

Wednesday, November 18, 2009

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

Nguyễn Trà Lân

Email: nguyentralan@thanglongsc.com.vn

Khuyến nghị của TSC

GIỮ



Giá giao dịch

17,000

Giá mục tiêu 3 tháng

18,260

Chiến lược đầu tư

Đến cuối năm 2009

Ngành lớn: Vật liệu Xây dựng

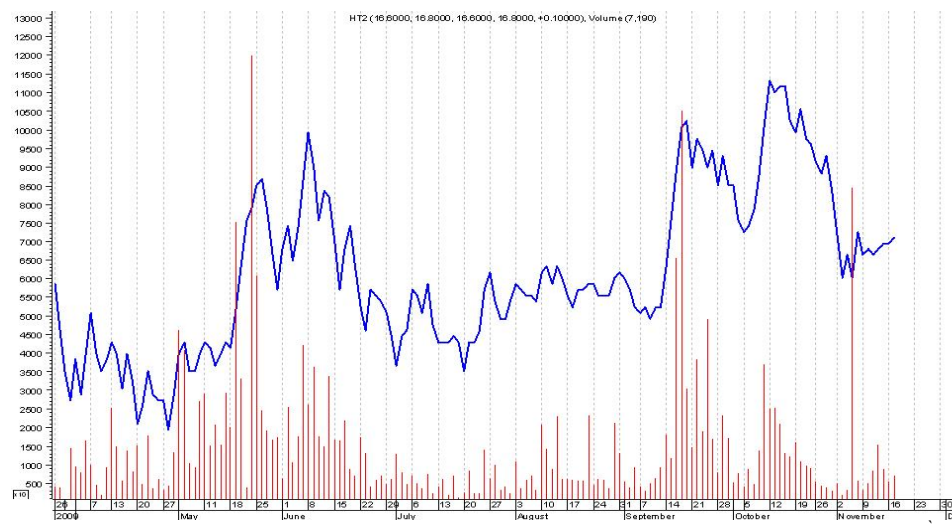
Ngành hẹp: Xi măng

Tổng quan: HT2 được coi là một trong những DN có thị phần hàng đầu của VICEM tại thị trường miền Nam, nhất là Đồng bằng Sông Cửu Long (ĐBSCL – 28.7%). Với tư cách là thành viên của VICEM, HT2 có điều kiện để được vay những khoản vay với lãi suất ưu đãi, thời gian vay dài, ít gặp sự cạnh tranh từ những thành viên trong VICEM. HT2 là một trong số ít DN xi măng niêm yết có LN biên trên 10% và có tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu thấp hơn so với 1 số DN thuộc VICEM.

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

Giá cao 52 tuần	19,500	Beta	N/A	ROA	10.8%	Vốn điều lệ	880,000,000,000
Giá thấp 52 tuần	13,260	EPS	1,796	ROE	21.25%	Cổ đông nhà nước	69.18%
Khối lượng lưu hành	88,000,000	P/E	10.8	Nợ/Vốn chủ sở hữu	107.3%	Cổ đông trong nước	21.46%
Vốn hóa	1,452,000,000	DIV	7.5%	Giá trị sổ sách	8,328	Cổ đông nước ngoài	9.36%

Diễn biến giá



Nguồn: TSC

Thông tin quan trọng

Khuyến nghị - GIỮ

Giá trị cổ phiếu. Chúng tôi đánh giá HT2 là cổ phiếu có nền tảng cơ bản ổn định. Cơ sở đánh giá HT2 của chúng tôi dựa trên hoạt động sản xuất độc lập, chưa sáp nhập với HT1, EPS dự báo cho năm 2009 khoảng 1,660 đ (sau khi đã tính đến chênh lệch tỷ giá), với mức giá hiện tại 17,000đ, chỉ số P/E hiện tại là 10.2 lần, tương đương trung bình ngành. Tuy nhiên, xét về tiềm năng thị phần và hiệu quả sản xuất so với các công ty trong ngành, chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** cổ phiếu này.

Những điểm sáng

Chủ động về nguồn nguyên, vật liệu cho sản xuất clinker và nghiền khi mô đá vôi và đất sét gần nhà máy.

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

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

Sự xuất hiện của những cơ sở mới: Trạm nghiền Long An và dây chuyền mới HT2.2 dự kiến đi vào hoạt động cuối năm nay sẽ tạo cơ hội cho HT2 thâm nhập thị trường Đồng Nam Bộ.

Thông tin quan trọng

Có sự hỗ trợ của VICEM trong việc tăng khả năng vay vốn đầu tư cũng như vốn lưu động. Dây chuyền HT2.2 được xây dựng trên nền tảng mặt bằng xây dựng và nhân lực của dây chuyền hiện có nên có khả năng thời gian thi công sẽ giảm, tỷ suất đầu tư sẽ cạnh tranh. Dự kiến, đầu 2011 sẽ đi vào sản xuất.

Những khoản vay đầu tư đều có mức lãi vay thấp, nếu so với mặt bằng lãi suất hiện tại: gói khoản vay lớn nhất từ NH Công thương trị giá 18.78 triệu USD (30/06/2009) và gói vay gồm 2 khoản từ NH Ngoại thương gồm 11.6 triệu USD và 139 tỷ VND, của ngân hàng Calyon là 2 triệu Euro.

Những điểm tối

Địa bàn hoạt động đang bị giới hạn ở khu vực ĐBSCL, chưa phát triển ra được khu đông dân cư và có tiềm năng về phát triển đô thị mới là Đồng Nam Bộ.

Chi phí lãi vay và chênh lệch tỷ giá: Chi phí lãi vay từ khoản chủ yếu từ 2 Ngân hàng Ngoại thương với 2 khoản vay 11.19 triệu USD và 118.9 tỷ VND và Công thương cùng với 2 khoản vay lớn bằng USD là 10.23 và 10.27 triệu (thời điểm 30/06).

Gánh nặng trả nợ: Những khoản vay dài hạn hơn 720 tỷ, tuy với lãi suất thấp, vẫn sẽ được đánh giá là những áp lực cho HT2. Gánh nặng chi trả vay dài hạn hàng năm đã giảm dần lợi nhuận để lại của HT2, và trở thành 1 trong những yếu tố khiến vay ngắn hạn tăng bên cạnh yếu tố cho khách hàng trả chậm lâu và không yêu cầu ứng trước nhiều.

Đánh giá rủi ro kinh doanh

Thấp	Trung bình	Cao
------	------------	-----

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

Đánh giá rủi ro thanh khoản

Thấp	Trung bình	Cao
------	------------	-----

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

Đánh giá rủi ro biến động giá

Thấp	Trung bình	Cao
------	------------	-----

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

Số liệu tài chính

	Doanh thu (tỷ đồng)			
	QI	QII	QIII	QIV
2009E	357.5	416.7	339.2	364.8
2008	NA	NA	330.2	324.3
2007	NA	NA	NA	NA
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	Lợi nhuận (tỷ đồng)			
	QI	QII	QIII	QIV
2009E	38.1	58.5	39.9	43.7
2008	NA	NA	36.8	24.7
2007	NA	NA	NA	NA
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	Chỉ tiêu khác			
	Margin	ROA	ROE	DIV
2009E	12.1%	9.2%	18.1%	10.0%
2008	9.7%	6.7%	14.0%	NA
2007	5.2%	3.4%	5.9%	NA
2006	5.4%	5.0%	6.4%	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	Chỉ tiêu khác			
	EPS	P/E	PEG	P/B
2009E	1,660.5	11.3	1.3	2.2
2008	1,504.3	NA	NA	NA
2007	631.5	NA	NA	NA
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	Chỉ tiêu khác			
	TTS	VCSH	VĐL	EVA
2009E	1,945.7	991.7	880	NA
2008	1,964.5	947.7	880	NA
2007	1,623.4	935.6	880	NA
2006	1,123.1	875.5	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	Trung bình ngành			
	ROE	P/E	P/B	Margin
2009E	19.2%	8.0	1.2	8.4%
2008	NA	NA	NA	NA
2007	NA	NA	NA	NA
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

TỔNG QUAN

HT2 hiện đang là 1 trong số ít những DN xi măng chiếm thị phần lớn tại miền Nam, đặc biệt là khu vực ĐBSCL, với 28.7% thị phần (2008). Với công suất hiện tại 1.1 triệu tấn xi măng/năm, HT2 đã thể hiện tham vọng của mình cũng như của VICEM trong việc gia tăng thị phần tại miền Nam trước sức ép cạnh tranh của các DN nước ngoài và liên doanh, thông qua 1 loạt gói đầu tư như dây chuyền HT2.2 (1.26 triệu tấn clinke và 0.6 triệu tấn xi măng), đưa dây chuyền nghiền than và đóng bao vào hoạt động.

CƠ CẤU DOANH THU và LỢI NHUẬN.

Doanh thu của HT2 ngoài phần nhiều đến từ xi măng, còn có được từ cung cấp clinke cho các trạm nghiền ngoài công ty, mảng này đang tăng tỷ trọng trong những năm gần đây, từ 11.7% năm 2006 lên 18.7% trong năm 2008. Chủ yếu phần còn lại là mảng cung ứng xi măng bao, chiếm khoảng 80.5% doanh thu 2008. Tỷ trọng lợi nhuận của xi măng bao và clinke cũng khá tương ứng với đóng góp vào doanh thu của những mảng này, 76.5% và 20.9% (BCTN 2008-HT2).

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH đến Quý 3 2009.

Năm 2008 có thể nói là năm thành công đối với HT2 khi doanh thu và tỷ suất lợi nhuận biên tăng mạnh tương ứng 17.3% và 98.6%. Thành công này đến từ việc HT2 tăng sản lượng tiêu thụ dẫn đến doanh thu tăng mạnh. Tuy nhiên, điểm đáng chú ý nhất trong năm qua chính là lợi nhuận tăng đột biến gấp gần 2 lần lợi nhuận của 2007. COGS giảm mạnh xuống 72% của doanh thu thuần so với 86.2% của 2007 đã yếu tố giúp HT2 đạt mức tăng trưởng LNST ấn tượng. 3 Quý đầu năm 2009, HT2 nhờ chi phí than và giá thành sản xuất thấp nên đã duy trì được COGS thấp, khoảng 74.6%. So với các doanh nghiệp sản xuất xi măng, lợi nhuận biên đến hết quý 3 của HT2 đạt mức khá cao, 12.4%.

DỰ BÁO ĐỒNG TIỀN 2009.

Khả năng sinh lợi của HT2 chỉ đến từ hoạt động kinh doanh xi măng thuần túy, chưa mở rộng sang lĩnh vực khác. Dòng tiền trong QIV có thể sẽ tăng đáng kể so với QII và QIII, do QIV sẽ được kỳ vọng là tăng cao như thường thấy hàng năm đối với các công ty cung cấp vật liệu xây dựng. Chúng tôi cho rằng, dòng tiền thuần từ kinh doanh xi măng là ổn định, ước tính mang lại 182.04 tỷ lợi nhuận ròng trên tổng vốn chủ 880 tỷ, do dây chuyền HT2.2 chưa đi vào hoạt động.

Yếu tố ảnh hưởng khá lớn tới dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh là chênh lệch do đánh giá lại khoản vay ngoại tệ USD và EURO. Tính đến thời điểm hiện tại, VND đang giảm giá so với USD và Euro nếu so sánh với thời điểm cuối năm 2008. Những khoản vay này để đầu tư dây chuyền 2 và trạm nghiền tại Long An. Nỗi lo ngại về chịu lỗ do chênh lệch tỷ giá đang trở thành áp lực đối với kế hoạch kinh doanh của HT2. Tính đến thời điểm ra báo cáo này, tỷ giá VND/USD tính theo giá niêm yết của SBV là 17,024 VND/USD và 26,607 VND/Euro, sẽ không chênh lệch nhiều so với tỷ giá tại thời điểm 30/06. Nhưng nếu xác định tỷ giá theo VCB, HT2 sẽ chịu khoản lỗ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại khoản vay khoảng 36 tỷ đ cho khoản vay bằng USD và Euro, với tỷ giá 17,875 VND/USD và 28,271 VND/Euro (tỷ giá VCB), cao hơn con số chênh lệch của năm 2008. (Lưu ý: Chúng tôi xác định khoản chênh lệch trên với cơ sở rằng khoản vay gốc vẫn được giữ nguyên con số đã được ghi trong BCTC Quý II/2009 do chúng tôi không được biết kế hoạch trả nợ của HT2 với những khoản vay trên). Với lãi suất vay ưu đãi, từ 4.6%-5.4% cho USD, và 6.5% cho VND, chi phí lãi vay sẽ thấp hơn hoặc tương đương so với chi phí lãi vay của năm 2008.

DỰ BÁO TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2009.

Khả năng không tăng giá xi măng, thậm chí là giảm giá vào thời điểm cuối năm có thể sẽ khiến HT2 có biến động giảm về doanh thu và lợi nhuận. Lý do chính khiến chúng tôi nhận định như vậy là vì cân cân cung cầu xi măng đến thời điểm hiện tại đang cân bằng trong khi lượng cung từ Trung Quốc và Thái Lan vẫn chưa giảm mà còn có chiều hướng tăng do tại thị trường 2 nước này do nguồn cung có hướng tăng. Bên cạnh đó, giá than cung cấp cho ngành xi măng tăng 25% kể từ tháng 9 cũng không đồng nghĩa với việc sẽ tăng giá xi măng vì sẽ gặp phải áp lực cạnh tranh từ xi măng ngoại. Với tỷ trọng than trong sản xuất clinke chiếm 45-47% và khoảng 60% trong tổng chi phí COGS của sản xuất 1 tấn xi măng, chi phí sản xuất xi măng có thể tăng từ 9-11.2%.

Với giá thiết Quý IV, sản lượng của HT2 trong quý IV đạt khoảng 360,000 tấn tại mức giá bán bình quân 1.1 triệu đ/tấn, ước tính, HT2 sẽ thu về 1,473.3 tỷ doanh thu với tổng sản lượng khoảng 1.4 triệu tấn. Với các loại thuế suất áp dụng bình quân là 17.5% (HT2 được giảm 30% thuế thu nhập doanh nghiệp từ gói kích cầu kinh tế lần 1 của Chính Phủ), lợi nhuận ròng sau khi đã hạch toán khoản chênh lệch đánh giá lại vốn vay bằng ngoại tệ sẽ vào khoảng 146.04 tỷ. Với LNST dự báo như vậy, EPS ước tính đến cuối năm 2009 sẽ là 1,660 đ.

RỦI RO TIỀM ẨN

Chúng tôi đánh giá rủi ro của HT2 độc lập với khả năng có hay không sáp nhập vào HT1. Rủi ro kinh doanh của HT2 được chúng tôi đánh giá ở mức không cao và xuất phát từ 2 yếu tố: Nội địa và Ngoại nhập và rủi ro nội địa đến từ chênh lệch tỷ giá.

- ❖ Rủi ro cạnh tranh từ đối thủ nội địa: Loại rủi ro này chủ yếu đến từ những doanh nghiệp ngoài VICEM và liên doanh vì địa bàn kinh doanh của các thành viên thường đã được ấn định theo chiến lược phát triển của VICEM. Sự xuất hiện của những doanh nghiệp thuộc các TCT lớn cũng như các tập đoàn nước ngoài và sự mở rộng sản lượng sản xuất của các doanh nghiệp tư nhân cũ sẽ là yếu tố gia tăng áp lực cạnh tranh cho HT2.
- ❖ Rủi ro cạnh tranh từ đối thủ nước ngoài: Thuế nhập khẩu xi măng đã giảm xuống 5%. Do vậy, áp lực cạnh tranh từ clinke Thái Lan và Trung Quốc sẽ tác động mạnh đến chiến lược tiêu thụ và địa bàn của HT2.
- ❖ Vấn đề chênh lệch tỷ giá từ khoản vay bằng USD và Euro, tuy được HT2 dự báo, những vẫn sẽ là yếu tố tác động không nhỏ tới lợi nhuận. Cả đồng USD và Euro đang có xu hướng tăng giá so với đồng VND.

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Xi măng Hà Tiên 2

Thị trấn Kiên Lương – H. Kiên Lương – Kiên Giang

Điện thoại: 077.3853004

Fax: 077.3853005

Email: xmht2@vnn.vn

Web: www.xmht2.vn

Hội đồng Quản trị

Ông Lý Tân Huệ - Chủ tịch

Ông Trần Duy Sơn - Thành viên

Ông Cái Hồng Thu - Thành viên

Ông Nguyễn Quyết Chiến - Thành viên

Ông Lưu Văn Nhựt - Thành viên

Ông Trịnh Thanh Cần - Thành viên

Ông Phạm Văn Thông - Thành viên

Ban Giám đốc Công ty

Ông Trần Duy Sơn - Giám đốc

Ông Nguyễn Văn Tương - Phó Giám đốc

Ông Cái Hồng Thu - Phó Giám đốc

Ông Phạm Văn Thông - Phó Giám đốc

Kế toán trưởng

Ông Lê Viết Hùng

Phụ trách Công bố thông tin

Ông Phạm Mạnh Hùng

Ngày giao dịch đầu tiên

26/03/2009

TRIỂN VỌNG NGÀNH.

Ngành xi măng trong 1 năm trở lại đây đang có sự thay đổi mạnh về cung cầu. Sự gia tăng nhanh chóng các nhà máy mới từ các dự án đã được cấp phép từ những năm trước và cả những dự án không nằm trong quy hoạch của Chính phủ đã khiến nguồn cung tăng mạnh. Theo dự báo từ VICEM, trong năm sau lượng cung nội địa sẽ vượt nhu cầu cả nước. Bên cạnh sản lượng đang gia tăng từ các nhà máy cũ lẫn mới, thị trường còn đón nhận nguy cơ xi măng và clinker Trung Quốc và Thái Lan tràn sang. Tuy nhiên, khác với những DN tại miền Bắc, cơ hội tại miền Nam, đặc biệt là vùng ĐB Sông Cửu Long, nhu cầu tiêu thụ đang ở mức thấp so với nguồn cung tại chỗ, do vậy, HT2 có thể sẽ không gặp phải cạnh tranh gay gắt như các DN phía Bắc. Đây vẫn sẽ là cơ hội cho HT2 gia tăng doanh thu và thị phần của mình.

ĐỊNH GIÁ:

Phương pháp P/E:

Với mức so sánh với trung bình ngành P/E là 10 và EPS forward đến hết năm 2009 là 1,660 đ, chúng tôi đánh giá nhanh giá cổ phiếu HT2 theo P/E ngành có điều chỉnh dựa trên tiềm năng thị phần và hiệu quả sản xuất, giá của HT2 vào mức 18,260 vnd/cổ phiếu, ước tính cho thời điểm cuối năm. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị giữ cổ phiếu HT2.



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

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

Mức Khuyến Nghị

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

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

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

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

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

Tác giả

Nguyễn Trà Lân

Email: nguyentralan@thanglongsc.com.vn

Tel: (844) 3726 2600 x 3110

Sản Phẩm

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

Thang Long Express

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

Thang Long Intel

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook

Trụ sở chính:

Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: +84 (4) 3726 2600 Fax: +84 (4) 3726 2601.

Chi nhánh:

Tầng 2, Toà nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM

Điện thoại: +84 (8) 3910 6411 Fax: +84 (8) 3910 6153.

Phòng GD:

- 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội

Điện thoại: +84 (4) 3733 7671 Fax: +84 (4) 3733 7670.

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

Điện thoại: +84 (8) 3910 2215 Fax: +84 (8) 3910 2216.

- 126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Điện thoại: +84 (4) 3755 7668 Fax: +84 (4) 3755 7589

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

Hà nội Office: Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Chu Thế Huynh, Nguyễn Quang Huy, Hoàng Công Tuấn, Vũ Thị Diệu Linh, Tống Duy Sơn

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