

## CÂU CHUYỆN SÁP NHẬP

Từng là 1 doanh nghiệp nhà nước trong quá khứ, nhà máy xi măng Hà Tiên được thành lập vào 1964 với dây chuyền cung cấp clinker ở Kiên Giang và trạm nghiền xi măng tại Thủ Đức. Năm 1981, nhà máy tách ra thành nhà máy xi măng Kiên Lương và nhà máy xi măng Thủ Đức nhưng đến năm 1983, 2 nhà máy này sáp nhập lại trước khi lại tách thành 2 nhà máy năm 1993, tạo thành nhà máy xi măng Hà Tiên 2 ở Kiên Giang và nhà máy xi măng Hà Tiên 1 ở Thủ Đức. Trong đó, Hà Tiên 2 có dây chuyền đồng bộ, sản xuất clinker và xi măng; còn Hà Tiên 1 là trạm nghiền xi măng, mua clinker từ bên ngoài. Hiện tại, với chiến lược dài hạn là thống nhất thương hiệu VICEM, Tổng Công Ty Công Nghiệp Xi Măng đang muốn sáp nhập 2 công ty thành công ty xi măng Hà Tiên 1, và hiện tại, phương án nhà tư vấn đưa ra là trao đổi 1:1 (tức là Hà Tiên 1 sẽ phát hành thêm đổi lấy số cổ phiếu lưu hành của Hà Tiên 2 với tỷ lệ 1:1)

### Ai sẽ có lợi trong việc sáp nhập

Trong thời điểm hiện tại, Hà Tiên 1 là công ty có nhiều lợi trong việc sáp nhập này khi mà sự sáp nhập sẽ đem lại cho Hà Tiên 1 báo cáo tài chính lành mạnh hơn và dòng tiền tốt hơn.

Hà Tiên 1 sẽ gặp phải những khó khăn trong năm tới khi nhà máy Bình Phước đi vào hoạt động. Sẽ là rất khó khi 1 nhà máy mới vào có thể đạt công suất thiết kế ngay trong năm đầu tiên khi 1 lượng cung lớn (2,2 triệu tấn xi măng năm) sẽ khó được thị trường hấp thụ hết, chưa kể đến những rủi ro về mặt kỹ thuật. Và nếu nhà máy Bình Phước- với tổng vốn đầu tư 4800 tỷ- không hoạt động hết công suất thì lợi nhuận công ty sẽ bị ảnh hưởng nặng nề bởi chi phí khấu hao và chi phí tài chính. Bảng cân đối kế toán của công ty trở nên rủi ro khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu quá cao (gần 5 lần). Ngoài ra, tiền thu được từ hoạt động kinh doanh khó có thể đủ để vừa chi trả nợ gốc vay, lãi vay cũng như tài trợ cho vốn lưu động.

Trong khi đó, Hà Tiên 2 lại là doanh nghiệp có khả năng sinh lời tốt (tỷ suất lợi nhuận sau thuế khoảng 12%, trong khi Hà Tiên 1 chỉ khoảng 7%), bảng cân đối lành mạnh (D/E khoảng 1,1 lần) cũng như có dòng tiền dồi dào (tiền và tương đương tiền khoảng 200 tỷ). Ngoài ra, Hà Tiên 2 cũng là doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng tốt trong dài hạn khi các dự án tăng năng lực sản xuất vẫn đang được đầu tư và thị trường tiêu thụ vẫn tốt.

Như vậy, đứng trên góc độ của Hà Tiên 1, thì việc sáp nhập sẽ là sự trợ giúp cho công ty trong thời điểm khó khăn trong năm sau, khi mà rủi ro về thị trường sẽ dẫn đến lợi nhuận bị thu hẹp và khó khăn về dòng tiền.

### Tại sao cổ đông Hà Tiên 2 phản đối:

Trong ngắn hạn, việc sáp nhập không mang lại cho Hà Tiên 2 nhiều lợi ích, mà cổ đông Hà Tiên 2 cũng không thấy được sự cộng hưởng rõ ràng của công ty sau sáp nhập. Không những thế, việc bộ máy quản lý trở nên cồng kềnh hơn, cộng với việc thay đổi thương hiệu cũng khiến cho nhiều cổ đông e ngại về tính hiệu quả trong việc cạnh tranh thị trường của công ty ngay sau sáp nhập. Một điều mà nhà đầu tư dễ nhận thấy sự cộng hưởng qua việc sáp nhập, đó là việc Hà Tiên 2 sẽ cung cấp clinker cho Hà Tiên 1, qua đó tăng sự ổn định về nguyên liệu đầu vào, cũng như giảm chi phí giá vốn cho Hà Tiên 1. Tuy nhiên, với công suất thiết kế hiện tại là 900.000 tấn clinker và 1000.000 tấn xi măng 1 năm, lượng clinker dư thừa của Hà Tiên 2 cho Hà Tiên 1 là không nhiều. Sự tương hỗ chỉ xảy ra khi dây chuyền Kiên Giang 2.2 của Hà Tiên 2 hoàn thành vào năm 2011, với công suất thiết kế là 1.260.000 tấn clinker 1 năm và 600.000 tấn xi măng 1 năm.

### Sáp nhập: thành công và thất bại

Với những gì đã trình bày ở trên thì mức đổi 1:1 nhà tư vấn đưa ra khó có thể coi là hấp dẫn với cổ đông Hà Tiên 2, nhất là khi giá thị trường của 2 cổ phiếu là tương đối ngang bằng. Với chiến lược trong dài hạn của VICEM là thống nhất thương hiệu, sự sáp nhập nhiều khả năng sẽ thành công, tất nhiên là với mức trao đổi cao hơn, hấp dẫn hơn với cổ đông Hà Tiên 2. Nhưng nếu trong trường hợp xấu nhất là sáp nhập thất bại, việc định hướng cho Hà Tiên 1 và Hà Tiên 2 trở thành những công ty mạnh nhất ở 2 vùng tương đối riêng biệt là Đông Nam Bộ và Tây Nam Bộ cũng là 1 kết quả tốt đẹp và hợp lý của ngành công nghiệp xi măng Việt Nam

*Bài viết này đã được đăng trên báo Đầu tư chứng khoán ngày 07.11.09*

Nguyễn Đức Minh

Chuyên viên

[minhnd@ssi.com.vn](mailto:minhnd@ssi.com.vn)

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### KHỎI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

ssiresearch@ssi.com.vn

Lê Lệ Hằng

Giám đốc khối

hangl@ssi.com.vn

Nguyễn Đức Minh

Chuyên viên

minhnd@ssi.com.vn