doanh 1H-2009 và dự báo 2009:

Kết thúc 6 tháng đầu năm 2009, HT1 đạt 1.288,5 tỷ doanh thu thuần, tăng 8,4% so với cùng kỳ năm 2008; trong đó chủ yếu là doanh thu từ kinh doanh xi măng, chiếm đến 99,2% tổng doanh thu công ty. Do tác động của suy thoái kinh tế, tiêu thụ xi măng trong các tháng đầu năm duy trì ở mức khá thấp. Tuy nhiên, nhờ vào các giải pháp và chính sách vĩ mô của Chính phủ, cầu xi măng tăng trở lại từ quý 2, giúp các doanh nghiệp đạt được kết quả khả quan hơn. Sản lượng tiêu thụ xi măng HT1 trong quý 2-09 tăng đến 40,7% so với quý 1, nâng tổng sản lượng tiêu thụ của công ty trong 6 tháng đầu năm 2009 lên 1,19 triệu tấn xi măng, giảm nhẹ 2% so với cùng kỳ năm 2008.

Tỷ suất LN gộp 1H-09 được cải thiện đáng kể đạt 19,2% so với mức 8,4% trong 1H-08. So với cùng kỳ năm trước, chi phí clinker giảm hơn 26% và chi phí vận chuyển giảm hơn 30%. Đồng thời, tỷ lệ hao hụt clinker nguyên liệu cho quy trình sản xuất xi măng được kiểm soát tốt hơn giúp HT1 tiết kiệm được chi phí đầu vào nhiều hơn trong khi giá bán vẫn giữ ở mức cao là các yếu tố chính giúp tỷ suất LN gộp tăng trưởng mạnh. Tổng kết 6 tháng đầu năm 2009, HT1 thực hiện được 77,7 tỷ LNST, bằng với kết quả đạt được cho cả năm 2008.

Nhu cầu tiêu thụ xi măng dự kiến vẫn được duy trì ở mức khá tốt trong nửa cuối năm 2009, đặc biệt vào mùa cao điểm xây dựng trong quý 4. Đối với HT1, trạm nghiền XM Phú Hữu Q.9 hiện đang trong quá trình sản xuất thử và dần đi vào hoạt động ổn định. Trong khi đó, dự án NMXM Bình Phước cũng đang được thực hiện những công đoạn cuối để có thể đưa vào sử dụng trong quý 4 năm nay, tạo điều kiện cho HT1 chủ động được nguồn clinker, vừa nâng cao năng lực cung ứng sản phẩm vừa gia tăng lợi thế cạnh tranh cho công ty. Với dự phóng sản lượng tiêu thụ xi măng HT1 tăng hơn 30% và giá bán tăng thêm 5% trong 6 tháng cuối năm 2009, ước tính doanh thu công ty trong 2H-09 đạt gần 1.874 tỷ, đưa tổng doanh thu thuần cho cả năm 2009 lên 3.162 tỷ đồng.

Tỷ suất lợi nhuận gộp được giả định vẫn duy trì ở mức cao 19,9% cho cả năm do (1) giá bán tăng (2) chi phí vốn giảm do HT1 đã bắt đầu tự sản xuất clinker đồng thời tăng cường sử dụng chất phụ gia và giảm tỷ lệ hao hụt clinker, giúp tiết kiệm được khoảng 10% chi phí nguyên liệu, có khả năng bù đắp cho sự gia tăng của các chi phí khác như chi phí nhiên liệu than, điện, và chi phí khấu hao. Lãi vay cho 2 dự án lớn được vốn hóa trong quá trình thực hiện dự án bắt đầu được ghi nhận từ năm nay khi các dự án này hoàn tất, làm cho chi phí lãi vay tăng đáng kể, phần nào ảnh hưởng đến LNST của công ty. Theo dự kiến của chúng tôi, HT1 sẽ đem về 171,7 tỷ LNST cho kết quả kinh doanh năm 2009, tăng gần 10% so với kế hoạch công ty đề ra.

Gần đây, HT1 đã phát hành và niêm yết thêm 23 triệu cổ phiếu, tăng vốn điều lệ từ 870 tỷ lên 1.100 tỷ nhằm từng bước tái cấu trúc vốn để giảm bớt các rủi ro về tài chính và tỷ lệ nợ/vốn. Công ty cũng đang thực hiện chính sách trả cổ tức thấp, tái đầu tư nguồn lợi nhuận để hỗ trợ một phần vốn cho các dự án lớn, hướng đến sự phát triển bền vững của công ty trong tương lai.

▪ Nhận định:

Với giá thị trường là 15.600 đồng/CP, HT1 đang giao dịch ở mức P/E forward 2009 là 10x, tương đương với P/E trung bình ngành là 9,8x. Các chỉ số P/B và EV/EBITDA 2009 của HT1 lần lượt là 1,4x và 14,1x. Nhìn chung, hiện nay các chỉ số định giá và tỷ suất lợi nhuận của HT1 không thực sự hấp dẫn so với một số công ty khác cùng ngành. Tuy vậy, nhìn dài hạn hơn trong 1-2 năm tới, sự hoạt động của nhà máy mới giúp HT1 chủ động được nguồn clinker và nâng cao công suất, hứa hẹn sẽ đem lại hiệu quả hoạt động cao và cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận của công ty. Với vị thế là công ty dẫn đầu ngành ở khu vực miền Nam với tiềm năng tăng trưởng tốt, thương hiệu tốt và hoạt động kinh doanh ổn định thì HT1 nên được cân nhắc đến trong danh mục đầu tư.

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÁ KHỨ VÀ DỰ PHÒNG

KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ đồng)	2006A	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Doanh thu thuần	2.137,2	2.192,9	2.536,8	1.288,5	3.162,2
Giá vốn hàng bán	1.927,1	1.949,9	2.227,6	1.041,4	2.533,1
Lợi nhuận gộp	210,1	243,1	309,2	247,1	629,0
LN từ hoạt động kinh doanh	97,9	116,0	149,1	134,2	350,7
LN trước thuế	66,0	100,3	77,6	88,8	196,2
LN sau thuế	53,4	100,3	77,6	77,7	171,7

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng)	2006A	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Tài sản ngắn hạn	1.762,0	1.168,1	1.696,7	1.049,7	990,6
Tiền và các khoản tương đương tiền	870,2	39,9	82,7	269,3	63,2
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	11,3	5,7	10,0	-
Các khoản phải thu ngắn hạn	485,1	608,2	478,7	367,8	400,3
Tồn kho	390,6	507,3	1.129,0	289,7	416,4
Tài sản lưu động khác	16,0	1,4	0,7	112,8	110,7
Tài sản dài hạn	906,3	1.207,1	3.951,2	5.550,8	7.289,5
Tài sản cố định	729,5	1.022,1	3.738,0	5.338,8	7.074,3
Đầu tư tài chính dài hạn	-	14,0	48,2	49,9	56,0
Tài sản dài hạn khác	176,8	171,0	165,1	162,1	159,1
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	2.668,2	2.375,2	5.647,9	6.600,5	8.280,0
Nợ ngắn hạn	1.502,4	676,9	1.674,7	1.445,6	1.409,8
Vay và nợ ngắn hạn	310,0	263,2	603,5	589,0	620,0
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	1.192,4	413,7	1.071,2	856,6	789,8
Nợ dài hạn	337,2	738,1	2.997,7	4.155,9	5.535,5
Vay nợ dài hạn	337,2	738,1	2.997,7	4.155,9	5.535,5
Tổng Vốn CSH	828,6	960,3	975,5	999,1	1.334,8
<i>Vốn điều lệ</i>	<i>828,5</i>	<i>870</i>	<i>870</i>	<i>870</i>	<i>1.100</i>
<i>Lợi nhuận giữ lại</i>	<i>-</i>	<i>100,3</i>	<i>77,6</i>	<i>77,7</i>	<i>183,3</i>
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	2.668,2	2.375,2	5.648,0	6.600,5	8.280,0

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CHỦ YẾU	2006A	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Tăng trưởng doanh thu (%) y-o-y	8,3	2,6	15,7	8,4	24,7
Tỷ suất LN gộp (%)	9,8	11,1	12,2	19,2	19,9
Tỷ suất LN thuần (%)	2,5	4,6	3,1	6,0	5,4
Tăng trưởng LN thuần (%) y-o-y	7,4	88,0	(22,7)	n/a	121,2%
ROA (%)	2,0	4,2	1,4	2,3	2,1
ROE (%)	6,4	10,4	8,0	15,1	12,9
Nợ/Vốn CSH (%)	78,1	104,3	369,2	474,9	421,8
EPS (VND)	644	1.153	892	893	1.561
Tăng trưởng EPS (%) y-o-y	28,5	79,0	(22,7)	n/a	75,0
BPS (VND)	10.001	11.037	11.212	11.484	12.134
Tăng trưởng BPS (%) y-o-y	(10,2)	10,4	1,6	25,7	8,2

CÔNG TY CỔ PHẦN XI MĂNG HÀ TIỀN 2 (HT2)

GIỚI THIỆU

CTCP xi măng Hà Tiên 2 (HT2) được thành lập từ những năm 1964 và đã trải qua quá trình tích lũy, phát triển lâu dài để xây dựng thành công thương hiệu xi măng HT2. Đến tháng 01/2008, HT2 chính thức chuyển đổi sang công ty cổ phần và niêm yết trên HOSE vào tháng 03/2009 với vốn điều lệ hiện tại là 880 tỷ đồng.

HT2 là một trong những nhà sản xuất và phân phối xi măng hàng đầu tại khu vực phía nam. Công ty hiện chiếm gần 30% thị phần tại các tỉnh ĐBSCL. Công suất nhà máy hiện tại của HT2 bao gồm 1,2 triệu tấn clinker/năm và 1,1 triệu tấn xi măng/năm.

Hiện công ty đang thực hiện các dự án mở rộng phát triển nhà máy mới sản xuất xi măng nhằm nâng cao năng lực cung ứng sản phẩm cho thị trường phía Nam.

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	Vật liệu xây dựng
Niêm Yết	HOSE
Mã CK	HT2
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	880
Cao nhất trong 52 tuần	18.600
Thấp nhất trong 52 tuần	13.200
KLGD BQ trong 10 ngày	97.497

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

Giá (04/09/2009)	15.600
Vốn hóa TT (tỷ đồng)	1.373
EPS trailing (VND)	1.849
P/E trailing (x)	8,4
P/E forward 2009 (x)	8,3
P/B (x)	1,4
EV/EBITDA 2009 (x)	7,8

TIÊU ĐIỂM CÔNG TY

- **Là một trong các công ty xi măng hàng đầu tại khu vực ĐBSCL với thương hiệu mạnh và hệ thống phân phối rộng khắp** – HT2 đang dẫn đầu thị phần ở khu vực ĐBSCL với 29,3% thị phần trong 6 tháng đầu năm 2009, tăng 3,5% so với cùng kỳ 2008. Công ty đã thành công trong việc tạo dựng được thương hiệu “Xi măng Hà Tiên 2” quen thuộc và được người tiêu dùng tin tưởng lựa chọn, đặc biệt ở khu vực ĐBSCL. Hiện HT2 đang sở hữu mạng lưới phân phối có độ bao phủ rộng khắp tại các thị trường khu vực ĐBSCL với 41 nhà phân phối cùng nhiều đại lý khác, đồng thời công ty cũng không ngừng đầu tư mở rộng hệ thống phân phối và thị trường tại khu vực miền Tây Nam Bộ.
- **Chủ động được nguồn nguyên liệu đầu vào** – HT2 đang có lợi thế rất lớn so với các công ty cùng ngành khác ở miền Nam khi sở hữu các mỏ đá vôi và đất sét (nguyên vật liệu chính để sản xuất clinker) có trữ lượng lớn, đảm bảo đủ cung cấp cho HT2 trong 50 năm nữa cho nhà máy có công suất là 2,4 triệu tấn clinker/năm. Trong khi đó, dây chuyền sản xuất clinker hiện tại của HT2 chỉ mới đạt 1,2 triệu tấn/năm, và sẽ được nâng lên 2,4 triệu tấn vào năm 2012.
- **Thị trường xi măng phía Nam còn nhiều tiềm năng tăng trưởng là điều kiện thuận lợi cho việc nâng cao công suất của công ty** – Hầu hết các nhà máy xi măng đều tập trung tại miền Bắc nơi có nguồn nguyên liệu đá vôi dồi dào. Trong khi đó, nhu cầu xi măng tại phía nam chiếm gần 40% tổng nhu cầu tiêu thụ cả nước nhưng các doanh nghiệp xi măng phía nam vẫn chưa đáp ứng hết nhu cầu này. Đây là điều kiện khá thuận lợi cho HT2 khi công ty đưa trạm nghiền xi măng HT2 – Long An với công suất 500.000 tấn/năm vào hoạt động từ tháng 7 năm nay. Bên cạnh đó, HT2 cũng đang tích cực triển khai đầu tư dự án nhà máy xi măng Hà Tiên 2.2 với công suất 1,26 triệu tấn clinker/năm và 600.000 tấn xi măng/năm dự kiến sẽ đi vào hoạt động đầu năm 2012, nhằm nâng cao năng lực cung ứng xi măng, mở rộng thị phần và phát triển doanh thu, lợi nhuận cho công ty tại khu vực miền Nam còn nhiều tiềm năng này.

▪ Kết quả kinh doanh năm 2008

Kết thúc năm 2008, HT2 đạt 1.362 tỷ doanh thu, tăng 26,7% so với năm 2007. Chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu là xi măng với 80,4%, và clinker với 18,8%. Tăng trưởng doanh thu năm 2008 được củng cố bởi cả yếu tố tăng giá bán và tăng sản lượng tiêu thụ. Giá xi măng và clinker trung bình năm 2008 tăng lần lượt là 18,9% và 13% so với năm trước. Trong khi đó, tổng sản lượng bán ra tăng 8,3% so với năm 2007.

Tỷ suất lợi nhuận gộp cũng được cải thiện đáng kể khi tăng mạnh từ 13,8% trong năm 2007 lên 21,9% trong năm 2008. Phương pháp thay đổi nhiên liệu đốt dầu bằng than trong quá trình sản xuất clinker cũng như đưa thêm chất phụ gia vào khâu nghiền xi măng làm giảm trung bình 0,033 tấn clinker trên 1 tấn xi măng sản xuất. Bên cạnh đó, do có chiến lược dự trữ nguyên vật liệu hợp lý và chủ động được nguồn clinker để sản xuất xi măng, HT2 có khả năng kiểm soát tốt chi phí giá vốn. LNST năm 2008 nhờ vậy đạt 118,2 tỷ đồng, tăng mạnh 112,7% so với năm trước.

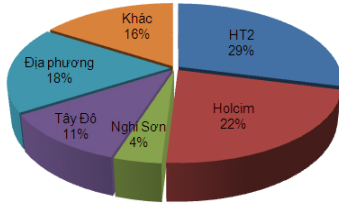
▪ Kết quả kinh doanh 1H-2009 và dự báo 2009

Trong 6 tháng đầu năm 2009, trước tình hình nền kinh tế nói chung và ngành còn nhiều khó khăn, hoạt động kinh doanh của HT2 vẫn được duy trì khá ổn định và đem lại những kết quả khả quan. Doanh thu thuần 1H-2009 đạt 768,3 tỷ đồng, bao gồm 92,9% doanh thu đến từ xi măng và 6,7% doanh thu từ clinker.

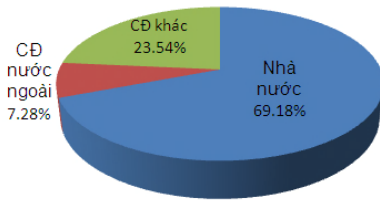
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH Q1-2009

Doanh thu (tỷ đồng)	768,3
LN gộp (tỷ đồng)	198,0
LN sau thuế (tỷ đồng)	96,6
Tỷ suất LN gộp (%)	25,8
Tỷ suất LN thuần (%)	12,6
EBITDA margin (%)	29,8
Nợ/Vốn (%)	74,8
EPS (VND)	1.097
BPS (VND)	11.523
ROA (%)	8,1
ROE (%)	16,7

THỊ PHẦN KHU VỰC ĐBSCL 2008

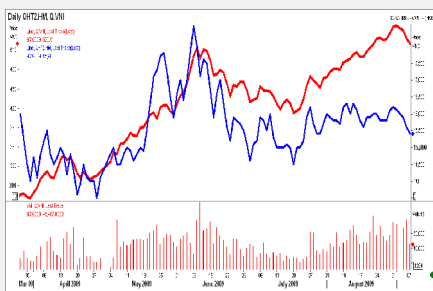


CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Nguồn: BCTN HT2 2008

BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Reuters

Tổng sản lượng tiêu thụ của công ty trong 6 tháng đầu năm 2009 đạt 674.330 tấn xi măng, tăng 21% so với cùng kỳ năm 2008 và 63.500 tấn clinker. Tỷ suất LN gộp 1H-2009 của công ty đạt mức khá cao 25,8% so với 21,9% của năm 2008. Trong tháng 5 và tháng 6, HT2 có một đợt điều chỉnh tăng giá bán trước thuế thêm 5%, cùng với việc áp dụng kỹ thuật nâng cao tỷ lệ đốt than thay dầu và pha trộn thêm chất phụ gia trong quá trình sản xuất là yếu tố chính giúp công ty cải thiện được tỷ suất lợi nhuận gộp. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay tạm trích cho dự án trạm nghiền xi măng Long An dự kiến đưa vào hoạt động trong Q2-2009 được điều chỉnh giảm 11 tỷ do đến tháng 7-2009 dự án mới hoàn thành và chi phí bán hàng giảm hơn 10 tỷ trong quý 2 góp phần không nhỏ cho tăng trưởng lợi nhuận sau thuế trong quý 2. Kết thúc 6 tháng đầu năm 2009, HT2 ghi nhận 96,6 tỷ LNST, đạt 66% kế hoạch năm.

Nhờ vào sự hồi phục của thị trường xây dựng trong nước thông qua các chính sách kích cầu của chính phủ, triển vọng của công ty trong 6 tháng cuối năm khá khả quan. Trạm nghiền xi măng Long An đã chính thức được đưa vào sản xuất thử từ đầu quý 3, tuy cần phải có thêm thời gian để hoàn thiện và hoạt động ổn định, dự kiến cũng sẽ góp phần làm tăng sản lượng sản xuất và tiêu thụ của công ty, đặc biệt vào mùa cao điểm trong những tháng cuối năm. Với giả định sản lượng và giá bán đều được cải thiện trong 2H-09, chúng tôi dự phóng doanh thu của HT2 trong nửa cuối năm nay sẽ tăng hơn 30% so với 6 tháng đầu năm nâng tổng doanh thu thuần cả năm lên khoảng 1.848 tỷ đồng. Tuy nhiên, giá dầu MFO sau khi đã tăng hơn 20% lên 10.250 đồng/kg trong quý 2 vừa qua, đã tiếp tục tăng thêm 500 đồng/kg vào đầu tháng 7 và dự báo sẽ còn tăng nữa trong thời gian tới. Giá than cám dự kiến cũng sẽ tăng khoảng 30% vào cuối quý 3. Các yếu tố này sẽ làm cho chi phí sản xuất tăng cao, ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của công ty trong 6 tháng cuối năm. Bên cạnh tỷ suất lợi nhuận gộp biên thấp hơn, dự báo các chi phí bán hàng và chi phí lãi vay cao hơn sẽ làm cho lợi nhuận cuối cùng trong 2H-2009 thấp hơn nửa đầu năm. Tuy vậy, kết quả đạt được cho cả năm 2009 của HT2 vẫn rất khả quan; với 165,4 tỷ lợi nhuận sau thuế được chúng tôi dự báo, HT2 đạt 113,3% kế hoạch năm và tăng gần 40% so với năm 2008.

Cuối 1H-2009, giá trị HTK của HT2 đạt 460,2 tỷ tăng 5,3% so với giá trị tồn kho cuối năm 2008. Tuy nhiên, trong đó bao gồm hơn 190 tỷ giá trị thiết bị lắp đặt cho công trình trạm nghiền xi măng Long An dự kiến sẽ được kết chuyển sang tài sản cuối định trong quý 3. Vay ngắn và dài hạn của công ty trong 6 tháng đầu năm là 758,8 tỷ, phần lớn dùng tài trợ cho 2 dự án chính là dự án trạm nghiền xi măng HT2 – Long An (tổng vốn đầu tư là 531 tỷ) và dự án xi măng Hà Tiên 2.2 (tổng vốn đầu tư là 3.040 tỷ). Chi phí lãi vay được vốn hóa trong quá trình thực hiện các dự án trên sẽ bắt đầu được ghi nhận cho dự án trạm nghiền xi măng Long An từ nửa cuối năm nay. Đồng thời, HT2 cũng tiếp tục tập trung giải ngân cho dự án xi măng HT2.2 nên vay dài hạn dự kiến sẽ tiếp tục tăng theo tiến độ dự án trong những tháng cuối năm.

▪ Nhận định:

Nhìn chung, HT2 là một công ty lớn và tiêu biểu trong ngành xi măng cả nước nói chung và ở miền Nam nói riêng, có hoạt động kinh doanh ổn định với kết quả lợi nhuận khả quan, hiệu quả hoạt động và tỷ suất sinh lời tốt. So với các doanh nghiệp khác cùng ngành đang niêm yết và có quy mô tương đương, các chỉ số sinh lời của HT2 như lợi nhuận gộp biên, LNST biên, ROA và ROE duy trì ở mức khá cao. Với giá thị trường hiện tại là 15.600 VND/CP, HT2 đang được giao dịch ở mức P/E 2009 là 8,3x so với trung bình ngành là 9,8x và thấp hơn nhiều so với P/E trung bình của VN-Index. Đây là mức P/E khá hấp dẫn mà chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể cân nhắc để đầu tư vào HT2. Hơn nữa, các cổ phiếu thuộc nhóm ngành xi măng chưa tăng nhiều trong thời gian qua so với mức tăng chung của VN-Index và cổ phiếu thuộc các nhóm ngành khác nên tiềm năng tăng trưởng vẫn còn rất tốt.

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÁ KHỨ VÀ DỰ PHÒNG

KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ đồng)	2006A	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Doanh thu thuần	1.027,6	1.074,9	1.362,0	768,3	1.847,7
Giá vốn hàng bán	915,5	926,9	1.064,3	570,3	1.423,9
Lợi nhuận gộp	112,2	148,0	297,7	198,0	423,8
LN từ hoạt động kinh doanh	70,4	76,0	170,7	127,8	218,6
LN trước thuế	73,6	77,1	173,4	128,8	220,5
LN sau thuế	55,8	55,6	118,2	96,6	165,4

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng)	2006A	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Tài sản ngắn hạn	493,6	964,1	939,3	1.013,3	869,2
Tiền và các khoản tương đương tiền	220,4	286,4	205,4	210,3	147,8
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4,2	4,2	4,2	-	-
Các khoản phải thu ngắn hạn	67,8	308,3	284,6	339,6	364,7
Tồn kho	200,9	360,8	437,0	460,2	351,1
Tài sản lưu động khác	0,3	4,3	8,1	3,2	5,5
Tài sản dài hạn	243,4	659,3	1.025,2	1.047,7	2.266,4
Tài sản cố định	183,4	577,7	953,0	979,7	2.203,2
Đầu tư tài chính dài hạn	59,8	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	0,3	81,6	72,2	67,9	63,2
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	737,1	1.623,4	1.964,5	2.061,0	3.135,6
Nợ ngắn hạn	185,8	256,1	380,4	322,7	372,9
Vay và nợ ngắn hạn	24,3	34,6	69,5	34,7	42,3
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	161,5	221,5	311,0	287,9	330,6
Nợ dài hạn	40,3	431,6	636,4	724,2	1.746,0
Vay nợ dài hạn	24,5	415,3	636,0	724,1	1.745,6
Tổng Vốn CSH	511,0	935,6	947,8	1.014,1	1.016,7
<i>Vốn điều lệ</i>	<i>428,9</i>	<i>880,0</i>	<i>880,0</i>	<i>880,0</i>	<i>880,0</i>
<i>Thặng dư vốn</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>1,8</i>	<i>1,8</i>	<i>1,8</i>
<i>Lợi nhuận giữ lại</i>	<i>0,0</i>	<i>48,4</i>	<i>57,5</i>	<i>97,6</i>	<i>101,8</i>
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	737,1	1.623,4	1.964,5	2.061,0	3.135,6

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CHỦ YẾU	2006A	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Tăng trưởng doanh thu (%) y-o-y	0,9	4,6	26,7	n/a	35,7
Tỷ suất LN gộp (%)	10,9	13,8	21,9	25,8	22,9
Tỷ suất LN thuần (%)	5,4	5,2	8,7	12,6	8,9
Tăng trưởng LN thuần (%) y-o-y	(11,8)	(0,3)	112,7	45,9	39,9
ROA (%)	7,6	3,4	6,0	8,1	5,3
ROE (%)	10,9	5,9	12,5	16,7	16,3
Nợ/Vốn CSH (%)	9,6	48,1	74,7	74,8	175,5
EPS (VND)	1.300	632	1.343	1.097	1.879
Tăng trưởng EPS (%) y-o-y	(20,9)	(51,4)	112,7	45,9	39,9
BPS (VND)	11.913	10.632	10.770	11.523	11.554
Tăng trưởng BPS (%) y-o-y	(6,4)	(10,8)	1,3	n/a	7,3

CÔNG TY CỔ PHẦN XI MĂNG BÚT SƠN (BTS)

GIỚI THIỆU

CTCP xi măng Bút Sơn (BTS) được thành lập năm 1997 và chuyển sang hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần từ tháng 03/2006. Đến tháng 12/2006, cổ phiếu BTS chính thức được giao dịch trên Hasc. Công ty hiện đang hoạt động với vốn điều lệ là 908,8 tỷ đồng và đang có kế hoạch nâng vốn điều lệ lên 1.090,5 tỷ đồng.

BTS – một thành viên chủ lực của Tổng công ty xi măng Việt Nam – là một trong các công ty sản xuất và phân phối xi măng lớn nhất ở miền Bắc. Các sản phẩm chính của công ty gồm có xi măng bao, xi măng bột và clinker. Các sản phẩm xi măng BTS thường được tiêu thụ chủ yếu ở Hà Nội và các tỉnh phía Bắc. Ngoài ra, công ty còn cung cấp nguồn clinker cho các công ty xi măng khác ở khu vực miền Trung và miền Nam.

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	Vật liệu xây dựng
Niêm Yết	HASTC
Mã CK	BTS
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	908,8
Cao nhất trong 52 tuần	20.900
Thấp nhất trong 52 tuần	8.000
KLGD BQ 10 ngày	179.150

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

Giá (04/09/2009)	14.000
Vốn hóa TT (tỷ đồng)	1.272
EPS trailing (VND)	1.330
P/E trailing (x)	10,5
P/E forward 2009 (x)	10,1
P/B (x)	1,1
EV/EBITDA 2009 (x)	9,7

TIÊU ĐIỂM CÔNG TY

- **Là một trong các công ty sản xuất và cung cấp xi măng lớn nhất tại miền Bắc** – BTS hiện đang là một trong các thành viên chủ lực của Tổng công ty xi măng Việt Nam và đóng góp khoảng 16,5% vào tổng sản lượng của Vicem hàng năm. Sản phẩm xi măng Bút Sơn mang nhãn hiệu “Quả địa cầu” sau hơn 10 năm hoạt động đã khẳng định được vị trí và sự tin nhiệm đối với người tiêu dùng. Xi măng Bút Sơn phần lớn được tiêu thụ ở thị trường nội địa, cung cấp cho các công trình trọng điểm của nhà nước và phục vụ cho xây dựng dân dụng, hiện chiếm khoảng 7,2% thị phần cả nước và 14% thị phần tại miền Bắc. Ngoài Hà Nội và các tỉnh miền Bắc là thị trường tiêu thụ xi măng chính của BTS, công ty còn cung cấp clinker cho các doanh nghiệp xi măng khác ở miền Trung và miền Nam
- **Quy trình sản xuất khép kín giúp BTS chủ động được nguồn clinker, vừa kiểm soát tốt chi phí đầu vào vừa nâng cao lợi thế cạnh tranh** – nhà máy xi măng BTS được đặt gần các mỏ đá vôi và đất sét như mỏ Hồng Sơn, Liên Sơn, Bút Phong... giúp BTS chủ động hơn trong việc khai thác và sản xuất clinker – nguyên liệu chính cho sản xuất xi măng. Với dây chuyền sản xuất clinker hiện tại đạt gần 1,3 triệu tấn/năm, BTS không chỉ chủ động được nguồn clinker phục vụ đủ cho nhu cầu sản xuất nội bộ mà còn cung cấp clinker cho các doanh nghiệp xi măng khác ở miền Trung và miền Nam. Chu trình sản xuất khép kín do đó hỗ trợ BTS vừa kiểm soát tốt chi phí đầu vào, đạt được tỷ suất lợi nhuận gộp cao, vừa nâng cao tính cạnh tranh của công ty thông qua khả năng linh hoạt điều chỉnh giảm giá thành sản phẩm.
- **Kết quả kinh doanh 2008:**

Kết thúc năm 2008, BTS đạt 1.195 tỷ doanh thu thuần, tăng 12,6% so với năm 2007. Giá bán bình quân trong năm 2008 tăng 8,4% so với giá bán năm trước cùng với tổng sản lượng bán hàng tăng 3,8% là yếu tố chính hỗ trợ cho tăng trưởng doanh thu trong năm 2008.

BTS sản xuất và tiêu thụ 3 loại sản phẩm chính là xi măng bột, xi măng bao và clinker, trong đó xi măng bao chiếm tỷ trọng lớn nhất với 71,2% tổng sản lượng tiêu thụ và chiếm 74,1% trong cơ cấu doanh thu. Xi măng bột chiếm 15,9% sản lượng tiêu thụ và 10,4% doanh thu. Còn clinker thường chiếm khoảng 13% cơ cấu sản phẩm và 15,5% tổng doanh thu thuần.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của BTS đạt mức khá cao so với các công ty khác cùng ngành. Năm 2008, BTS đạt 292,4 tỷ lợi nhuận gộp với tỷ suất LN gộp biên là 24,5%. Tuy tỷ suất này vẫn duy trì ở mức cao, nhưng đã giảm mạnh so với mức 34,4% trong năm 2007 trước đây. Nguyên nhân chủ yếu là do các biến động lớn về chi phí nguyên nhiên liệu trong năm 2008. BTS khép lại năm 2008 với 121,4 tỷ lợi nhuận trước thuế, tăng 20,1% so với năm 2007. Tuy nhiên, do công ty được miễn thuế trong hai năm 2006-2007 và bắt đầu phải thực hiện nghĩa vụ nộp 50% thuế từ năm 2008-2012 nên lợi nhuận sau thuế cuối năm 2008 BTS thực hiện được là 104,4 tỷ đồng, chỉ tăng nhẹ 3,3% so với LNST năm 2007.

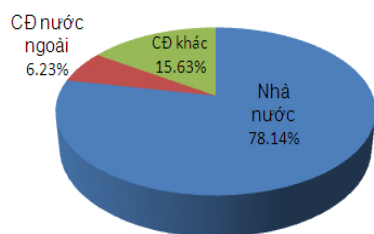
- **Kết quả kinh doanh 1H-2009 và dự báo 2009:**

6 tháng đầu năm 2009, BTS thực hiện được 695 tỷ doanh thu thuần, tăng 19,2% so với cùng kỳ năm 2008. Nhu cầu tiêu thụ xi măng hồi phục trong quý 2 giúp cho sản lượng tiêu thụ và giá bán được cải thiện đáng kể. Trong khi đó

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH 1H-2009

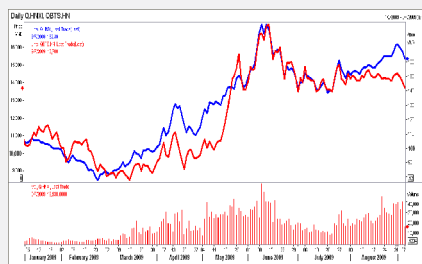
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	695,0
LN gộp (tỷ đồng)	186,1
LN sau thuế (tỷ đồng)	71,5
Tỷ suất LN gộp (%)	26,8
Tỷ suất LN thuần (%)	10,3
ROA (%)	2,7
ROE (%)	10,2
Nợ/Vốn CSH (%)	243,5
EPS (VND)	787
BPS(VND)	13.057

CƠ CẤU CỔ ĐỒNG



Nguồn: BCTN BTS 2008

BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Reuters

phần lớn các chi phí đầu vào như chi phí nguyên liệu, nhiên liệu và vận chuyển đều duy trì ở mức thấp. BTS đồng thời cũng áp dụng công nghệ và chính sách tiết kiệm chi phí chặt chẽ hơn, đặc biệt là chi phí dầu MFO đốt kèm trong quá trình sản xuất clinker, giúp giảm đáng kể giá thành sản xuất. Tỷ suất lợi nhuận gộp biên do đó được cải thiện mạnh, đạt 26,8% trong 1H-09, tăng 5% so với cùng kỳ năm 2008. Tăng trưởng mạnh trong tỷ suất lợi nhuận gộp biên giúp BTS có khả năng bù đắp cho các chi phí khác như chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp và chi phí lãi vay cao, đem lại cho công ty 71,5 tỷ lợi nhuận sau thuế trong 6 tháng đầu năm 2009, tăng 30,2% so với 1H-08.

Hiện nay công ty đang tập trung hoàn thành giai đoạn cuối của dây chuyền 2 nhà máy xi măng Bút Sơn để sớm đưa vào hoạt động trong quý 4 năm nay, có công suất thiết kế là 1,4 triệu tấn xi măng/năm với tổng vốn đầu tư gần 2.810 tỷ đồng. Bên cạnh việc xây dựng dây chuyền xi măng mới, BTS còn có kế hoạch gia tăng năng suất sản xuất clinker hiện tại thêm 10% từ 4.000 tấn clinker/ngày lên 4.400 tấn/ngày. BTS tiêu thụ khoảng gần 1,7 triệu tấn sản phẩm hàng năm bao gồm cả clinker và xi măng. Dự kiến với sự đóng góp của dây chuyền mới trong quý 4 năm nay cùng với nhu cầu tiêu thụ xi măng trong 6 tháng cuối năm vẫn duy trì ổn định, tổng sản lượng tiêu thụ của công ty ước đạt 2 triệu tấn trong năm 2009. Với giả định giá bán bình quân năm 2009 tăng nhẹ 2% so với năm 2008, tổng doanh thu thuần của BTS trong năm nay dự kiến đạt 1.441 tỷ đồng, tăng 20,6% so với năm ngoái. Sự vận hành của dây chuyền sản xuất mới tuy có đóng góp cho sự tăng trưởng của doanh thu, lại không đem lại lợi nhuận ngay trong năm nay do chi phí khấu hao và chi phí lãi vay cao. Do đó, chúng tôi dự kiến lợi nhuận sau thuế nửa cuối năm 2009 giảm khoảng 24% so với nửa đầu năm. Tổng lợi nhuận sau thuế của BTS cho cả năm 2009 ước đạt 125,2 tỷ đồng, tăng 20% so với năm 2008.

Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng việc tìm kiếm thị trường tiêu thụ cho dây chuyền sản xuất mới với công suất 1,4 triệu tấn/năm trong các năm kế tiếp là một thách thức không nhỏ đối với BTS, đặc biệt ở môi trường có tính cạnh tranh cao như miền Bắc. Hơn nữa, nhiều công ty xi măng ở miền nam hiện nay đều mở rộng dây chuyền sản xuất bao gồm cả việc chủ động về nguồn clinker, dự kiến đi vào hoạt động trong thời gian rất gần, sẽ làm giảm đi phần nào nguồn thu nhập cho các doanh nghiệp cung cấp clinker phía Bắc. Việc xâm nhập vào thị trường xuất khẩu mới cũng đòi hỏi thời gian để tìm hiểu về thị trường cũng như để thị trường mới chấp nhận sản phẩm của các doanh nghiệp Việt Nam.

▪ **Nhận định:**

Với giá thị trường hiện tại là 14.000 đồng/CP, P/E forward 2009 của BTS là 10,1x, tương đương với một số công ty khác trong ngành và so với trung bình ngành là 9,8x. Chỉ số P/B và EV/EBITDA 2009 của BTS lần lượt đạt 1,1x và 9,7x. Nhìn chung, hiệu quả hoạt động của công ty duy trì ở mức trung bình, không có gì bất phá so với bình quân ngành và các công ty khác trong ngành. Sự cạnh tranh gay gắt và mức độ tăng trưởng thấp phần nào làm giảm đi tính hấp dẫn của ngành xi măng ở miền Bắc hiện nay, gây ảnh hưởng đến các doanh nghiệp hoạt động trong ngành. Hơn nữa, BTS sẽ còn phải đối mặt với nhiều khó khăn trong các năm tới để tìm thị trường tiêu thụ, đảm bảo cho nhà máy mới hoạt động hết công suất, đủ để bù đắp cho chi phí lãi vay và chi phí khấu hao tăng cao. Tuy nhiên, với mức P/E và P/B khá thấp, BTS vẫn có thể được cân nhắc để đầu tư ngắn hạn mặc dù không hấp dẫn bằng một số cổ phiếu khác cùng ngành đang niêm yết.

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÁ KHỨ VÀ DỰ PHÒNG

KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ đồng)	2006A	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Doanh thu thuần	944,0	1.061,6	1.195,1	695,0	1.440,8
Giá vốn hàng bán	n/a	696,1	902,7	508,9	1.040,3
Lợi nhuận gộp	n/a	365,5	292,4	186,1	400,6
LN từ hoạt động kinh doanh	n/a	208,4	114,4	85,5	172,9
LN trước thuế	97,2	101,0	121,4	81,8	143,1
LN sau thuế	93,9	101,0	104,4	71,5	125,2

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng)	2006A	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Tài sản ngắn hạn	520,9	650,4	2.267,6	2.302,6	1.178,9
Tiền và các khoản tương đương tiền	45,1	109,3	126,1	128,0	100,9
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-
Các khoản phải thu ngắn hạn	231,1	216,3	222,0	185,4	179,8
Tồn kho	243,9	313,3	1.896,8	1.952,8	855,0
Tài sản lưu động khác	0,8	11,4	22,6	36,4	43,2
Tài sản dài hạn	1.668,2	1.695,4	1.918,9	2.201,4	3.848,7
Tài sản cố định	1.591,1	1.674,4	1.883,2	2.174,5	3.821,9
Tài sản dài hạn khác	17,3	21,0	35,7	26,8	26,8
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	2.189,1	2.345,8	4.186,5	4.504,0	5.027,6
Nợ ngắn hạn	809,6	838,5	863,6	828,9	1.013,1
Vay và nợ ngắn hạn	479,5	658,8	517,8	401,1	596,7
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	330,1	179,7	345,9	427,8	416,4
Nợ dài hạn	342,3	477,0	2.200,2	2.488,4	2.808,1
Vay nợ dài hạn	342,3	477,0	2.200,2	2.488,0	2.808,1
Tổng Vốn CSH	977,5	1.030,3	1.122,7	1.186,6	1.206,4
Vốn điều lệ	900,0	900,0	908,8	908,8	908,8
Thặng dư vốn	-	-	8,8	8,8	8,8
Lợi nhuận giữ lại	73,3	97,2	100,5	67,7	153,0
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	2.189,1	2.345,8	4.186,5	4.505,0	5.027,6

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CHỦ YẾU	2006A	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Tăng trưởng doanh thu (%) y-o-y	(4,9)	12,5	12,6	19,2	20,6
Tỷ suất LN gộp (%)	n/a	34,4	24,5	26,8	27,8
Tỷ suất LN thuần (%)	9,9	9,5	8,7	10,3	8,7
Tăng trưởng LN thuần (%) y-o-y	42,5	7,6	3,3	30,2	20,0
ROA (%)	4,6	4,3	2,5	2,7	2,5
ROE (%)	9,6	9,8	9,3	10,2	10,4
Nợ/Vốn CSH (%)	84,1	110,2	242,1	243,5	245,6
EPS (VND)	1.043	1.122	1.148	787	1.378
Tăng trưởng EPS (%) y-o-y	42,5	7,6	2,3	30,2	20,0
BPS (VND)	10.861	11.447	12.353	13.057	13.275
Tăng trưởng BPS (%) y-o-y	n/a	5,4	7,9	8,6	7,5

CÔNG TY CỔ PHẦN XI MĂNG BỈM SƠN (BCC)

GIỚI THIỆU

CTCP xi măng Bỉm Sơn (BCC) tiền thân là nhà máy xi măng Bỉm Sơn được xây dựng vào đầu những năm 80. BCC chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ tháng 05/2006. Đến tháng 11/2006, BCC niêm yết trên Hasc và hiện hoạt động với vốn điều lệ là 956,6 tỷ đồng.

BCC là một trong các thành viên chủ lực của Tổng công ty xi măng Việt Nam và chiếm khoảng 10% tổng sản lượng tiêu thụ của VICEM. Bên cạnh đó, BCC hiện chiếm khoảng 7% thị phần xi măng cả nước, thị trường tiêu thụ chính của công ty vẫn là miền Bắc (chiếm 65% tổng sản lượng tiêu thụ của BCC) và miền Trung với 28% sản lượng tiêu thụ.

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	Vật liệu xây dựng
Niêm Yết	HASTC
Mã CK	BCC
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	956,6
Cao nhất trong 52 tuần	24.100
Thấp nhất trong 52 tuần	8.800
KLGD BQ trong 10 ngày	405.210

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

Giá (04/09/2009)	16.300
Vốn hóa TT (tỷ đồng)	1.559
EPS trailing (VND)	2.343
P/E trailing (x)	7,0
P/E forward 2009 (x)	8,0
P/B (x)	1,3
EV/EBITDA 2009 (x)	9,3

TIÊU ĐIỂM CÔNG TY

- **Là một trong các công ty xi măng tiêu biểu ở miền Bắc với thương hiệu xi măng “Con Voi” lâu đời, nổi tiếng và được người tiêu dùng tín nhiệm** – BCC hiện là một thành viên chủ chốt của Tổng công ty xi măng Việt Nam, đóng góp khoảng 10% tổng sản lượng xi măng cho Vicem. Với công suất hiện tại khá lớn là 1,8 triệu tấn/năm, BCC chiếm khoảng 7% thị phần xi măng cả nước. Tuy nhiên, thị trường tiêu thụ chính của công ty là ở miền Bắc và miền Trung, chiếm lần lượt 65% và 28% tổng sản lượng tiêu thụ của BCC. Với gần 30 năm kinh nghiệm, Bỉm Sơn đã thành công khi xây dựng được thương hiệu xi măng “Con Voi” quen thuộc và được khách hàng tín nhiệm ưa chuộng, trở thành một trong các công ty sản xuất và phân phối xi măng tiêu biểu và lớn nhất tại miền Bắc.
- **Chủ động được nguồn nguyên liệu sản xuất đem lại hiệu quả hoạt động cao** – các nhà máy của công ty hoạt động gần các nguồn nguyên liệu đá vôi và đất sét để sản xuất clinker, tạo cho BCC một lợi thế không nhỏ trong việc chủ động và kiểm soát được chi phí sản xuất, góp phần quan trọng nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty. Nguồn nguyên liệu dồi dào với trữ lượng lớn và chất lượng tốt còn đảm bảo cho nhu cầu sản xuất ổn định và chiến lược phát triển lâu dài của BCC.
- **Kết quả kinh doanh 2008:**

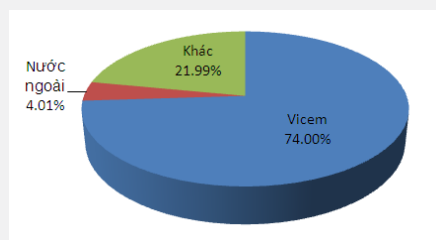
Kết thúc năm 2008, BCC đạt 1.936,1 tỷ doanh thu thuần, tăng 25,2% so với năm 2007. Tổng sản lượng tiêu thụ trong năm 2008 đạt 2,64 triệu tấn sản phẩm gồm 2,57 triệu tấn xi măng và 0,07 triệu tấn clinker. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp 2008 giảm xuống chỉ còn 20,1% so với mức 24,7% trong năm trước đó. Giá nguyên nhiên liệu biến và chi phí vận chuyển biến động mạnh trong năm 2008 trong khi giá bán bị chi phối với Vicem nên không được tăng tương ứng đủ để bù đắp cho chi phí là nguyên nhân chính yếu làm suy giảm tỷ suất lợi nhuận gộp biên. Tuy nhiên, nhờ vào mô hình tiêu thụ sản phẩm và chính sách bán hàng mới, chi phí bán hàng trong năm 2008 giảm đến 44,5% so với năm 2007. Nhờ đó, tuy tỷ suất lợi nhuận gộp biên thấp hơn, tỷ suất lợi nhuận sau thuế biên năm 2008 vẫn tăng nhẹ 2,2% so với năm trước đó. BCC khép lại năm 2008 với 216 tỷ lợi nhuận sau thuế, tăng mạnh 55,4% so với năm 2007, với tỷ suất LNST biên tương ứng là 11,2%.

Cũng giống như phần lớn các doanh nghiệp khác trong ngành, BCC đang thực hiện đầu tư vào dự án dây chuyền sản xuất xi măng mới, có công suất lò nung là 5.500 tấn clinker/ngày, tương ứng với công suất 2 triệu tấn xi măng/năm, đưa tổng công suất của nhà máy xi măng BCC lên 3,8 triệu tấn xi măng/năm. Tổng vốn đầu tư vào dự án khoảng 4.085 tỷ đồng, trong đó hơn 3.600 tỷ sẽ được huy động từ nguồn vốn vay dài hạn. Dự án này dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong quý 4 năm 2009. Do đang trong giai đoạn đầu tư cho dây chuyền mới nên giá trị hàng tồn kho (bao gồm cả giá trị của máy móc thiết bị cho dự án), chi phí xây dựng cơ bản dở dang, và nợ vay dài hạn năm 2008 tăng mạnh so với năm 2007. Tuy nhiên, chi phí lãi vay được vốn hóa trong quá trình thực hiện dự án nên hiện vẫn chưa có khoản chi phí lãi vay lớn phát sinh cho công ty trong năm 2008 làm ảnh hưởng đến lợi nhuận sau cùng, ngoại trừ hơn 20 tỷ chi phí lãi vay chi trả cho nợ vay ngắn hạn phục vụ nhu cầu vốn lưu động.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH 1H-2009

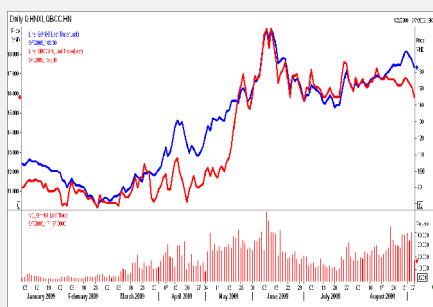
Doanh thu (tỷ đồng)	1.129,3
LN gộp (tỷ đồng)	236,4
LN sau thuế (tỷ đồng)	122,5
Tỷ suất LN gộp (%)	20,9
Tỷ suất LN thuần (%)	10,8
EBITDA margin (%)	18,9
Nợ/Vốn (%)	282,1
EPS (VND)	1.280
BPS (VND)	12.528
ROA (%)	4,5
ROE(%)	18,7

CƠ CẤU CỔ ĐỒNG



Nguồn: BCTN BCC 2008

BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Reuters

▪ Kết quả kinh doanh 1H-2009 và dự báo 2009:

Kết thúc 1H-09, BCC ghi nhận 1.129,3 tỷ doanh thu thuần, tăng 20,8% so với cùng kỳ năm trước. Giá bán bình quân trong 1H-09 tăng hơn 14% trong khi tổng sản lượng tiêu thụ xi măng Bim Sơn đạt khoảng 1,4 triệu tấn, tăng 5,4% so với sản lượng tiêu thụ trong 1H-08, là nhân tố chính hỗ trợ cho tăng trưởng doanh thu. Tỷ suất lợi nhuận gộp 1H-09 đạt 20,9%, chỉ tăng nhẹ 0,6% so với cùng kỳ năm ngoái. Các chi phí nhiên liệu chính như than và điện tăng mạnh trong kỳ đã làm cho chi phí sản xuất tăng cao, hạn chế tăng trưởng tỷ suất lợi nhuận gộp mặc dù giá bán và sản lượng tăng khá tốt. Do sản lượng tiêu thụ trong 6 tháng đầu năm nay tăng cao hơn cùng kỳ năm trước cùng với các chương trình hỗ trợ và khuyến mại cho các nhà phân phối chính và các đại lý, chi phí bán hàng 1H-09 tăng mạnh 45,5% y-o-y. Mặc dù vậy, BCC vẫn đem lại 139,9 tỷ lợi nhuận trước thuế trong 1H-09, tăng 29,1% so với kết quả 1H năm 2008. Tuy nhiên, do công ty không còn được hưởng ưu đãi giảm 100% về thuế mà phải thực hiện 50% nghĩa vụ thuế trong hai năm 2009 và 2010, lợi nhuận sau thuế 1H-09 là 122,5 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ năm trước.

Hàng tồn kho cuối quý 2-2009 vẫn duy trì ở mức cao, đạt tổng giá trị hơn 2.389 tỷ đồng, tăng 104 tỷ so với giá trị HTK cuối năm 2008. Trong đó có hơn 2.000 tỷ giá trị máy móc và thiết bị cho nhà máy mới, dự kiến sẽ được kết chuyển sang tài sản cố định khi nhà máy mới này hoàn tất và đi vào hoạt động trong quý 4 năm nay. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang cũng tăng hơn 325 tỷ trong 6 tháng đầu năm 2009 lên gần 1.443 tỷ đồng, tương ứng theo tiến độ thực hiện dự án mới. Bên cạnh đó, khoảng 323 tỷ nợ vay dài hạn cũng được giải ngân trong cùng kỳ, nâng tổng nợ vay dài hạn cho dự án nhà máy mới lên gần 3.259 tỷ đồng tính đến cuối quý 2 năm 2009.

Ghi nhận sự đóng góp của dây chuyền sản xuất mới trong quý 4 năm 2009, chúng tôi dự phóng tổng sản lượng tiêu thụ của BCC đạt 2,95 triệu tấn trong năm nay. Với giả định giá bán bình quân tăng 10%, tổng doanh thu thuần BCC có thể thực hiện được cho năm 2009 dự kiến đạt khoảng 2.383 tỷ đồng. Nhà máy mới đi vào hoạt động trong Q4 dự kiến sẽ không đem đến lợi nhuận ngay lập tức mà còn có thể đem đến một khoản lỗ cho công ty do các chi phí mới khá cao như chi phí lãi vay và chi phí khấu hao, cùng với các khó khăn trong việc cạnh tranh mở rộng thị trường tiêu thụ cho dây chuyền mới. Tuy nhiên, với kết quả thực hiện được trong 6 tháng đầu năm và tình hình chung tương đối khả quan của ngành xi măng trong nửa cuối năm 2008, chúng tôi vẫn nhìn nhận khả năng BCC vượt kế hoạch lợi nhuận năm nay rất cao và dự phóng công ty sẽ đạt được khoảng 194 tỷ lợi nhuận sau thuế, vượt 36,2% kế hoạch lợi nhuận nhưng giảm 10,2% so với lợi nhuận năm 2008 (chủ yếu do BCC chỉ được miễn 50% thuế trong năm 2009 so với mức miễn giảm 100% cho năm 2008).

▪ Nhận định:

Với giá thị trường hiện tại là 16.300 đồng/CP, P/E forward 2009 của BCC khá hấp dẫn là 7,9x, so với trung bình ngành là 9,8x. Chỉ số P/B và EV/EBITDA của BCC lần lượt đạt 1,3x và 9,3x. Hiệu quả hoạt động của BCC khá cao thể hiện qua tỷ suất sinh lời cũng như giá trị tuyệt đối về doanh thu và lợi nhuận – BCC hiện là doanh nghiệp có LNST 1H-09 cao nhất với tỷ lệ hoàn thành kế hoạch dẫn đầu các công ty khác cùng ngành đang niêm yết. Tuy nhiên, BCC có thể gặp nhiều khó khăn trong một vài năm tới khi tổng công suất nhà máy của công ty được nâng cao lên tới 3,8 triệu tấn xi măng/năm với các chi phí lãi vay và chi phí khấu hao tăng cao trong khi việc tìm kiếm mở rộng thị trường để tiêu thụ hết sản lượng tăng thêm không phải là điều dễ dàng. Với hiệu quả hoạt động cao, quy mô lớn và thương hiệu nổi tiếng, chúng tôi vẫn nhìn nhận BCC là công ty xi măng tiêu biểu có thể cân nhắc cho quyết định đầu tư ngắn hạn.

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÁ KHỨ VÀ DỰ PHÓNG

KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ đồng)	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Doanh thu thuần	1.547,0	1.936,1	1.129,3	2.383,2
Giá vốn hàng bán	1.164,5	1.546,6	893,0	1.901,8
Lợi nhuận gộp	382,5	389,6	236,4	481,4
LN từ hoạt động kinh doanh	161,1	233,7	145,0	286,0
LN trước thuế	139,0	216,0	139,9	221,7
LN sau thuế	139,0	216,0	122,5	194,0

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng)	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Tài sản ngắn hạn	1.251,1	2.737,0	2.802,4	896,8
Tiền và các khoản tương đương tiền	85,6	84,8	52,1	62,2
Các khoản phải thu ngắn hạn	367,7	340,2	329,6	325,2
Tồn kho	786,4	2.285,7	2.389,4	468,9
Tài sản lưu động khác	11,4	26,3	31,4	40,5
Tài sản dài hạn	1.090,2	1.898,7	2.186,2	4.644,6
Tài sản cố định	1.084,9	1.893,7	2.181,2	4.639,5
Đầu tư tài chính dài hạn	5,0	5,0	5,0	5,0
Tài sản dài hạn khác	0,3	-	0,05	0,05
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	2.341,3	4.635,7	4.988,6	5.541,3
Nợ ngắn hạn	309,4	518,8	531,6	536,9
Nợ dài hạn	1.003,1	2.935,6	3.258,5	3.685,9
Tổng nợ vay	1.312,5	3.454,4	3.790,2	4.222,8
Tổng Vốn CSH	1.028,9	1.181,4	1.198,5	1.318,5
Vốn điều lệ	900,0	956,6	956,6	956,6
Thặng dư vốn	-	57,0	57,0	57,0
Lợi nhuận giữ lại	139,0	215,5	125,0	313,9
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	2.341,3	4.635,7	4.988,6	5.541,3

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CHỦ YẾU	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Tăng trưởng doanh thu (%) y-o-y	63,9	25,2	20,8	23,1
Tỷ suất LN gộp (%)	24,7	20,1	20,9	20,2
Tỷ suất LN thuần (%)	9,0	11,2	10,8	8,1
Tăng trưởng LN thuần (%) y-o-y	48,1	55,4	13,0	(10,2)
ROA (%)	5,9	4,7	4,5	3,5
ROE (%)	13,5	18,3	18,7	14,7
Nợ/Vốn CSH (%)	110,2	258,7	282,1	287,7
EPS (VND)	1.545	2.315	1.280	2.028
Tăng trưởng EPS (%) y-o-y	48,1	49,8	7,4	(12,4)
BPS (VND)	11.432	12.350	12.528	13.783
Tăng trưởng BPS (%) y-o-y	5,3	8,0		11,6

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Trịnh Thanh Cần can.trinh@vcsc.com.vn

Hoàng Thị Hoa hoa.hoang@vcsc.com.vn

Đinh Thị Như Hoa hoa.dinh@vcsc.com.vn

Ông Thị Thanh Thảo thao.ong@vcsc.com.vn

Nguyễn Ngọc Ý Nhi nhi.nguyen@vcsc.com.vn

Võ Phúc Nguyên nguyen.vo@vcsc.com.vn

Võ Xuân Quỳnh quynh.vo@vcsc.com.vn

Lê Chí Hiếu hieu.le@vcsc.com.vn

Vũ Thành Tú tu.vu@vcsc.com.vn

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam

ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209

<http://www.vcsc.com.vn>