

CÔNG TY CỔ PHẦN XI MĂNG HÀ TIÊN 1

Báo cáo lần đầu

LỢI NHUẬN 2012-2013 DỰ BÁO THẤP DO GÁNH NẶNG CHI PHÍ LÃI VAY

4/10/2012

NHỮNG NÉT CHÍNH

Khuyến nghị đầu tư. Mặc dù là một doanh nghiệp lớn trong ngành và có thị phần lớn nhất khu vực phía Nam nhưng hoạt động của Vicem Hà Tiên chúng tôi đánh giá sẽ có hiệu quả không cao do phải gánh chịu chi phí lãi vay và chi phí khấu hao khổng lồ. Lợi nhuận sau thuế 2012, 2013 dự báo ở mức lần lượt là 9 tỷ đồng và 40 tỷ đồng. Bên cạnh đó, hoạt động của Vicem Hà Tiên cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro do sử dụng đòn bẩy tài chính quá cao. Do vậy, việc đầu tư theo cơ bản vào cổ phiếu HT1 chúng tôi cho là sẽ không hấp dẫn trong ngắn hạn, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu HT1.

Quy mô sản xuất lớn nhất khu vực phía Nam. Xi măng Hà Tiên hiện đang hoạt động với 2 nhà máy và 4 trạm nghiền, tổng công suất xi măng đạt 6 triệu tấn/năm, clinker là 2,8 triệu tấn/năm, hiện là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất tại khu vực phía Nam.

Giữ thị phần áp đảo nhờ thương hiệu tốt. Vicem Hà Tiên hiện đang dẫn đầu thị trường xi măng phía Nam với khoảng 26% thị phần năm 2011 và là cũng là một trong những doanh nghiệp có sản lượng tiêu thụ đứng đầu cả nước với gần 8,1% thị phần.

Tỷ lệ vay nợ cao tạo gánh nặng chi phí lãi vay. Tính đến 31/6/2012, Vicem Hà Tiên là đơn vị có dư nợ lớn nhất trong số các công ty xi măng niêm yết với 11.105 tỷ đồng, trong đó khoảng 6.240 tỷ đồng là vay nợ dài hạn. Dư nợ của Vicem Hà Tiên đặc biệt tăng nhanh trong vòng 5 năm trở lại đây với tốc độ tăng gấp khoảng gần 9 lần, từ mức 1.001 tỷ đồng năm 2007 so với mức 8.920 tỷ đồng năm 2012, hệ quả là chi phí tài chính của Vicem Hà Tiên cũng tăng một cách chóng mặt. Năm 2011, chi phí tài chính của công ty là 1.036 tỷ đồng, gần bằng lãi gộp (1.470 tỷ đồng) và cao gấp 3 lần chi phí tài chính năm 2010.

Khả năng trả nợ của Vicem Hà Tiên đang yếu dần. Nợ ngắn hạn của công ty hiện đang cao gần gấp 3 lần so với tài sản ngắn hạn. Nếu tình hình kinh doanh không được cải thiện tốt hơn trong một vài năm tới, rất có thể Vicem Hà Tiên cũng sẽ rơi vào tình cảnh tương tự như nhiều công ty xi măng khác hiện nay không trả được nợ do làm ăn thua lỗ.

Lợi nhuận năm 2012, 2013 dự báo ở mức thấp. Lợi nhuận sau thuế của Vicem Hà Tiên 2012, 2013 ước tính lần lượt đạt 9 tỷ đồng và 40 tỷ đồng, một phần do tình trạng khó khăn chung của cả ngành, mặt khác do tác động từ các khoản chi phí lãi vay & khấu hao lớn đã lấy đi hầu hết lợi nhuận đạt được.

Một số chỉ tiêu dự báo của HT1

Chỉ số tài chính	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu (triệu VND)	2.816.843	4.251.194	5.280.650	5.883.135	6.810.541
EBITDA (triệu VND)	335.502	679.689	1.475.776	1.428.131	1.519.985
EBIT (triệu VND)	264.064	444.139	1.036.488	935.915	909.792
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	160.613	60.411	-8.941	9.002	39.717
EPS (VND)	1.460	305	-45	45	201
P/E (x)	2,88	13,77	-93,01	92,38	20,94
P/B (x)	0,39	0,46	0,47	0,42	0,41
ROA (%)	2%	1%	0%	0%	0%
ROE (%)	15%	4%	0%	0%	2%

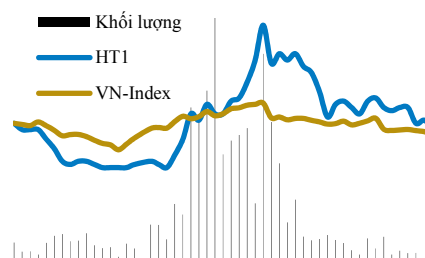
KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá kỳ vọng *	6.100 VND
Giá thị trường (4/10/2012)	4.200 VND
Khoảng giá 52 tuần	2.800 - 7.500
Khuyến nghị	BÁN
Triển vọng 1 quý	■ Đi ngang
Triển vọng 1 năm	■ Đi ngang
Triển vọng dài hạn	➔ Tăng nhẹ



* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HT1	45%	-14%	-14%	-13%
VN Index	10%	-4%	-7%	-14%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	HT1
Reuters	HT1.HM
Bloomberg	HT1 VN
Sàn giao dịch	HSX
Ngành	Dịch vụ tiêu dùng
Lĩnh vực	Du lịch & giải trí
Vốn hóa	831 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	198.000.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	10.151 CP

Chuyên viên phân tích

Lưu Văn Lương

(84 4) 3928 8080 ext 512

luuvanluong@baoviet.com.vn

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	67,38%
Sở hữu nước ngoài	2,23%
Sở hữu khác	30,39%

THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu	2.817	4.251	5.281	5.883	6.811
Giá vốn	2.291	3.530	3.811	4.487	5.390
Lợi nhuận gộp	526	721	1.470	1.396	1.421
Doanh thu tài chính	9	70	16	17	20
Chi phí tài chính	81	364	1.036	924	857
Lợi nhuận sau thuế	161	60	-9	9	40

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Tiền & khoản tương đương tiền	158	56	132	112	130
Các khoản phải thu ngắn hạn	266	439	405	502	582
Hàng tồn kho	417	1.658	1.258	1.301	1.455
Tài sản cố định hữu hình	1.386	7.846	7.409	9.108	9.959
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	49	48	18	18	18
Tài sản dài hạn khác	191	213	199	258	299
Tổng tài sản	7.265	11.813	12.903	13.153	13.192
Nợ ngắn hạn	1.340	3.189	4.607	4.492	5.095
Nợ dài hạn	4.757	6.796	6.526	6.657	6.048
Vốn chủ sở hữu	1.171	1.827	1.770	2.003	2.048
Tổng nguồn vốn	7.265	11.813	12.903	13.153	13.192

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012F	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	11%	51%	24%	11%	16%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	107%	-62%	-115%	-201%	341%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	19%	17%	28%	24%	21%
Lợi nhuận thuần biên (%)	6%	1%	0%	0%	1%
ROA (%)	2%	1%	0%	0%	0%
ROE (%)	15%	4%	0%	0%	2%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	84%	85%	86%	85%	84%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	522%	546%	629%	557%	544%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1.460	305	-45	45	201
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	10.645	9.229	8.938	10.117	10.343

Báo cáo tài chính dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam

CÔNG TY CỔ PHẦN XI MĂNG HÀ TIÊN 1

1. Sơ lược về Công ty.

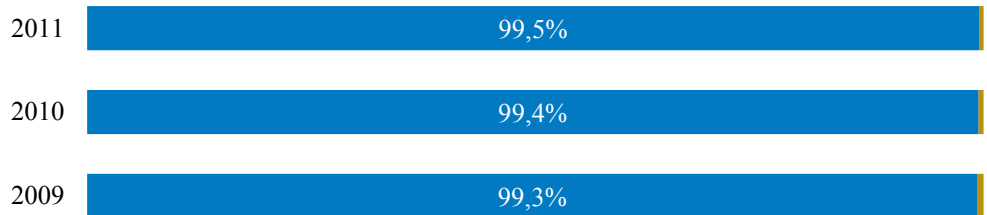
Công ty cổ phần Xi măng Hà Tiên 1 (Vicem Hà Tiên) tiền thân là Nhà máy xi măng Hà Tiên, được khởi công xây dựng từ năm 1960. Năm 2009, công ty sáp nhập thêm Hà Tiên 2 tạo thành thương hiệu Vicem Hà Tiên. Hiện công ty là đơn vị chủ lực của Tổng công ty Xi măng Việt Nam tại miền Nam, cung cấp cho thị trường các loại xi măng chất lượng cao, ổn định như: PCB-40; PC-40; PCS-30; PCS-40; PCHS-30; PCHS-40; PC50. Mảng xi măng hiện đóng góp khoảng 99% doanh thu cho công ty, phần còn lại đến từ hoạt động sản xuất và kinh doanh một số loại sản phẩm khác như: cát, vữa công nghiệp, gạch lát, gạch block,.. tuy nhiên tỷ trọng không đáng kể.

Biểu đồ 1.1. Cơ cấu doanh thu của Vicem Hà Tiên

Nguồn: Vicem Hà Tiên

■ Xi măng, clinker

■ Vữa, gạch, cát



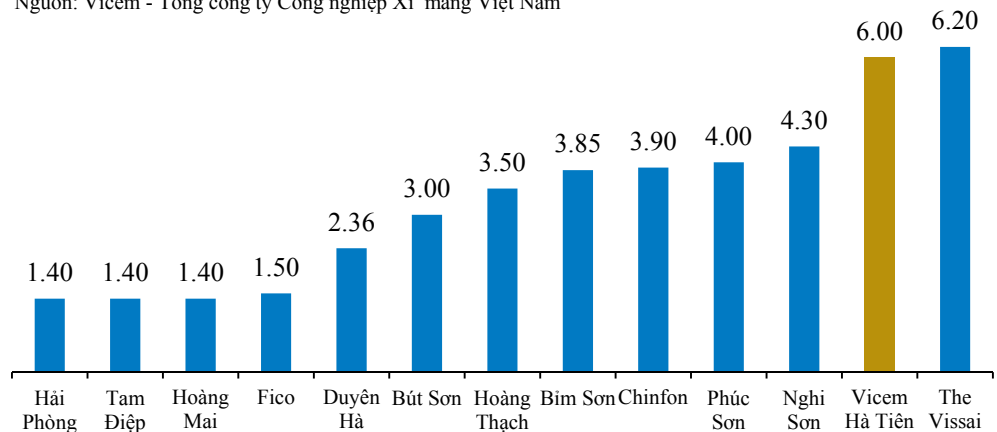
2. Năng lực sản xuất.

Quy mô sản xuất lớn nhất khu vực phía Nam. Xi măng Hà Tiên hiện đang hoạt động với 2 nhà máy và 4 trạm nghiền. Hai nhà máy xi măng của Vicem Hà Tiên bao gồm Nhà máy xi măng Bình Phước (công suất 1,3 triệu tấn xi măng/năm & 1,76 triệu tấn clinker/năm), mới đưa vào hoạt động năm 2010 và Nhà máy xi măng Kiên Lương, trước đây thuộc Nhà máy xi măng Hà Tiên 2 (công suất 0,9 triệu tấn xi măng/năm, 1 triệu tấn clinker/năm). Bốn trạm nghiền còn lại (Thủ Đức, Phú Hữu, Long An, Cam Ranh) có công suất tổng cộng 3,8 triệu tấn xi măng/năm. Xét về năng lực sản xuất, Vicem Hà Tiên hiện là đơn vị có công suất lớn nhất tại khu vực phía Nam và lớn thứ 2 cả nước.

Đặc thù của các nhà máy xi măng đều phải đặt gần nguồn nguyên liệu đá vôi để tạo thành quy trình sản xuất khép kín, giúp giảm thiểu chi phí. Trong khi đó, đá vôi chỉ có nhiều ở miền Bắc, miền Trung và một số tỉnh cực Nam của tổ quốc. Đây là một trong những lý do giải thích tại sao cả nước tính đến thời điểm cuối năm 2011 có khoảng 120 dây chuyền sản xuất xi măng nhưng chỉ có 3 doanh nghiệp lớn (công suất trên 1 triệu tấn/năm) tại miền Nam, bao gồm Vicem Hà Tiên, Holcim Việt Nam, Fico Tây Ninh.

Biểu đồ 2.1. Công suất một số nhà máy xi măng lớn tại Việt Nam (triệu tấn/năm)

Nguồn: Vicem - Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam

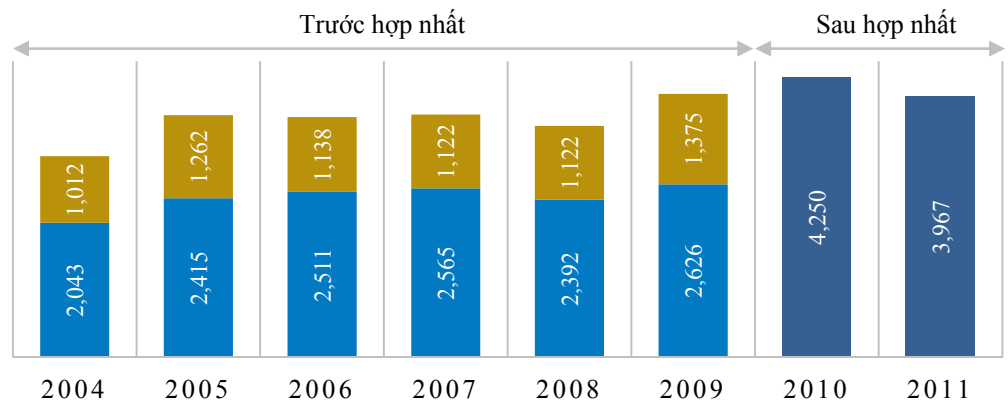


Quy mô của Vicem Hà Tiên đặc biệt tăng mạnh sau khi hợp nhất 2 nhà máy Hà Tiên 1 và Hà Tiên 2. Trước sáp nhập, sản lượng tiêu thụ của Hà Tiên 1 duy trì ở mức ổn định khoảng 2,5-2,6 triệu tấn/năm. Sau khi hoàn tất việc hợp nhất thêm Hà Tiên 2, sản lượng của Vicem Hà Tiên tăng khoảng 4 triệu tấn/năm. Điểm tích cực ghi nhận ở đây là sản lượng sau hợp nhất có sự tăng nhẹ so với sản lượng của từng công ty riêng lẻ trước khi hợp nhất cộng lại. Điều này chứng tỏ Vicem Hà Tiên đã tổ chức phân vùng địa bàn tiêu thụ một cách hợp lý, không có hiện tượng chồng chéo trong hệ thống phân phối giữa hai công ty Hà Tiên 1 và Hà Tiên 2.

Biểu đồ 2.2. Sản lượng tiêu thụ của Vicem Hà Tiên giai đoạn 2001-2011 (1.000 tấn)

Nguồn: Vicem Hà Tiên

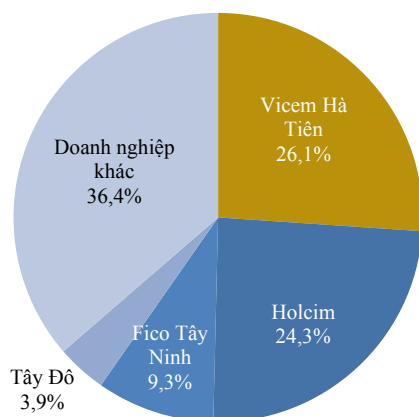
■ Hà Tiên 1 ■ Hà Tiên 2



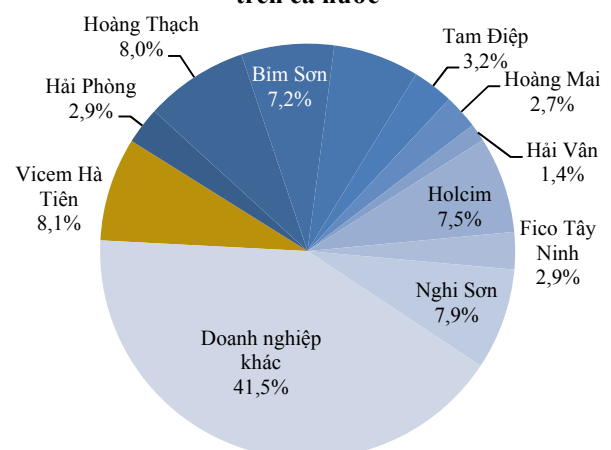
3. Năng lực cạnh tranh.

Giữ thị phần áp đảo nhờ thương hiệu tốt. Thị trường xi măng phía Nam có sự nghiêng hẳn về 2 ông lớn là Vicem Hà Tiên và Holcim Việt Nam khi hai đơn vị này chiếm tới 50% thị phần, trong đó Vicem Hà Tiên đang là thương hiệu dẫn đầu với khoảng 26% thị phần năm 2011 và là cũng là một trong những doanh nghiệp có sản lượng tiêu thụ đứng đầu cả nước với khoảng 8,1% thị phần. Nhân hiệu “Kỳ lân xanh” của Vicem Hà Tiên trong những năm qua luôn được người tiêu dùng trên cả nước tín nhiệm lựa chọn, đặc biệt là khu vực phía Nam.

Biểu đồ 3.1: Thị phần tiêu thụ 2011 của Vicem Hà Tiên



Biểu đồ 3.2: Thị phần tiêu thụ 2011 của Vicem Hà Tiên trên cả nước



Thị phần có tính ổn định cao nhờ hướng tới đối tượng khách hàng tiêu dùng trong dân cư là chủ yếu. Điều này không giống với phần lớn các doanh nghiệp xi măng khác tại phía Nam thường tập trung vào phân khúc công trình dân dụng và công nghiệp đang phải đối mặt với tình trạng khó khăn về đầu ra, đặc biệt trong bối cảnh thị trường BĐS trầm lắng và đầu tư công bị cắt giảm. Việc các hãng mới tham gia vào phân khúc bán lẻ sẽ tốn nhiều thời gian để xây dựng thương hiệu bởi do thói quen của người tiêu dùng thường lựa chọn chủng loại xi măng có uy tín mà không quan tâm nhiều tới giá cả hay chất lượng. Trong khi phân khúc dự

án hay công trình thì giá cả, sự phục vụ, chất lượng luôn được đặt lên hàng đầu. Ngoài Vicem Hà Tiên, hiện còn có Holcim Việt Nam cũng đang cạnh tranh trong phân khúc bán lẻ, các hãng xi măng địa phương hoặc từ ngoài Bắc vào hoàn toàn không có lợi thế cạnh tranh trong phân khúc này.

Lợi thế gần thị trường tiêu thụ giúp giảm thiểu chi phí vận chuyển. Lợi thế của xi măng Hà Tiên là khu vực phía Nam không có nhiều nhà máy xi măng nên các nhà máy ngoài Bắc muốn phát triển thị trường miền Nam sẽ tốn kém chi phí vận chuyển khá lớn. Theo ước tính của BVSC, chi phí để vận chuyển xi măng bằng đường thủy từ Bắc vào Nam hiện dao động trong khoảng 250-300 ngàn đồng/tấn, chiếm 15-20% giá thành xi măng. Do vậy sẽ mất đi lợi thế cạnh tranh nếu vận chuyển từ ngoài Bắc vào. Các doanh nghiệp như xi măng phía Nam như Vicem Hà Tiên khi cần thiết có thể chiết khấu giá bán từ phần chi phí vận chuyển để chiếm khách hàng. Ngoài ra, nhờ có mạng lưới sản xuất tại nhiều địa bàn khác nhau (Bình Phước, Tp.HCM, Kiên Giang, Long An, Cam Ranh) giúp cho công ty giảm thiểu tối đa chi phí vận chuyển, đồng thời phục vụ tốt hơn nhu cầu khách hàng.

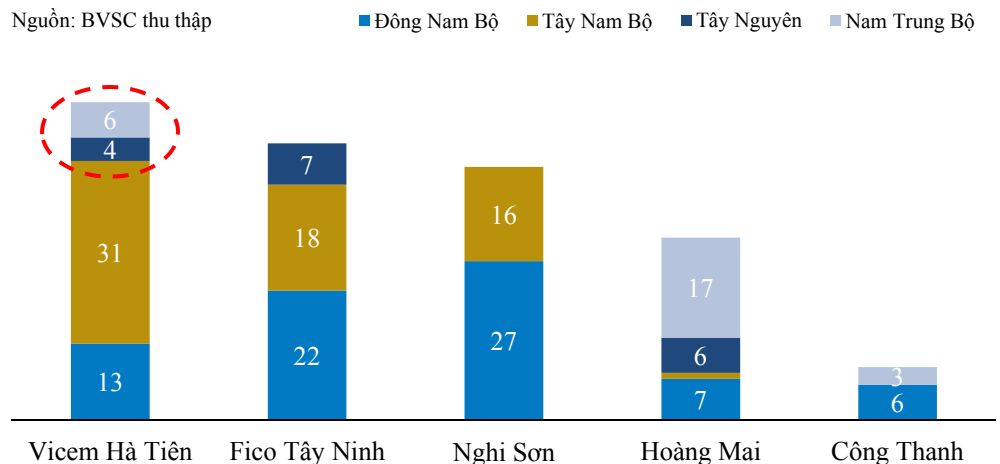
4. Hệ thống phân phối.

Hệ thống phân phối trải rộng. Vicem Hà Tiên có mạng lưới phân phối trải rộng khắp các tỉnh phía Nam từ Quảng Ngãi cho tới mũi Cà Mau với số lượng đại lý lớn và phân bổ khá đồng đều:

- ❑ *Đồng bằng sông Cửu Long.* Bao gồm 31 nhà phân phối, trước đây thuộc địa bàn tiêu thụ của Hà Tiên 2, công ty chiếm khoảng 27% thị phần tại khu vực này.
- ❑ *Đông Nam Bộ.* Bao gồm 13 nhà phân phối, thuộc địa bàn tiêu thụ cũ của Hà Tiên 1 với khoảng 30% thị phần. Sự hợp nhất giữa Hà Tiên 1 và Hà Tiên 2 do vậy sẽ tạo thành miếng ghép hoàn chỉnh giúp Vicem Hà Tiên giữ vị trí thống lĩnh tại thị trường xi măng phía Nam.
- ❑ *Tiếp tục mở rộng thị trường Nam Trung Bộ & Tây Nguyên.* Số lượng các đại lý của Vicem Hà Tiên tại khu vực này chưa nhiều. Đây là địa bàn có mức cạnh tranh khá quyết liệt bởi có sự tham gia của các doanh nghiệp phía Bắc và phía Nam. Tuy nhiên, với việc đưa thêm Trạm nghiền Cam Ranh đi vào hoạt động (năm 2011) sẽ tạo thuận lợi cho việc cung ứng và góp phần gia tăng sức cạnh tranh của Vicem Hà Tiên tại thị trường Nam Trung Bộ và Tây Nguyên. Trước khi có trạm nghiền Cam Ranh, Vicem Hà Tiên phải vận chuyển xi măng từ Trạm nghiền Phú Hữu hoặc từ Nhà máy Bình Phước ra tiêu thụ.

Biểu đồ 4.1. Số lượng các điểm phân phối của các công ty xi măng

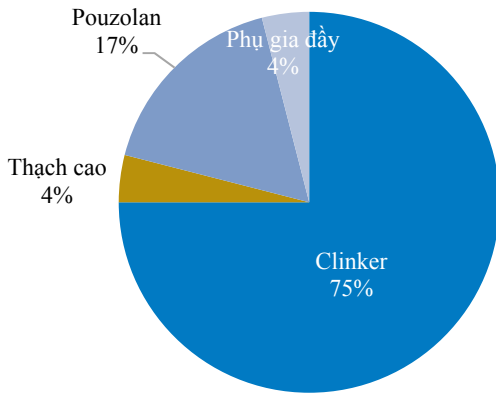
Nguồn: BVSC thu thập



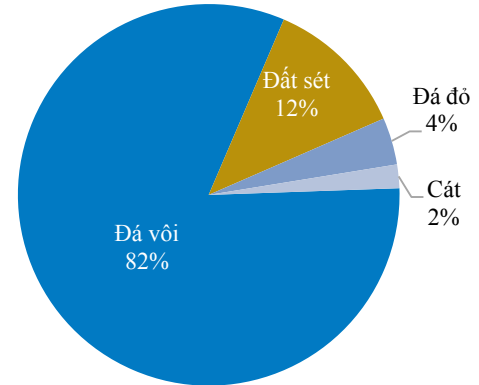
5. Quản trị yếu tố đầu vào.

Nguyên liệu để sản xuất xi măng chủ yếu là clinker, chiếm khoảng 75% thành phần xi măng, ngoài ra còn có thạch cao (chiếm 4%) và một số loại phụ gia khác. Thành phần để sản xuất clinker bao gồm đá vôi (chiếm 82%) và đất sét (chiếm 12%), các nguyên liệu khác chiếm tỷ trọng khoảng 6%. Hiện Vicem Hà Tiên chủ động được cả 2 nguồn đá vôi và clinker:

Biểu đồ 5.1. Nguyên liệu sản xuất xi măng



Biểu đồ 5.2. Nguyên liệu sản xuất clinker



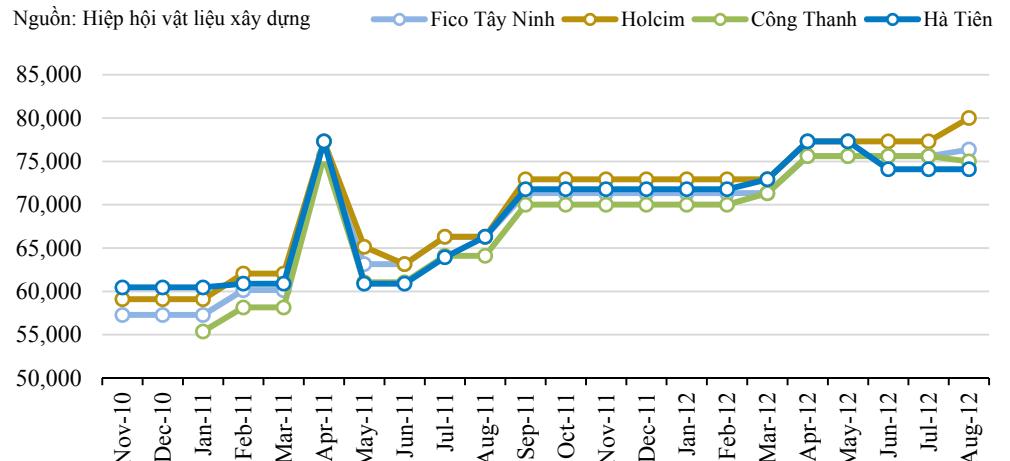
- ❑ **Nguồn trữ lượng đá vôi lớn.** Sau khi hợp nhất với Hà Tiên 2, công ty hoàn toàn chủ động được nguồn nguyên liệu đá vôi để sản xuất clinker do Hà Tiên 2 hiện đang sở hữu mỏ đá vôi (trữ lượng khoảng 140 triệu tấn) và đất sét (khoảng 40 triệu tấn) tại Kiên Giang. Trữ lượng này ước tính có thể cung cấp đủ nguyên liệu cho 2 nhà máy Bình Phước và Kiên Lương hoạt động ổn định trong vòng 30 năm tới.
- ❑ **Chủ động nguồn clinker với giá ổn định.** Nhà máy xi măng Bình Phước đi vào hoạt động nâng tổng công suất clinker của Vicem Hà Tiên lên khoảng 2,8 triệu tấn/năm, đáp ứng 100% nhu cầu clinker cho 2 nhà máy chính. Ngoài việc giúp cho Vicem Hà Tiên giảm bớt sự phụ thuộc vào clinker từ bên ngoài, clinker sản xuất từ Nhà máy xi măng Bình Phước có giá thành rẻ hơn clinker nhập khẩu 15-20%.

6. Chính sách giá & chiến lược sản phẩm.

Chính sách giá. Giá bán của Vicem Hà Tiên không cao hơn nhiều so với sản phẩm xi măng cùng loại khác, điều này một phần là do công ty chủ yếu bán hàng thông qua hệ thống đại lý nên giá bán được xác định tại nhà máy hoặc khu vực cảng tập kết chứ không phải đến tận chân công trình. Mức giá bán vừa phải cộng với chính sách khuyến mãi lớn dành cho các đại lý khiến cho giá bán lẻ xi măng Hà Tiên tới người tiêu dùng luôn ở mức cạnh tranh so với sản phẩm xi măng cùng loại khác.

Biểu đồ 6.1. So sánh giá xi măng PCB40 (đồng/bao)

Nguồn: Hiệp hội vật liệu xây dựng

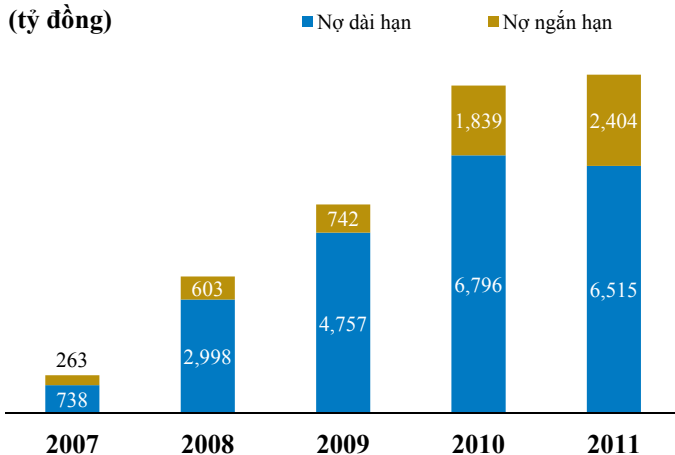


Tung ra nhiều dòng sản phẩm mới. Trong năm 2012, Vicem Hà Tiên đã cho ra đời 5 dòng sản phẩm mới nhằm phân chia khách hàng thành nhiều phân khúc tiêu dùng khác nhau phù hợp với từng nhu cầu xây dựng và tiết kiệm chi phí. Các dòng sản phẩm bao gồm: Vicem Hà Tiên xây tô, Vicem Hà Tiên bê tông, Vicem Hà Tiên đa dụng, Vicem Hà Tiên chịu phen, chịu mặn. Đáng chú ý nhất trong đó là 2 sản phẩm xi măng xây tô và xi măng đa dụng được nhiều người tiêu dùng đón nhận. Việc tung ra 5 dòng sản phẩm trên, chúng tôi đánh giá sẽ làm gia tăng sức cạnh tranh của Vicem Hà Tiên bởi tính phù hợp với từng phân khúc cũng như khả năng tiết kiệm chi phí trước bối cảnh nhu cầu thị trường đang ngày một giảm sút.

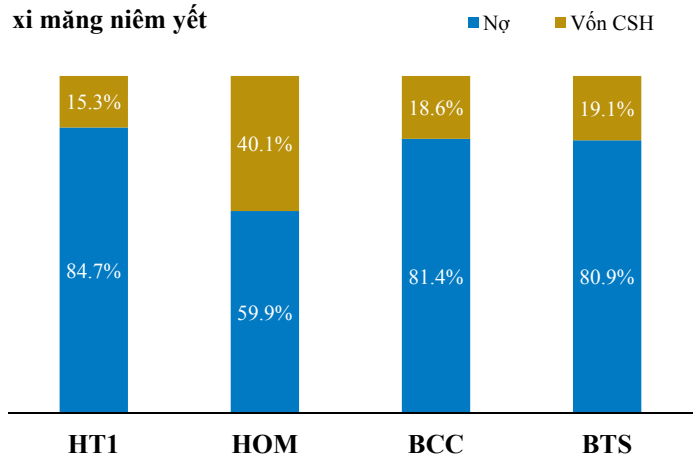
7. Tình hình vay nợ của Vicem Hà Tiên.

Tỷ lệ vay nợ cao tạo gánh nặng chi phí lãi vay. Tính đến thời điểm 31/6/2012, Vicem Hà Tiên là đơn vị có dư nợ lớn nhất trong số các công ty xi măng niêm yết với 11.105 tỷ đồng, trong đó khoảng 6.240 tỷ đồng là vay nợ dài hạn để đầu tư cho nhà máy xi măng Bình Phước, dự án Hà Tiên 2.2 và một số trạm nghiền khác. Dư nợ của Vicem Hà Tiên đặc biệt tăng nhanh trong vòng 5 năm trở lại đây với tốc độ tăng gấp khoảng gần 9 lần, từ mức 1.001 tỷ đồng năm 2007 so với mức 8.920 tỷ đồng năm 2012, hệ quả là chi phí tài chính của Vicem Hà Tiên cũng tăng một cách chóng mặt. Năm 2011, chi phí tài chính của công ty là 1.036 tỷ đồng, gần bằng lãi gộp (1.470 tỷ đồng) và cao gấp 3 lần chi phí tài chính năm 2010. Đây là bất cập lớn của Vicem Hà Tiên bởi sự phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn vay ngân hàng khiến cho áp lực trả nợ dồn dập ngay sau khi nhà máy đi vào hoạt động.

Biểu đồ 7.1. Số dư nợ vay của Vicem Hà Tiên 2007-2011
(tỷ đồng)



Biểu đồ 7.2. Cơ cấu nợ vay & vốn CSH của một số công ty xi măng niêm yết



Áp lực trả nợ kéo dài 5-10 năm tới. Các khoản vay dài hạn của Vicem Hà Tiên thường có thời hạn khoảng 10 năm, trong đó 3 hợp đồng vay có giá trị lớn (xấp xỉ hoặc trên 1.000 tỷ đồng) đều là các khoản vay mới phát sinh nên có thời gian đáo hạn khá dài, đến năm 2017-2021. Tổng giá trị 3 hợp đồng vay này khoảng 3.850 tỷ đồng, chiếm gần 62% tổng giá trị các khoản vay dài hạn. Thời gian đáo hạn lâu một mặt giúp áp lực dòng tiền trả nợ hàng năm thấp đi, mặt khác sẽ kéo dài nghĩa vụ trả nợ lâu hơn.

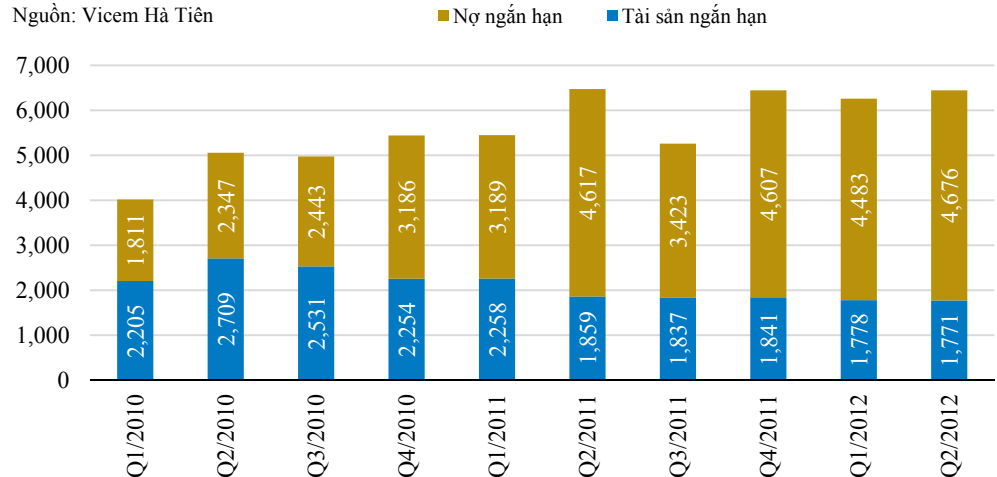
Một điểm cần lưu ý khác đối với các khoản vay nợ của Vicem Hà Tiên là khoản vay tài trợ cho dự án Hà Tiên 2.2 (dự kiến hoàn thành cuối năm 2012) có giá trị dài ngắn tới thời điểm 30/6/2012 khoảng 2.400 tỷ đồng. Đây là khoản vay sẽ được vốn hóa vào giá trị đầu tư của dự án, do vậy sẽ là nhân tố làm tăng chi phí cho các năm tiếp theo.

Khả năng trả nợ của Vicem Hà Tiên đang yếu dần. Qua báo cáo tài chính của Vicem Hà Tiên, nợ ngắn hạn ngày một tăng trong khi nguồn tài sản ngắn hạn ngày càng giảm (hiện nợ ngắn hạn cao gần gấp 3 lần so với tài sản ngắn hạn). Tuy nhiên, khả năng mất thanh khoản và không có khả năng trả đối với các khoản nợ ngắn hạn của Vicem Hà Tiên vẫn chưa đến mức báo động bởi sức tiêu thụ của công ty vẫn tốt nên có thể cân bằng được các khoản nợ vay này.

Ngoài ra, công ty còn phải trả gốc các khoản vay dài hạn để đầu tư cho các nhà máy mới đi vào hoạt động, ước tính khoảng hơn 900 tỷ đồng trong năm 2012. Do vậy, nếu tình hình kinh doanh không được cải thiện tốt hơn trong một vài năm tới, rất có thể Vicem Hà Tiên cũng sẽ rơi vào tình cảnh tương tự như nhiều công ty xi măng khác hiện nay không trả được nợ do làm ăn thua lỗ.

Biểu đồ 7.3. Cơ cấu nợ ngắn hạn & tài sản ngắn hạn (tỷ đồng)

Nguồn: Vicem Hà Tiên



Rủi ro tỷ giá giảm. Trong tổng số 6.240 tỷ đồng dự nợ dài hạn của Vicem Hà Tiên nêu trên, có tới gần 50% là vay nợ bằng Euro. Vậy nên vấn đề tỷ giá có ảnh hưởng rất lớn tới hoạt động của công ty. Các năm 2010-2011, tổng lũy kế các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá tỷ giá của Vicem Hà Tiên thường xuyên ở mức trên 400 tỷ đồng. Trong nửa đầu năm 2012, nhờ đồng Euro giảm, khoản đánh giá chênh lệch tỷ giá của Vicem Hà Tiên đã giảm xuống còn 188 tỷ đồng. Trước bối cảnh cuộc khủng hoảng nợ công tại châu Âu vẫn còn có thể lan rộng, chúng tôi cho rằng đồng Euro nhiều khả năng sẽ tiếp tục mất giá so với các đồng tiền chủ chốt khác trong năm 2012-2013 tới. Do vậy, tác động của lỗ tỷ giá sẽ giảm một cách đáng kể.

3. Dự báo 2012.

Sự đình trệ của các dự án BĐS và chính sách cắt giảm đầu tư công đã tác động nghiêm trọng đến hoạt động của ngành công nghiệp xi măng. Sức tiêu thụ giảm, tồn kho tăng, nhà máy chạy dưới công suất hiện đang là vấn đề chung của đa phần các nhà máy xi măng trong thời điểm hiện tại. Trường hợp của Vicem Hà Tiên cũng không phải là ngoại lệ:

- ❑ **Sản lượng tiêu thụ.** 8 tháng đầu năm 2012, Vicem Hà Tiên tiêu thụ khoảng 2,72 triệu tấn, hoàn thành 61,8% kế hoạch năm. Tình hình tiêu thụ trong những tháng cuối năm dự kiến cũng sẽ không có nhiều sáng sủa hơn, ước tính mức tiêu thụ cả năm 2012 có thể sẽ chỉ đạt 4,08 triệu tấn, hoàn thành 92,7% kế hoạch. Mặc dù đưa ra nhiều sản phẩm mới phù hợp với các phân khúc tiêu dùng khác nhau và được thị trường đón nhận tích cực, cùng với chính sách khuyến mãi lớn cho các đại lý song không giúp cho công ty hoàn thành kế hoạch sản lượng năm.
- ❑ **Giá bán.** Sức ép cạnh tranh khiến Vicem Hà Tiên cũng không thể tăng giá bán theo kịp với sự tăng giá đầu vào. Trong 8 tháng đầu năm 2012, giá bán trung bình của một số doanh nghiệp xi măng phía Nam tăng khoảng 12% so với năm 2011. Tuy nhiên, với chiến lược tung ra 5 dòng sản phẩm mới với giá cạnh tranh, chúng tôi ước tính mặt bằng giá bán của Vicem Hà Tiên 2012 cao hơn 2011 khoảng 8,4%.
- ❑ **Chi phí tài chính.** Nhờ đồng Euro giữ ổn định nên chi phí tài chính 2012 của Vicem Hà Tiên ước giảm khoảng 113 tỷ đồng so với năm 2011, trong đó riêng chi phí lãi vay vào khoảng 920 tỷ đồng.

- ❑ **Chi phí khấu hao.** Dự án Hà Tiên 2.2 dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2012, bên cạnh đó, dự án trạm nghiền Cam Ranh (khoảng 550 tỷ) mặc dù đưa vào hoạt động cuối năm 2011 song vẫn chưa được ghi nhận giá trị của dự án do một số điều kiện chuyển giao theo quy định của hợp đồng chưa được đáp ứng đầy đủ. BVSC giả định tính pháp lý của việc chuyển nhượng sẽ hoàn tất trong năm nay. Do vậy, chi phí khấu hao 2012 ước tính sẽ tăng khoảng 53 tỷ đồng.

Một số chỉ tiêu dự báo của HT1 năm 2012			
Chỉ tiêu	2011	2012	% thay đổi
Doanh thu (tỷ đồng)	5.281	5.883	11,4%
Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)	3,97	4,08	2,8%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	-9	9	-

Nguồn: BVSC ước tính

4. Định giá cổ phiếu.

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu HT1, kết quả cho ra giá trị cổ phiếu HT1 là **6.100 đồng/cổ phần**. Mức giá này được tính toán trên một số giả định chính:

- ❑ **Sản lượng tiêu thụ.** Tình trạng thừa công suất của ngành xi măng sẽ tiếp tục còn kéo dài, ít nhất trong vòng 5 năm tới. Trong ngắn hạn 2012-2013, sự đình trệ của các dự án bất động sản khiến cho nhu cầu tiêu thụ xi măng không có sự tăng trưởng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng sự lạc quan hơn vào các chính sách mở rộng thị trường và chiến lược sản phẩm của Vicem Hà Tiên so với tình trạng chung của ngành. Chúng tôi dự báo công ty có thể đạt được tốc độ tăng trưởng sản lượng khoảng 5,1%/năm trong giai đoạn 2012-2016.
- ❑ **Năng lực sản xuất.** Công suất của Vicem Hà Tiên sẽ tăng lên 4 triệu tấn clinker/năm và 6,6 triệu tấn xi măng/năm sau khi dự án Hà Tiên 2.2 đi vào hoạt động. Chúng tôi cho rằng sẽ không phát sinh thêm khoản đầu tư TSCĐ lớn nào trong các năm tới bởi nhu cầu thị trường không tăng trưởng mạnh trong khi công suất khả dụng vẫn còn. Do vậy, chúng tôi tạm thời không tính đến dự án nhà máy Bình Phước giai đoạn 2 vào trong mô hình định giá.
- ❑ **Chi phí tài chính & khấu hao.** Giai đoạn 2012-2016, dòng tiền chi trả cho các khoản lãi vay & chi phí khấu hao sẽ tương đối lớn, trong đó chi phí khấu hao ước tính vào khoảng 600 tỷ đồng/năm, chi phí tài chính sẽ giảm dần qua các năm do không phát sinh thêm các khoản vay mới. Bên cạnh đó, sự ổn định của tỷ giá EUR/VND cũng sẽ giúp cho các khoản lỗ trích lập tỷ giá ổn định hơn.
- ❑ Phương pháp chiết khấu dòng tiền được sử dụng là FCFF, phù hợp với các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao và sẽ giảm dần theo thời gian của Vicem Hà Tiên.

Kết quả định giá			
Phương pháp định giá	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFF	6.100	100%	6.100
Giá bình quân			6.100






KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Mặc dù là một doanh nghiệp lớn trong ngành và có thị phần lớn nhất khu vực phía Nam nhưng hoạt động của Vicem Hà Tiên chúng tôi đánh giá sẽ có hiệu quả không cao do phải gánh chịu chi phí lãi vay và chi phí khấu hao khổng lồ. Lợi nhuận sau thuế 2012, 2013 dự báo ở mức lần lượt là 9 tỷ đồng và 40 tỷ đồng. Bên cạnh đó, hoạt động của Vicem Hà Tiên cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro do sử dụng đòn bẩy tài chính quá cao. Triển vọng ngành xi măng trong một vài năm tới được đánh giá cũng sẽ chưa có nhiều điểm sáng do tình trạng cung vượt quá cầu khiến áp lực cạnh tranh ngày một gia tăng. Do vậy, việc đầu tư theo cơ bản vào cổ phiếu HT1 chúng tôi cho là sẽ không hấp dẫn trong ngắn hạn, chúng tôi khuyến nghị BÁN đối với cổ phiếu HT1.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

Đánh giá triển vọng. Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

Giải thích ký hiệu	
Biểu tượng	Ý nghĩa
	Lợi nhuận dự báo giảm mạnh trên 30%
	Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo biến động trong biên độ ±5%
	Lợi nhuận dự báo tăng nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo tăng mạnh trên 30%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường 30%
MUA	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 15-30%
NẮM GIỮ	Giá kỳ vọng không cao hơn và cũng không thấp hơn 15% giá thị trường
BÁN	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường từ 15-30%
BÁN MẠNH	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường 30%



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080

Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (84 8) 3 914 6888

Fax: (84 8) 3 914 7999

Chuyên viên phân tích:

Lưu Văn Lương

luuvanluong@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Phạm Thành Thái Linh

phamthanhthailinh@baoviet.com.vn