

Nguyen Tra Lan, Analyst

Email: nguyentranlan@thanglongsc.com.vn

Ticker: **HT1** - Exchange: **HSX**

Analyst Opinion: **BUY**

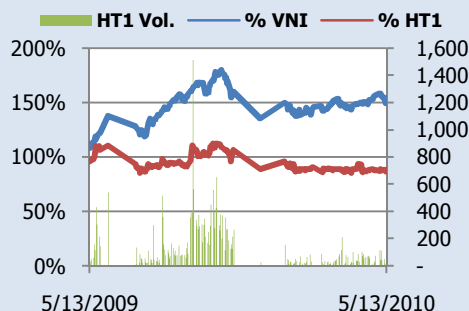
Target Price Range: **VND 25,000**

STOCK STATISTICS

Price as of 05/13/2010	14,900
Sector: Basic materials	
Business Models: Cement production	
Listed Since	2007
Shares in issue	109,952,000
Floating Shares	35,701,414
Market Cap (billion VND)	1,638
52 Week High (VND)	18,000
52 Week Low (VND)	13,400
10 Day Average Volume	53,925
% Price Change 1 Month	1.36%
% Price Change 3 month	-2.61%
% Price Change 6 month	-17.22%
% Price Change 12 month	-9.70%
% Foreign Ownership	4.04%
% Foreign Ownership Limit	49%
Beta 52 Weeks	0.77

Nguồn: TLS

Đồ thị biến động lợi nhuận của HT1 trong 12 tháng qua



Nguồn: TLS

FINANCIAL HIGHLIGHTS

	2008	2009	2010E
Assets	5,647.9	7,265.2	12,419.2
Equity	975.4	1,168.3	2,549.7
Gross Revenue	2,536.8	2,816.8	7,468.7
EBIT	147.8	255.2	831.0
EAT	77.6	175.3	635.4
EPS	892.8	1,595.1	3,208.9
Dividend/share	500	1,000	1,000
PE	11.3	9.7	7.8
PB	1.6	1.4	1.9
Sales Growth	15.7%	11.0%	165.1%
EPS Growth	-22.6%	78.7%	101.2%
GPM	12.2%	18.7%	18.0%
Net Profit Margin	3.1%	6.2%	8.5%
ROE	8.0%	15.0%	24.9%
ROA	1.4%	2.4%	5.1%

Nguồn: HT1 & TLS

HA TIEN 1 CEMENT JSC

May 13, 2010

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ đột biến do (i) sáp nhập với HT2, nên quy mô sản lượng tăng; (ii) giá bán xi măng HT2, sau khi sáp nhập với HT1, sẽ tăng ngang giá bán của HT1. (iii) giá vốn hàng bán bình quân giảm và (iv) tăng trưởng xây dựng hạ tầng cơ sở tại phía Nam. Với kỳ vọng này, chúng tôi dự báo EPS của công ty cuối năm sẽ là 3,200 VND. Với mức PE ngành tại Việt Nam hiện tại là 7.8, chúng tôi dự báo giá hợp lý của cổ phiếu này là khoảng 25,000 VND. Theo hệ thống đánh giá của chúng tôi (xem trang cuối), chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu này.

MÔ TẢ DOANH NGHIỆP

Là doanh nghiệp có vốn điều lệ 1,100 tỷ, thặng dư vốn và lợi nhuận chưa phân phối tương ứng là 69 tỷ và 157 tỷ. Lĩnh vực kinh doanh chính bao gồm (i) xi măng và clinker, (ii) vữa xây tô, (iii) gạch, (iv) cát tiêu chuẩn và (v) vật liệu phụ tùng. Doanh thu năm 2009, đạt 2,812 tỷ đồng, lợi nhuận 175 tỷ, trong đó, xi măng chiếm tỷ trọng lớn nhất với 99% doanh thu, vữa xây tô, gạch, cát tiêu chuẩn chiếm 0.7%. Kết thúc quý I, doanh thu đạt 643.7 tỷ, lợi nhuận ròng gần 20 tỷ, trong đó xi măng chiếm 99.1% doanh thu và 15.8% lợi nhuận gộp. Trong lĩnh vực xi măng, HT1 chiếm 4.8% thị phần, tương đương 2.88 triệu tấn (dựa trên lượng tiêu thụ cả nước 2009), tại vùng vùng Đông Nam Bộ, HT1 chiếm 30% thị phần (*Báo cáo thường niên HT1 2008*).

DIỄN BIẾN MỚI

- Đầu tư mở rộng năng lực sản xuất:** Chúng tôi đánh giá Nhà máy xi măng Bình Phước công suất 1.76 triệu tấn clinker/năm sớm nhất chỉ có thể đi vào hoạt động từ QII năm nay do quá trình xây dựng đang còn chưa hoàn tất. Trạm nghiền Phú Hữu có công suất 1 triệu tấn xi măng/năm?
- Tăng quy mô sau khi sáp nhập với HT2:** Công suất sau khi sáp nhập tăng 32% về xi măng rời và 136.4% về công suất clinker lên tương ứng 6.6 triệu tấn xi măng/năm và 4.16 triệu tấn clinker/năm. Giá bán HT2 vốn thấp hơn HT1 khoảng 6.6% (tính tại thời điểm hiện tại) sẽ được bán ngang giá bán của HT1 sau sáp nhập.
- Biến động về giá than và điện:** Giá than và điện đã tăng 11.1% và 6.8% kể từ 01.03.2010, do vậy chênh lệch biến động giá đầu vào và giá bán ra trong tình hình cung đang vượt cầu là 1 trong những yếu tố ảnh hưởng không nhỏ đến việc đạt được kế hoạch lợi nhuận của HT1 trong năm nay.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- Giá bán xi măng HT2, sau sáp nhập, sẽ được bán đồng giá với giá xi măng của HT1, ngay tại địa bàn hiện nay.**
- Xi măng xá sẽ được chú trọng sản xuất và phân phối trở lại:** Thị trường vùng Đông Nam Bộ, thị trường của những công trình quy mô lớn, đòi hỏi loại xi măng phù hợp sẽ là thị trường mục tiêu của xi măng xá HT1.
- Sở hữu mỏ đá với trữ lượng lớn của HT2, giúp cho COGS giảm đáng kể.** Do vậy, có thể kỳ vọng vào lợi nhuận ròng của HT1 thay đổi theo hướng tăng kể từ năm nay.
- Mở rộng quy mô và thị phần:** nhờ sản lượng tăng thêm 60% do sáp nhập HT2 và đưa nhà máy Bình Phước vào hoạt động (dự kiến trong quý II)

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá HT1 cuối năm 2010 ở mức giá 25,000 đồng, tương ứng với EPS2010 là 3,200 đồng và PE ngành trung bình hiện tại là 7.8 lần. Dự báo EPS2010 của chúng tôi dựa trên những giả định quan trọng, bao gồm: (i) sáp nhập với HT2, nên quy mô sản lượng tăng; (ii) giá bán xi măng HT2, sau khi sáp nhập với HT1, sẽ tăng ngang giá bán của HT1; (iii) giá vốn hàng bán bình quân giảm và (iv) tăng trưởng xây dựng hạ tầng cơ sở tại phía Nam.

RỦI RO CHÍNH

- Với bộ máy sáp nhập làm quy mô tăng gần như gấp 2 lần, chi phí quản lý lớn và cho các đại lý trả chậm kéo dài sẽ là rủi ro tiềm tàng đối với lợi nhuận và dòng tiền của HT1 nếu không có biện pháp thích hợp.
- Giá nguyên liệu đầu vào tăng và sự thâm nhập của clinker và xi măng ngoại đang trở thành vấn đề tác động không nhỏ đến giá bán và thị phần của HT1 sau sáp nhập.

SUMMARY FINANCIALS

Earning Model (VNDmn)	2007	2008	2009	2010E
Net sales	2,192,928	2,536,787	2,816,843	7,830,371
Cost of sales	(1,949,853)	(2,227,604)	(2,291,273)	(6,419,986)
Gross profit	243,075	309,183	525,570	1,410,385
Gross profit margin	11.1%	12.2%	18.7%	18.0%
Other operating income	2,198	973	3,401	20,000
Selling expenses	(77,827)	(91,044)	(143,534)	(352,367)
General administration expenses	(49,214)	(69,070)	(118,301)	(239,262)
Other operating expenses	(1,648)	(2,227)	(11,959)	(16,000)
EBIT	116,584	147,815	255,177	822,756
Investment income	7,315	22,258	8,887	113,105
Net interest	(23,560)	(92,475)	(80,554)	(138,923)
Net financial items	(16,245)	(70,218)	(71,668)	(43,086)
Earnings before tax	100,339	77,597	183,509	789,671
Income tax	-	-	8,195	39,484
Tax/Profit before amortisation	0.0%	0.0%	4.5%	5.0%
Profit after taxes	100,339	77,597	175,315	750,187
Dividend paid (VND per share)	1,000	500	1,000	1,000
Retained earnings	13,339	34,142	65,405	585,232
Weighted average shares (m)	84,927,173	86,954,862	98,409,725	164,954,862
Year end shares (m)	87,000,000	86,909,725	109,909,725	220,000,000
Earnings per share (VND)	1,153	893	1,595	3,410
Common stock dividend (VND)	1,000	500	1,000	1,000
Payout ratio (common stock)	86.7%	56.0%	62.7%	29.3%

Cashflow Statements (VNDmn)	2007	2008	2009	2010E
Net profit	100,339	77,597	175,315	750,187
Adjustments for:				
Depreciation and amortisation	38,227	37,269	65,392	290,392
Change in inventories	(116,626)	(621,682)	711,803	(1,794,089)
Change in trade receivables	(108,507)	130,236	174,596	(1,284,357)
Change in trade payables	(778,773)	656,526	(478,717)	1,782,311
Cash flow from operations	(865,341)	279,947	648,388	(255,556)
Change in tangible fixed assets	(325,048)	(2,747,211)	(2,490,796)	(2,800,000)
Change in intangible fixed assets	(11,308)	5,585	(2,332)	(211,944)
Change in long term investments	(14,000)	(34,160)	(420)	2,905,643
Cashflow from investments	(350,357)	(2,775,786)	(2,493,548)	(106,301)
Equity issued	32,471	40,495	112,263	1,100,000
Change in other funds	(1,187)	(2,591)	1,129	20,000
Change in financial debts	(46,786)	340,275	138,819	100,000
Change in long term liabilities	400,911	2,260,715	1,764,311	3,000
Dividends to shareholders	(0)	(100,339)	(95,799)	(164,955)
Cash flow from financing	385,410	2,538,556	1,920,723	1,058,045
Net cash flow	(830,288)	42,716	75,563	696,188
Opening cash	870,222	39,934	82,650	158,214
Closing cash	39,934	82,650	158,214	854,401

Projected Free Cash Flow	2,007	2,008	2,009	2010E
Profit after Taxes	100,339	77,597	175,315	750,187
Add back depreciation	38,227	37,269	65,392	290,392
(-) increase in CA, except cash	(225,133)	(491,446)	886,398	(3,078,446)
(+) increase in CL	(825,559)	996,802	(339,898)	1,882,311
(-) increase in PEaC	(864)	(42,751)	(1,097,705)	(2,800,000)
Free Cash Flow	(912,991)	577,471	(310,498)	(2,823,580)

Thông nhất đơn vị là Triệu đồng hoặc Tỷ đồng VND

Balance Sheet (VNDmn)	2007	2008	2009	2010E
Current Assets				
Cash and cash equivalents	39,934	82,650	158,214	854,401
Financial investment	11,308	5,724	8,056	220,000
Accounts receivable	608,200	478,674	266,102	1,462,993
Inventory	507,270	1,128,951	417,148	2,211,237
Prepaid expenses, other CA	1,412	703	38,679	126,145
Total current assets	1,168,124	1,696,701	888,199	4,874,777
Property and equipment				
At cost	763,339	806,091	1,903,796	4,703,796
Less accumulated depreciation	(329,763)	(367,032)	(432,424)	(722,816)
Net property and equipment	433,577	439,059	1,471,372	3,980,980
Other long - term assets	773,513	3,512,132	4,905,643	2,000,000
Total Assets	2,375,214	5,647,893	7,265,214	10,855,757
Current Liabilities				
Financial debts	263,209	603,484	742,303	842,303
Trade payables	411,429	1,045,755	574,034	2,311,142
Other liabilities	2,236	24,437	17,440	62,643
Total Current Liabilities	676,874	1,673,676	1,333,778	3,216,088
Long-term debt	738,086	2,998,800	4,763,112	4,766,112
Stockholders' equity	960,254	975,417	1,168,324	2,873,556
Common stock	870,000	870,000	1,100,000	2,200,000
Investment and development funds	-	22,200	47,284	1,147,284
Retained earnings	100,339	77,597	157,113	742,345
Budget nguõns and other funds	-10,085	5,619	-136,073	-1,216,073
Minority interest	0	0	0	0
Total liabilities and equity	2,375,214	5,647,893	7,265,214	10,855,757

Growth and Margin (%)	2007	2008	2009	2010E
Sales Growth	2.6%	15.7%	11.0%	178.0%
EBITDA Growth	13.7%	15.3%	33.6%	124.8%
EBIT Growth	15.4%	26.8%	72.6%	222.4%
Net Income Growth	88.0%	-22.7%	125.9%	327.9%
EPS Growth	79.0%	-22.6%	78.7%	113.8%
Gross Margin	11.1%	12.2%	18.7%	18.0%
EBITDA Margin	20.4%	20.3%	24.4%	19.7%
EBIT Margin	5.3%	5.8%	9.1%	10.5%

Ratios	2,007	2,008	2,009	2010E
ROE	10.4%	8.0%	15.0%	26.1%
ROA	4.2%	1.4%	2.4%	6.9%
Inventory days	95.0	185.0	66.5	125.7
Receivable days	101.2	68.9	34.5	68.2
Payable days	77.0	171.4	91.4	131.4
Net debt/equity	1.5	4.8	5.2	2.8
Interest cover - EBIT(x)	4.9	1.6	3.2	5.9

Valuation (Multiples)	2007	2008	2009	2010E
PE	n/a	20.2	17.2	7.8
PB	n/a	1.6	1.4	1.9
Dividend Yield (%)	n/a	2.8%	6.5%	5.0%

Notes: CA = current assets; CL = current liabilities; PEaC = Property and Equipment at Cost
 Nguồn: Thang Long Securities

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Lợi thế về tín dụng: Do là doanh nghiệp chủ chốt của VICEM, do vậy HT1 thuận lợi nhận được những khoản tín dụng với lãi suất thấp so mặt bằng lãi vay hiện tại. Khoản vay 500 tỷ từ Công ty Tài chính Xi măng (CFC) bổ sung vốn lưu động và 300 tỷ cho 30 đại lý phân phối của HT1 cho tài trợ vốn lưu động, bảo lãnh là cũng được xem là 1 ưu thế của HT1 đối với các đối thủ, đặc biệt là đối thủ nước ngoài đang cạnh tranh thị phần tại miền Nam. Điều này dẫn đến chi phí vốn bình quân của HT1 thấp hơn rất nhiều so với chi phí vốn chủ trong 2 năm qua, nhất là năm 2009 với chi phí vốn bình quân 6% so với chi phí vốn chủ 13.97%. Lợi thế này sẽ vẫn còn tiếp tục khi lãi vay dài hạn được hỗ trợ từ phía chính phủ vẫn ở mức thấp, khoảng 2.8%/năm.

Thị phần mở rộng: Có cơ hội mở rộng thị phần của mình lên 8.6% nhờ có thị trường miền Tây Nam Bộ và Tây Nguyên, đây được coi là yếu tố sẽ mang lại doanh thu lớn cho HT1 trong năm tới. HT1 cũng giành luôn lợi thế có được từ trước của HT2 về loại sản phẩm MS-PCB40, loại xi măng bện sulfat rất phù hợp khi sử dụng tại môi trường nhiều kênh, rạch, những vùng giáp biển dễ nhiễm phèn, mặn hay dễ bị xâm thực. Trong khi đó, xi măng xá và jumbo của HT1 lại được tiêu thụ nhiều ở những vùng có quy mô xây dựng công trình công nghiệp lớn như Đông Nam Bộ. Việc tập hợp được cả 2 loại xi măng phù hợp với đặc tính phát triển kinh tế của từng vùng ở phía Nam cho thấy tiềm năng tiêu thụ và tăng trưởng rất lớn của HT1 sau sáp nhập.

Giảm COGS nhờ sở hữu nguồn nguyên liệu đá vôi lớn: Sáp nhập với HT2, HT1 sở hữu được nguồn nguyên liệu đá vôi tại vùng núi Kiên Lương và Tri Tôn (An Giang), nên kỳ vọng COGS thấp khi khai thác nguồn đá vôi Kiên Lương cho các nhà máy của HT1 từ giữa năm nay.

Bảng 1: So sánh giá vốn hàng bán của HT1 & HT2 trước khi sáp nhập:

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
HT1	87.8%	90.8%	90.2%	88.9%	87.8%	81.3%	82.0%
HT2	n/a	n/a	88.9%	86.2%	77.9%	74.3%	76.1%

Nguồn: BCTC kiểm toán của HT1 & HT2

Giảm COGS nhờ thay đổi công nghệ: Sử dụng công nghệ đốt than thay cho sử dụng dầu đã mang lại thay đổi về chi phí khi COGS giảm xuống còn 82.2% so với mức 88-89% trong 2 năm trước trong bối cảnh giá dầu luôn có những biến động không dễ lường trước.

Sở hữu công nghệ mới để tận dụng nhiệt khí thải của lò nung clinker để sản xuất điện, thay thế khoảng 30% năng lượng điện mua hàng năm. Khoản tiết kiệm này tương đương 250 tỷ theo ước tính của chúng tôi. Ngoài việc là công ty đầu tiên và duy nhất hiện nay sở hữu công nghệ mới này, HT1 có thể kiếm thêm khoảng 5 triệu USD từ việc bán chứng chỉ khí thải theo cơ chế phát triển sạch CDM.

Hưởng lợi từ rào cản thuế nhập khẩu: thuế tăng từ 5% lên 10% kể từ 01/01/2010 sẽ tạo cơ hội cho doanh nghiệp nội địa cạnh tranh với xi măng ngoại nhằm tăng thị phần và doanh thu.

ĐỊNH GIÁ

Trong mô hình định giá của chúng tôi, phương pháp P/E và P/B ngành so sánh ngành được đặt vai trò trọng tâm. So sánh này có dựa trên những lợi thế và bất lợi mà HT1 (sau sáp nhập) đang có hay gặp phải. Chúng tôi định giá HT1 theo 3 phương pháp, DCF, P/E và P/B so sánh ngành:

Định giá theo FCFF:

Giá định được chúng tôi đưa ra như sau:

- HT1 sau sáp nhập sẽ quy định đồng giá bán cho cả sản phẩm của HT2, do vậy, lợi nhuận mà chúng tôi ước tính trong năm nay của HT1 sau sáp nhập sẽ tăng thêm 189 tỷ so với lợi nhuận tăng thêm tính theo giá bán xi măng HT2 và doanh thu từ xi măng và clinker là 8,872 tỷ.
- Vữa xây tô, gạch, cát tiêu chuẩn... sẽ tăng trưởng khoảng 30%, căn cứ vào kết quả kinh doanh QI của loại sản phẩm này (doanh thu 5.3 tỷ), đạt 24 tỷ cả năm, do đây là những sản phẩm mới đưa vào tiêu thụ nhưng đã được thị trường chấp nhận.
- Thuế thu nhập doanh nghiệp là một trong những yếu tố tác động đáng kể lên lợi nhuận ròng của HT1 trong năm nay, khi mà những dự án Nhà máy xi măng Bình Phước và trạm nghiền Phú Hữu nằm trong diện ưu đãi thuế thu nhập của chính sách đưa các doanh nghiệp của VICEM trở thành chủ lực trong việc đáp ứng nhu cầu xi măng trong nước và xuất khẩu.

Table 2: Bảng giá 1 tấn xi măng HT1 sau khi giá điện và than tăng:

	Giá than 3b HG (vnd/tấn)	Giá điện sản xuất bình quân (vnd/Kwh)	Giá bình quân/tấn xi măng (vnd/tấn)
Trước 01.03.2010	720,000	708	1,127,000
Sau 01.03.2010	800,000	764	1,199,000
Chi phí tăng thêm /tấn xi măng	5.2%	1.2%	6.4%

Nguồn: TLS's statistics

Bảng: So sánh Lợi nhuận ròng và EPS của HT1 khi giá bán xi măng HT2 giữ nguyên hiện tại và thay đổi theo giá bán HT1 (với lượng cổ phiếu là 198 triệu):

2010 E	Lợi nhuận ròng	EPS
Không tăng giá bán	445,753,335	2,251
Tăng giá bán	635,353,335	3,209

Nguồn: TLS dự báo

Bảng: Ước tính chênh lệch lợi nhuận của HT1 sau khi sáp nhập và sở hữu mỏ đá vôi Kiên Lương của HT2 và giá xi măng sau sáp nhập được bán đồng giá và đã tính đến trường hợp điều chỉnh giá do giá than và điện tăng:

2010	Đơn vị	HT1	HT2 (giá định)	HT1 sau sáp nhập
Sản lượng	000 tấn	4,000	2,400	6,400
Giá bán lẻ/tấn	000 VND	1,199	1,120	1,199
Doanh thu (E)	Triệu VND	4,796,000	2,688,000	7,673,600
Lợi nhuận chênh lệch	Triệu VND			189,600

*Nguồn: TLS dự báo***Định giá theo P/E:**

Với những giả định dựa trên những thông tin đang có đến thời điểm ra báo cáo, chúng tôi đánh giá rằng HT1 trong năm 2010 sẽ đạt doanh thu khoảng 7,468.7 tỷ và lợi nhuận ròng là 635.3 tỷ. Nếu giá bán của sản phẩm sản xuất tại các dây chuyền của HT2 sau khi sáp nhập với HT1 được bán đồng giá thì EPS sau sáp nhập sẽ tăng thêm 957.6 VND từ 2,251 VND lên 3,209 VND.

Với mức P/E trung bình ngành là 7.8, giá của HT1 sau sáp nhập được dự báo tính tăng từ 17,500 lên 25,000 VND.

Định giá theo P/B:**Table 3: Bảng so sánh chỉ số các doanh nghiệp niêm yết 2009:**

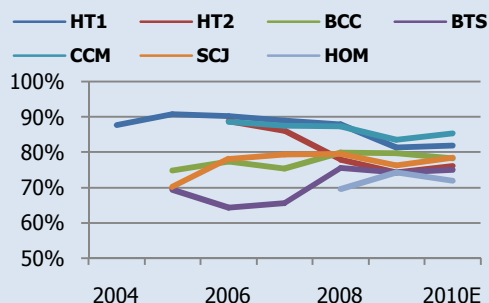
Sym.	Share in issue (mn)	Foreign Ownership as of May 10 2010	EPS trailing 4Q (vnd)	P/E	P/B	Dividend yield	ROE	ROA	Net profit margin	Capacity 2009 (mtpa)	Production 2009 (mtpa)	Capacity 2010E (mtpa)	Average retail price 2009 (000'vnd)
BCC	95.96	3.7%	2,071	6.4	1.1	7.6%	17.2%	3.7%	8.2%	1.70	2.40	3.70	1,009.4
BTS	109.06	1.0%	1,208	9.9	1.3	8.3%	13.0%	2.8%	9.2%	1.40	1.80	3.30	795.1
CCM	4.00	0.2%	6,569	7.1	1.9	3.9%	20.1%	13.2%	8.5%	0.20	0.24	0.20	1,014.0
HOM	71.40	0.5%	2,129	6.6	1.2	-	17.7%	6.8%	10.9%	1.30	1.74	1.75	763.1
HT1	109.95	4.5%	1,632	8.9	1.4	6.9%	13.7%	2.2%	5.7%	6.11	2.40	10.59	1,173.7
HT2	88.00	7.7%	1,502	9.5	1.2	7.0%	12.8%	4.8%	8.3%	4.48	1.40	n/a	1,131.0
SCJ	9.76	1.1%	6,225	6.0	1.8	-	22.0%	11.8%	16.4%	0.35	0.60	0.39	640.7

*Nguồn: TLS statistics on trading prices on April 16***RỦI RO CHÍNH**

1. Xi măng ngoại, bao gồm cả clinker, được nhập về chủ yếu từ Thái Lan với giá cạnh tranh đang là mối lo ngại đối với các doanh nghiệp trong nước.

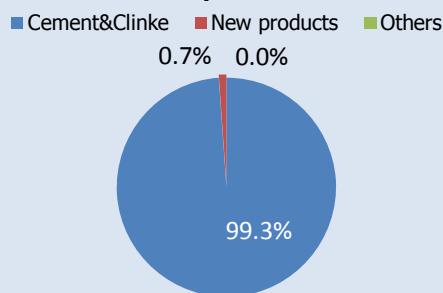
2. Giá nguyên liệu đầu vào (điện, than, đá vôi, thạch cao) tăng không đồng nghĩa với việc tăng giá bán sẽ thu được lợi nhuận cao hơn vì nếu muốn tăng giá bán thì HT1 cũng phải xem xét mặt bằng giá chung nhất là trong bối cảnh cung đang vượt cầu.

COGS của các công ty niêm yết (2009)



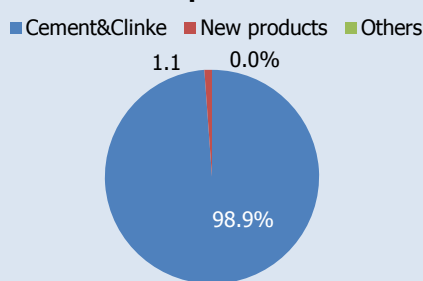
Nguồn: BCTC các công ty & TLS

Sale composition 2009



Nguồn: HT1 & TLS's estimate

Sales composition 2010E



Nguồn: HT1 & TLS's estimate

3. Điều chỉnh giá bán của HT2 theo giá bán hiện tại của HT1. Do vậy, lợi nhuận kỳ vọng của HT1 sáp nhập sẽ có điều chỉnh theo hướng tích cực.
4. Với việc sáp nhập HT2 bằng cách chào bán tỷ lệ 1:1 với giá bằng mệnh giá sẽ giúp dòng tiền thuần của HT1 ít khả năng bị âm, do dòng tiền thuần từ hoạt động tài chính tăng và vòng quay các khoản phải thu và số ngày hàng tồn kho tăng do quy mô sản xuất tăng gần như gấp 2 lần.
5. Lợi nhuận ròng của HT1 (7.2%) thấp hơn bình quân của ngành (9-10%), do bắt nguồn từ chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp lớn, chiếm 5.1% và 4.2% (BCTC kiểm toán 2009) doanh thu thuần. HT1 là công ty có COGS cao hơn so với trung bình ngành trong 2 năm gần đây (87.8% so với 81.3% và 81.3% so với 78.2%). Do vậy, cắt giảm chi phí có thể được coi là một trong những yếu tố chính làm tăng lợi nhuận ròng cho HT1. Chi phí quản lý doanh nghiệp thì khó có thể giảm do nhiệm vụ phải duy trì đời sống cán bộ công nhân viên ở mức tốt theo yêu cầu của nhà nước, chi phí lương chiếm 97.5% trong 118 tỷ chi phí quản lý năm 2009. Vì vậy, giảm chi phí bán hàng là một thách thức không nhỏ cho HT1 trong bối cảnh chi phí quảng bá, hỗ trợ nhà phân phối cũng cần được duy trì nhằm hỗ trợ mạng lưới phân phối.

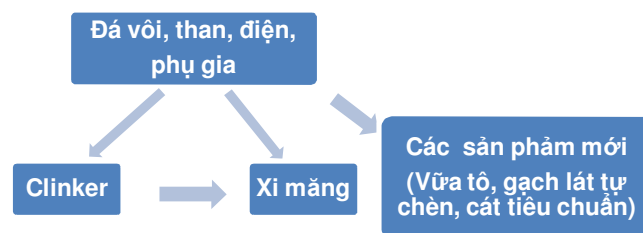
Table 1: Bảng so sánh chi phí ngoài COGS các công ty niêm yết năm 2009

Mã	BCC	BTS	CCM	HOM	HT1	HT2	SCJ
Chi phí lãi vay	1.2%	2.5%	1.2%	7.9%	2.9%	n/a	0.2%
Chi phí bán hàng	3.4%	5.2%	3.4%	4.0%	5.1%	3.4%	1.0%
Chi phí QLDN	5.1%	7.5%	1.7%	4.0%	4.2%	6.6%	1.6%

Nguồn: BCTC kiểm toán các công ty

BUSINESS MODEL

Mô hình kinh doanh



Nguồn: TLS

Ngoài xi măng và clinker là 2 sản phẩm chính, HT1 đã phát triển thêm các sản phẩm mới ứng dụng trong công nghiệp vật liệu xây dựng là vữa tô, gạch và cát xây dựng.

Xi măng và clinker vẫn chiếm tỷ trọng lớn: 99% cơ cấu doanh thu đến từ xi măng và clinker. Cơ cấu này còn có xu hướng giữ nguyên hoặc tăng hơn trong năm 2010 khi HT2 được sáp nhập vào HT1 với sản lượng tăng thêm 1.6 triệu tấn xi măng và 2.4 triệu tấn clinker, phù hợp với mục tiêu bao phủ và mở rộng thị phần của HT2 đã có. Tuy nhiên, với việc những đối thủ ngoại là Holcim hay Lafarge đang mở rộng thị phần ở mảng vữa tô thì HT1 được đánh giá là sẽ chú trọng hơn vào sản phẩm mới tiềm năng này trong thời gian sắp tới.

Thị trường của HT1 sẽ còn mở rộng hơn khi sáp nhập với HT2, doanh nghiệp chiếm thị phần lớn ở Đồng bằng sông Cửu Long, khu vực có mức tăng trưởng tiêu thụ lớn nhất cả nước trong thời gian qua. Với tiềm năng thị trường xây dựng tại phía Nam được coi là rất lớn và chênh lệch về cung cầu từ vùng này đang khá lớn, cùng với việc, thị phần được cơ cấu theo hướng ổn định cho thành viên của VICEM, do đó, HT1 được đánh giá có tiềm năng phát triển thị phần và cơ hội tăng trưởng lợi nhuận từ việc giảm COGS khi có nguồn đá vôi trữ lượng lớn từ HT2.

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: giá mục tiêu cổ phiếu được kỳ vọng tăng hơn khoảng 15% so với giá ngày ra báo cáo. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá ngày ra báo cáo. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá ngày ra báo cáo.

KHOI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua hai bản tin là The Investor Daily và The Investor Journal Weekly.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG



Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thăng Long hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, Thăng Long có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, Thăng Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty vừa.

VĂN PHÒNG

Trụ sở Công ty: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600. **Website:** www.thanglongsc.com.vn

Trụ sở Phân tích: Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668. E: research@thanglongsc.com.vn

QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của 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 khách hàng hiện tại của 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 tư nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần đủ với mục đích nào. Không có bất cứ những căn 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 2006-2010, 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.