

**Khuyến nghị**

Giá mục tiêu (1 năm) (VND)	18,500
Giá hiện tại (VND)	14,300
Lợi nhuận kỳ vọng (1 năm)	29%

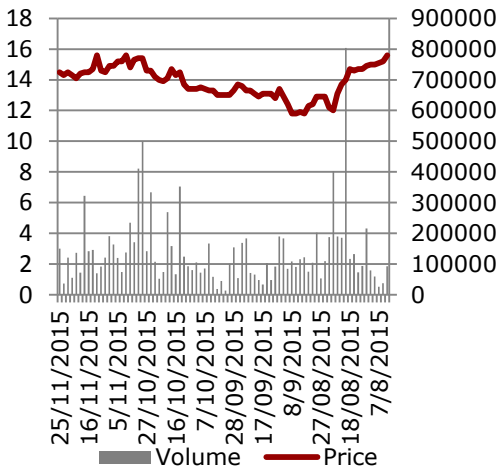
**MUA**

Giá mục tiêu (1 năm) (VND)	18,500
Giá hiện tại (VND)	14,300
Lợi nhuận kỳ vọng (1 năm)	29%

**Khuyến nghị:**

Chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu của BCC ở mức giá 18,500 đồng. Giá hiện tại của BCC là 14,300 đồng. Do đó chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua cổ phiếu này với tầm nhìn đầu tư 1 năm, lợi nhuận kỳ vọng 29%.

**ĐỒ THỊ GIÁ**



**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

Giá hiện tại (VND):	14,300
EPS (VND):	3,093
P/E:	4.8
Giá trị sổ sách (VND):	14,350
Hệ số beta:	1.02
KLGD trung bình:	142,217
KLCP đang niêm yết:	95,661,397
KLCP đang lưu hành:	95,661,397
Vốn hóa (Tỷ VND):	1,387.09

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

Tổng công ty Xi Măng VN	73.15%
KITCM Fund	5.02%
Công ty bao bì Bỉm Sơn	0.17%
Lê Huy Quân	0.12%

**THÔNG TIN LIÊN LẠC**

Phường Ba Đình, Thị xã Bỉm Sơn, Thanh Hóa

Tel: +84 (037) – 382 4242

Fax: +84 (037) – 382 4046

Website: <http://www.ximangbimson.com.vn>

**Điểm nổi bật:**

- ❖ **BCC là doanh nghiệp sản xuất xi măng lớn với sản lượng tiêu thụ chiếm 8% thị phần nội địa.** Trong Việt Nam, sản lượng của BCC đứng thứ 4 chỉ sau HT1, Holcim và Nghi Sơn.
- ❖ **BCC đã hoàn tất khoản phân bổ lỗ tỷ giá vào quý IV năm 2014 của đây chuyên số 3.** Khoản phân bổ lỗ tỷ giá này đã ảnh hưởng mạnh làm tăng chi phí của BCC trong các năm từ 2009 đến 2014. Từ năm 2015 trở đi, lợi nhuận của BCC kỳ vọng sẽ tăng 58 tỷ đồng do không phải ghi nhận khoản này nữa.
- ❖ **Ghi nhận khoản lãi lớn do lãi chênh lệch tỷ giá.** Theo chuyên gia của ngân hàng Deutsch Bank nhận định, giá trị đồng EUR sẽ còn giữ giá trị thấp trong 2 năm nữa ở mức 0.85 USD/EUR, như vậy BCC kỳ vọng sẽ tiếp tục ghi nhận khoản lãi này.
- ❖ **Chi phí bán hàng giảm 44.3%, chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 8.7% trong quý II năm 2015.** Vì doanh nghiệp đang giảm bớt thị trường xuất khẩu trong khi chi phí bán hàng được BCC trích lập ra chỉ để phục vụ cho riêng mảng này. Việc giảm bớt xuất khẩu và gia tăng thị trường trong nước là một việc tích cực vì biên lợi nhuận ròng của mảng nội địa lớn hơn.
- ❖ **Lợi nhuận của công ty 95% đến từ xi măng và clinker.** Lợi nhuận 2015 dự kiến tăng 137% (hiện nay, bất động sản đã tăng trưởng 25.6% so với đầu năm 2015).

**Điểm hạn chế:**

- ❖ **BCC phải cạnh tranh nhiều hơn do có nhiều nhà máy xi măng được xây dựng lân cận như Tam Điệp, Pomihoa...** Trước đây, BCC có lợi thế vì vị trí địa lý gần những nguồn nguyên liệu chất lượng cao. Nhưng gần đây, có nhiều công ty xi măng khác đã xây dựng nhà máy lân cận, đe dọa lợi thế này của công ty.

**Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
<b>DTT (triệu đồng)</b>	4,333,945	3,728,692	3,516,336	3,287,083	2,720,749
<b>+/- yoy</b>	16.23%	6.04%	6.97%	20.82%	12.31%
<b>LNST (triệu đồng)</b>	162,089	-21,618	68,899	49,565	54,681
<b>+/- yoy</b>	-849.79%	-131.38%	39.01%	-9.36%	-72.40%
<b>TTS (triệu đồng)</b>	5,613,103	5,784,880	5,727,615	6,052,784	5,715,147
<b>+/- yoy</b>	-2.97%	1.00%	-5.37%	5.91%	6.43%
<b>VCSH (triệu đồng)</b>	1,471,122	1,148,732	1,143,594	1,034,899	1,008,305
<b>+/- yoy</b>	28.06%	0.45%	10.50%	2.64%	-11.66%
<b>Nợ/TTS</b>	1.26	1.19	1.12	1.17	1.18
<b>LN gộp</b>	915,037	708,946	800,063	877,833	486,857
<b>TS LN gộp</b>	0.21	0.19	0.23	0.27	0.18
<b>TS LN ròng</b>	0.04	-0.01	0.02	0.02	0.02
<b>EPS (đồng)</b>	1,694	-226	720	518	572
<b>ROA</b>	3%	0%	1%	1%	1.00%
<b>ROE</b>	12%	-2%	6%	5%	5.00%

## TỔNG QUAN

### MỤC LỤC

Tổng quan	P03
Hoạt động SXKD	P04
Phân tích ngành	P06
Phân tích tài chính	P07
Triển vọng	P09
Định giá	P10

### Lịch sử thành lập

Ngày 04/03/1980 nhà máy xi măng Bim Sơn được thành lập và sản xuất xi măng theo phương pháp ướt. Nhưng đến ngày 22/12/1981 công ty mới chính thức đi vào hoạt động và tiến hành thương mại. Ngày 12/08/1993, công ty kinh doanh Vật tư số 4 và nhà máy xi măng Bim Sơn hợp nhất, đổi tên thành công ty xi măng Bim Sơn, trực thuộc tổng công ty xi măng Việt Nam (VICEM).

Đến năm 2006, công ty đổi tên thành công ty cổ phần xi măng Bim Sơn và chính thức niêm yết tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội. Từ đó đến nay, BCC mới chỉ trải qua một lần tăng vốn, thông tin chi tiết được trình bày dưới đây:

Thời gian	Vốn điều lệ (Triệu VND)
01/05/2006	900,000
01/07/2008	956,614

### Cơ cấu cổ đông

Cổ đông lớn nhất của BCC là tổng công ty công nghiệp Xi măng Việt Nam. Có công ty mẹ là doanh nghiệp nhà nước lâu đời về ngành vật liệu xây dựng giúp BCC dễ dàng tìm được các mối quan hệ, bạn hàng, đối tác chiến lược với đơn hàng lớn. Và sự thực là đối với thị trường xuất khẩu, những đơn vị là đối tác của BCC đều do công ty mẹ chỉ định xuống.

Tuy nhiên việc tổng công ty công nghiệp Xi măng Việt Nam nắm quá nhiều cổ phiếu cũng khiến cho BCC khó có khả năng tìm kiếm được đối tác đầu tư chiến lược và có những vấn đề chậm chạp trong khâu quản trị.

Cổ đông	Tỷ lệ %	Tính đến ngày
Tổng công ty công nghiệp Xi măng Việt Nam	73.00%	30/06/2015
Công ty cổ phần VICEM bao bì Bim Sơn	0.17%	10/05/2015
Lê Huy Quân	0.02%	30/06/2015

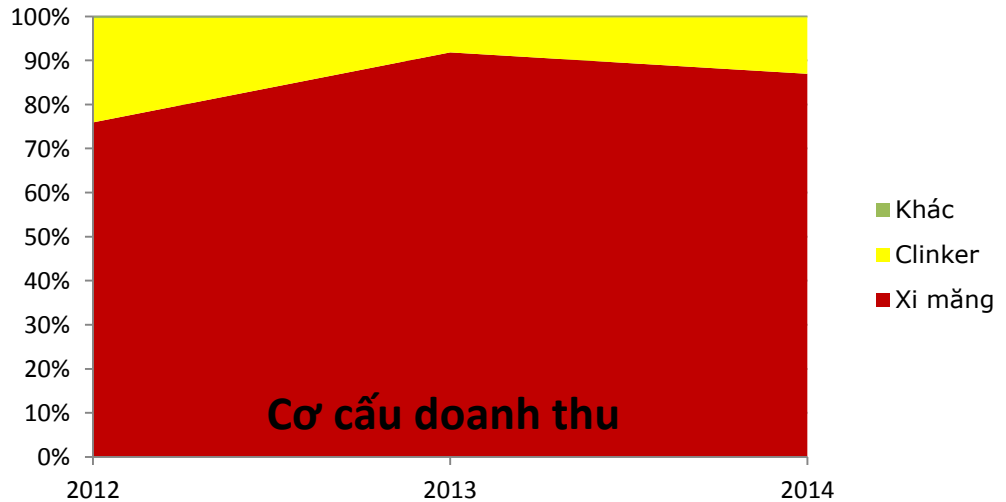
Hiện tại, 92.4% số cổ phiếu đang lưu hành được nắm giữ bởi các nhà đầu tư trong nước, 7.4% còn lại được nắm giữ bởi các nhà đầu tư nước ngoài.

### Ban lãnh đạo

Hội đồng Quản trị	Họ tên	Chức vụ khác
Chủ tịch	Trần Việt Thắng	Tổng giám đốc tổng công ty xi măng Việt Nam
Thành viên	Vũ Văn Hoan	Phó tổng giám đốc BCC
Thành viên	Bùi Hồng Minh	
Thành viên	Ngô Sỹ Túc	Tổng giám đốc BCC
Thành viên	Nguyễn Thế Lập	

## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

### Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp



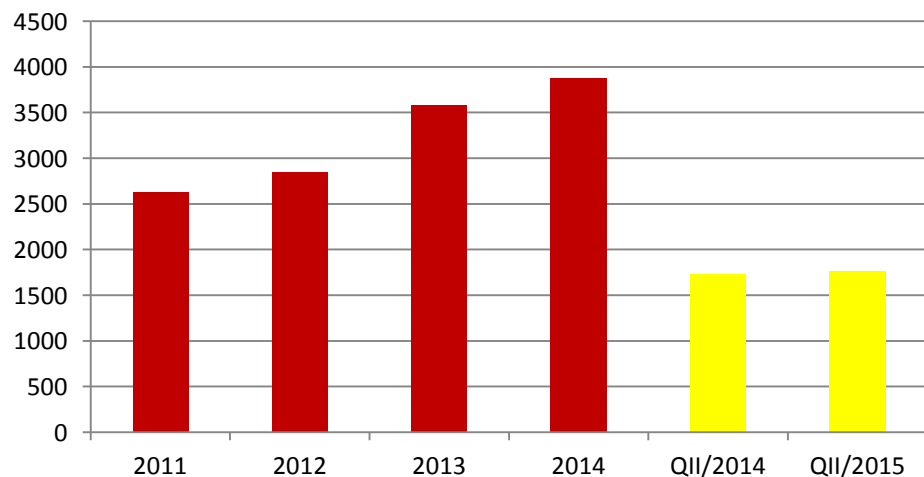
Các hoạt động của BCC có thể phân loại thành 3 nhóm gồm kinh doanh xi măng, clinker và các hoạt động kinh doanh khác như xăng dầu hay thạch cao.

Xi măng là mặt hàng kinh doanh chính, chiếm 87% doanh thu và 89.5% lợi nhuận gộp trong năm 2014.

Doanh thu của mảng xi măng tăng trưởng lần lượt 35.63% và 8.31% vào năm 2013, 2014. Mảng này được dự đoán vẫn sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng tiếp theo của công ty trong thời gian tới với ít nhất là 8% khi mà: (1) thị trường bất động sản đang hồi phục kích thích cầu tiêu thụ năm nay sẽ cao hơn năm trước (2) công ty đang có kế hoạch mở rộng vào thị trường rìa của thị trường miền Nam - một thị trường chiếm 32% cả nước vẫn đang tiếp tục tăng trưởng và ở trong tình trạng thiếu cung.

Dưới đây là chi tiết về hoạt động sản xuất, kinh doanh xi măng của BCC:

### Doanh thu xi măng của BCC



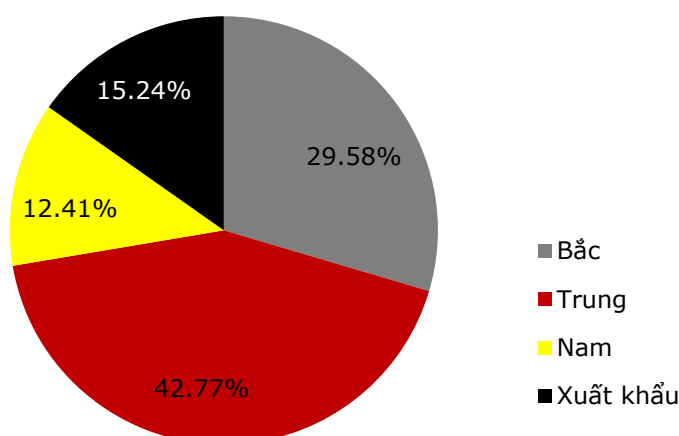
Đơn vị: tỷ đồng

Khác với xi măng, doanh thu của clinker thay đổi thất thường các năm (-65.18% 2013, 84.97% 2014). Sắp tới tỷ trọng của mảng này có thể sẽ giảm khi mà: Clinker xuất khẩu sang một vài quốc gia như Bangladesh, Malaysia, châu Phi, nhưng trong tương lai gần tình hình chính trị của Bangladesh vẫn bất ổn và Malaysia thì không nhập nhiều clinker từ Việt Nam nữa nên cầu clinker sẽ giảm.

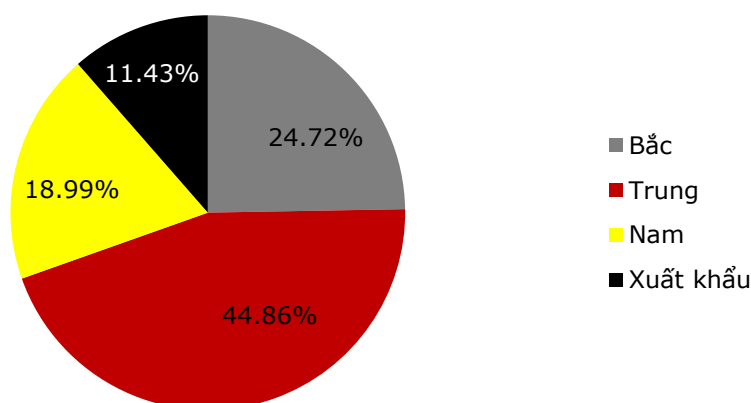
Việc tiêu thụ nhiều xi măng hơn thay vì clinker sẽ khiến cho biên lợi nhuận gộp của BCC cải thiện những năm tới do tỷ suất lợi nhuận gộp của xi măng lớn hơn so với clinker. (Năm 2014, tỷ suất lợi nhuận gộp của xi măng là 24% trong khi của clinker chỉ là 18%).

## Thị trường tiêu thụ

### Cơ cấu doanh thu các địa bàn 2013



### Cơ cấu doanh thu các địa bàn 2014



Thị trường tiêu thụ chính và hoạt động chính của BCC vẫn là miền Trung khi chiếm hơn 42% tỷ trọng tổng doanh thu cả 2013 và 2014. Nguyên do là bởi mỏ khai thác và nhà máy sản xuất của BCC được đặt tại Thanh Hóa, việc tập trung khai thác thị trường ở đây sẽ giúp công ty tiết kiệm chi phí vận chuyển dẫn tới duy trì biên lợi nhuận ròng ở mức cao. Thị phần tiêu thụ của BCC ở miền Trung là hơn 10% và được dự đoán sẽ giữ nguyên trong thời gian tới, sản lượng tiêu thụ của BCC ở khu vực này khoảng 1.5 triệu tấn/ năm.

Cơ cấu doanh thu của BCC đang có xu hướng tập trung vào khu vực miền Nam giảm bớt tỉ trọng ở khu vực xuất khẩu và miền Bắc xuống. Nguyên do là bởi : (1) thị trường miền Bắc là nơi tập trung phần lớn các mỏ đá vôi dẫn tới nguồn cung ở đây dồi dào nhiều hơn hẳn so với lượng cầu, (2) trái ngược với miền bắc thì thị trường miền Nam còn rất tiềm năng khi mà cầu vẫn đang nhiều hơn cung dẫn tới, (3) thị trường xuất khẩu clinker đang giảm, (4) giá bán ở miền nam phổ biến ở mức 1,430,000 – 1,850,000 đồng/tấn đem lại lợi nhuận cao hơn tương đối so với miền bắc và miền trung khi giá bán ở khu vực này dao động từ 1,050,000 đến 1,550,000 đồng/tấn. Tuy nhiên lượng hàng này chỉ có thể tiêu thụ được ở các vùng rìa là Quảng Nam, Quảng Ngãi và Bình Định. Đối với khu vực xa hơn thì BCC không thể cạnh tranh nổi vì chi phí vận chuyển quá lớn.

Việc chuyển dịch cơ cấu doanh thu vùng miền của công ty những năm qua được dự đoán sẽ tiếp tục trong tương lai khi mà tiềm năng của thị trường miền Nam chưa được khai thác hết.

### Công nghệ sản xuất xi măng

Về công nghệ sản xuất xi măng có công nghệ lò đứng và lò quay, phương pháp sản xuất ướt và khô. So với phương pháp ướt, phương pháp lò quay khô tiết kiệm 50% nhiệt năng, 24% điện năng, 80% vật liệu nghiền và tăng năng suất lao động gần 7 lần. Với những ưu điểm liệt kê, sử dụng phương pháp này khiến giá vốn của công ty

chỉ bằng 1/2 so với phương pháp ướt.

Năm 1994, khi 36/40 dây chuyền sản xuất trên cả nước đều sử dụng công nghệ lò đứng lạc hậu thì BCC là một trong những công ty tiên phong chuyển từ phương pháp ướt sang sản xuất theo phương pháp khô, góp phần đưa BCC trở thành một trong những doanh nghiệp đứng đầu.

Năm 2007, công ty bắt đầu khởi công xây dựng lò nung số 3 do hãng IHI Nhật Bản thiết kế, kỹ thuật theo công nghệ tự động hóa cao. Công ty đưa vào vận hành tổng cộng 3 dây chuyền sản xuất có tổng công suất khoảng 3,8 triệu tấn/năm, tăng tổng công suất lên hơn 5 lần so với 2 dây chuyền trước đó. Việc bổ sung dây chuyền mới đã đưa nhà máy xi măng Bim Sơn trở thành nhà máy công nghệ đạt trình độ tiên tiến trên thế giới, có tầm ảnh hưởng lớn tới thị trường xi măng nội địa.

Tuy nhiên hiện nay, công nghệ sản xuất xi măng không có nhiều thay đổi điều này dẫn tới nhìn chung mặt bằng của các nhà máy trong Việt Nam đều cho chất lượng xi măng tương đương nhau.

#### **Chi phí nguyên vật liệu**

Nguyên vật liệu chính trong quá trình sản xuất xi măng là: clinker. Giá bán xi măng tại xưởng trung bình là 1,240,000 đồng trong đó clinker chiếm khoảng 650,000 đồng. (tùy từng loại clinker, tỷ lệ trộn clinker dao động từ 56% – 90%)

Mỏ đá vôi Yên Duyên, huyện Hà Trung có diện tích 1.000 ha và có trữ lượng 3.000 triệu tấn, cách nhà máy của công ty chỉ 2.6 km.

Mỏ đất sét mà công ty đang sở hữu gồm Tam Diên và Cổ Đam. 2 mỏ này đều có diện tích 200 ha, nhưng mỏ Tam Diên có trữ lượng 240 triệu tấn còn Cổ Đam là 60 triệu tấn.

BCC sở hữu những mỏ đá vôi và đất sét gần nhà máy sản xuất có trữ lượng dồi dào và chất lượng tốt, hai nguyên liệu cần thiết để sản xuất được xi măng cho chất lượng cao. Điều này giúp công ty giảm chi phí vận chuyển, chi phí sản xuất 1/2 so với trung bình ngành. Đây được coi là lợi thế cạnh tranh của BCC.

#### **Các chi phí khác**

Trong chi phí sản xuất clinker thì than chiếm khoảng 50% chi phí sản xuất còn điện chiếm từ 12% đến 13%. Hiện nay ngành than được dự báo sẽ trong tình trạng thiếu cung vào những năm tới khi mà nhu cầu nhiệt điện tăng cao. Việc này làm cho chi phí sản xuất của BCC nói riêng và toàn ngành xi măng nói chung dự đoán tăng lên khoảng 5 đến 7%.

#### **Công suất clinker và các trạm nghiền**

Tổng công suất tất cả các trạm nghiền khoảng 4 triệu tấn/ năm. Trong đó, Công suất tại thị trường miền Trung (Thanh Hóa) là lớn nhất, 3.25 triệu tấn/ năm. Trạm nghiền tại Quảng Trị và Trạm nghiền Đại Việt có công suất lần lượt là 0.5 triệu và 0.25 triệu tấn/năm.

Trên thị trường xi măng nội địa, xi măng của BCC tiêu thụ với sản lượng đứng thứ 2 VICEM và đứng thứ 4 trong toàn ngành. Lượng tiêu thụ ước tính khoảng gần 3 triệu tấn một năm. Sản lượng của BCC chiếm 8% thị phần nội địa.

Tính đến hết năm 2014, trạm nghiền Đại Việt mới sử dụng 30% tổng công suất do gặp phải vấn đề biểu tình của dân địa phương. Trạm nghiền này sẽ tiếp tục tăng công suất vì BCC định hướng sử dụng để phục vụ cho thị trường miền Trung và Tây Nguyên.

### **PHÂN TÍCH NGÀNH**

#### **Những yếu tố hỗ trợ như lãi suất, tỷ giá, tín dụng cũng tạo thuận lợi cho sự phát triển của ngành.**

Lãi suất năm 2015 giảm là yếu tố hỗ trợ đối với lợi nhuận của các doanh nghiệp xi măng. Đặc thù của các doanh nghiệp xi măng là sử dụng nhiều nợ vay vì thế nếu lãi suất tăng cao sẽ tạo áp lực tài chính lớn cho các doanh nghiệp này.

Đồng EURO giảm giá cũng là một yếu tố rất tích cực. Lý do là vì các doanh nghiệp trong ngành xi măng thường có các khoản vay bằng đồng EURO vì thế đồng tiền này giảm giá đã giúp các doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận lớn đột biến sau khi điều chỉnh chênh lệch tỷ giá. Trong 2 năm tới, theo đánh giá của các chuyên gia, đồng EUR vẫn tiếp tục giữ ở mức giá thấp nên vẫn có ảnh hưởng tích cực.

Tín dụng cho bất động sản ngày càng tăng là điều kiện thuận lợi đẩy mạnh nhu cầu mua bất động sản của người dân. Ngoài gói hỗ trợ tín dụng 30,000 tỷ đồng của Chính phủ, các ngân hàng cũng đang tích cực cho vay mua nhà đến 70% giá trị căn nhà với lãi suất hợp lý, khoảng 8% một năm. Bất động sản được đánh giá là đang trong đà phát triển, thúc đẩy tăng trưởng của ngành vật liệu xây dựng.

### **Ngành bất động sản ấm lên tạo tăng trưởng cho ngành vật liệu xây dựng nói chung và ngành xi măng nói riêng.**

Cụ thể, trong năm 2015, giao dịch bất động sản tăng, trong 6 tháng đầu năm đã ghi nhận 9,250 giao dịch thành công, gấp 2 lần so với 6 tháng đầu năm ngoái, các giao dịch trải đều ở các phân khúc bình dân và cao cấp. Tồn kho bất động sản trên cả nước còn 65,273 tỷ, giảm 2,170 tỷ so với 2014. 6 tháng đầu năm 2015, Bất động sản hút 465 triệu USD vốn FDI, chiếm 8.5% tổng FDI).

Nguyên nhân cho sự ấm lên của thị trường bất động sản phần lớn là do tác động tích cực của Luật doanh nghiệp và luật đầu tư (sửa đổi). Luật sửa đổi mở rộng lĩnh vực đầu tư kinh doanh cho doanh nghiệp bất động sản nên tăng khả năng hoạt động cho họ. Hơn nữa, luật Nhà ở (sửa đổi) (Có hiệu lực từ 1/7/2015) không giới hạn diện tích căn hộ giao dịch và không hạn chế số lượng nhà mua của người nước ngoài cũng là một cách mở rộng cầu. Ngoài ra chính phủ tập trung đầu tư xây dựng các công trình trọng điểm như giao thông, thủy điện, nhà ở xã hội ... và nhu cầu xây dựng của người dân tăng lên nhất là vào những tháng cuối năm khi hàng loạt các công trình được khởi công là những yếu tố tích cực của bất động sản.

Theo đánh giá của chuyên gia đầu tư, bất động sản sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong 2 năm tới vì các bộ luật mới sửa đổi bên trên vẫn có tác động tích cực tới thị trường. Thêm nữa, nền kinh tế đã và sẽ tăng trưởng ổn định. Năm 2014, tăng trưởng GDP đạt mức 5.98%, vượt xa kế hoạch và các dự báo trước đó. Mức tăng trưởng này cũng cao hơn mức 5.42% và 5.25% của năm 2013 và 2012.

Sự hồi phục của này ngoài tăng cường sức mua còn củng cố niềm tin về nền kinh tế của người tiêu dùng, giúp vật liệu xây dựng được hưởng lợi.

### **Xuất khẩu có tiềm năng và sẽ là động lực phát triển trong tương lai.**

Thị trường xuất khẩu của xi măng Việt Nam khởi sắc vào 6 tháng đầu năm 2015. Cụ thể, sản lượng xi măng xuất khẩu năm 2015 đã tăng lên so với sản lượng clinker xuất khẩu các năm trước đó. Xuất khẩu 8 tháng đầu năm 2015 ước đạt 10.9 triệu tấn, bằng 117% so với 8 tháng đầu năm 2014, đạt 57.3% kế hoạch năm 2015.

Đây là một hướng mở rộng đúng đắn vì trong nước, cung xi măng đang nhiều hơn cầu. Theo thống kê trên cả nước ta có khoảng 100 nhà máy xi măng với công suất 60 triệu tấn một năm trong khi nhu cầu tiêu thụ trong nước chỉ khoảng 50 triệu tấn. Trên thực tế, trong 8 tháng đầu năm việc xuất khẩu này vẫn gặp nhiều thuận lợi. Tuy nhiên, các doanh nghiệp xi măng vẫn cần tăng chất lượng sản phẩm để tăng lợi thế cạnh tranh.

**Lượng tồn kho còn nhiều nhưng điều này không đáng lo ngại.** Lượng tồn kho cuối tháng 6 năm 2015 được ghi nhận là 2.89 triệu tấn tuy nhiên lượng tồn kho này chủ yếu là clinker có khả năng bảo quản trong vòng 6 tháng, không như tồn kho xi măng thành phẩm chỉ có khả năng bảo quản trong vòng 3-4 tháng. Và lượng tồn kho này được dự báo là sẽ giảm vào những tháng cuối năm khi nhu cầu xây dựng tăng lên.

## **PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH**

### **Kết quả hoạt động kinh doanh**

<b>Đơn vị: Triệu đồng</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Doanh thu thuần	2,720,749	3,287,083	3,516,336	3,728,692	4,333,945
+/- yoy	12.31%	20.82%	6.97%	6.04%	16.23%
Lợi nhuận gộp	486,857	877,833	800,063	708,946	915,037
Lợi nhuận từ HĐKD	59,654	47,726	91,113	-33,411	201,888
Lợi nhuận sau thuế	54,681	49,565	68,899	-21,618	162,089
+/- yoy	-72.40%	-9.36%	39.01%	-131.38%	849.79%
EPS	572	518	720	-226	1,694

Trong giai đoạn 2011-2013, mặc dù doanh thu vẫn tăng qua các năm nhưng lợi nhuận lại có xu hướng biến động lên xuống lớn. Nguyên nhân là do tình hình thị trường khó khăn nhưng công ty vẫn phải sản xuất để giảm chi phí cố định. Việc có nhiều hàng tồn kho nhưng cầu lại ít do đó công ty phải giảm giá bán khiến biên lợi



nhuận gộp giảm từ 26.7% năm 2011 xuống 22.8% năm 2012 và 19.01% năm 2013.

Năm 2014, biên lợi nhuận này đã tăng lên đáng kể (21.1%) là do trong tháng 10 năm 2014, giá bán xi măng tăng 20.000 đến 50.000 đồng/tấn để bù đắp một phần chi phí vận chuyển tăng lên. Trong tương lai, biên lợi nhuận này sẽ tiếp tục tăng trưởng vì như đã dự báo cầu thị trường tăng lên khiến doanh thu và giá bán đều tăng.

Doanh thu năm 2014 tăng trưởng 16.23% và lợi nhuận sau thuế là hơn 162 tỷ, thay vì âm như năm 2013.

### **Cập nhật chi phí quản lý và bán hàng**

Chi phí quản lý và chi phí bán hàng Q2/2015 giảm mạnh, chi phí bán hàng trên doanh thu thuần giảm gần ½ so với quý 1. Lý do là (1) công ty không dùng hình thức khuyến mại như trước nữa mà dùng hình thức chiết khấu; (2) Công ty không xuất khẩu được nhiều nên chi phí vận chuyển, chi phí bán hàng giảm.

Nếu muốn vận chuyển hàng hóa đi bán ở xa BCC phải chiết khấu cho doanh nghiệp vận chuyển và BCC không tính chi phí này nữa. Chi phí vận chuyển chỉ được ghi nhận dành cho thị trường xuất khẩu. Hiện nay, công ty chiết khấu cho việc vận chuyển tới vùng xa nhất là hơn 100,000 đồng/tấn. Tuy nhiên lượng xi măng này rất ít, dưới 5%. Trung bình giá trị chiết khấu và khuyến mại là từ 70,000 đến 80,000 đồng/tấn dao động tùy thời điểm.

### **Chi phí tài chính**

Trung bình từ năm 2011 đến 2014, chi phí lãi vay chiếm xấp xỉ 70%, chi phí phân bổ lỗ trong quá trình sản xuất dây chuyền số 3 là 18% và tỷ trọng chi phí ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá là gần 9%. Đó là 3 khoản chi phí tài chính chủ yếu của công ty 5 năm vừa qua.

#### **(1) Chi phí lãi vay**

2011	2012	2013	2014	QII/2014	QII/2015
425.07	366.81	275.33	221.11	117.85	78.37

Xu hướng của chi phí lãi vay là giảm dần từ năm 2011 đến nay. Trung bình trong giai đoạn từ 2011-2014 chi phí lãi vay giảm 24.54%. Trong 6 tháng đầu năm 2015, chi phí tài chính đã giảm 50.38 so với quý II/ 2014.

Chi phí lãi vay giảm là do: Công ty kiểm soát các khoản vay, giảm vay dài hạn trong khi mặt bằng lãi suất thấp.

	2014	2013	2012	2011
Nợ ngắn hạn	2,703,091	2,391,654	1,884,172	1,697,455
Nợ dài hạn	1,438,890	2,244,493	2,699,849	3,320,430
Tổng nợ	4,141,981	4,636,147	4,584,021	5,017,885

Công ty đã giảm các khoản nợ bắt đầu từ sau năm 2011. Tổng giá trị các món vay dài hạn đã dần được giảm, đặc biệt là trong năm 2014. Tuy nhiên khoản mục nợ ngắn hạn tăng lên là do các khoản nợ dài hạn những năm trước nay đã đến hạn phải trả.

#### **Chi phí lãi vay giảm**

Đặc điểm của các công ty sản xuất xi măng thuộc VICEM là đều có khoản vay lớn bằng đồng EUR, vì vậy những biến động về tỷ giá có thể gây những ảnh hưởng lớn lên chi phí lãi vay của công ty. Đến năm 2014, tỷ giá đồng EUR giảm đã giúp giảm chi phí lãi vay ngoại tệ 2014 của BCC.

Hơn nữa, trong năm 2011, lãi suất cho vay nội tệ tăng lên đột biến. Sau đó, NHNN đã hạ lãi suất để tạo thuận lợi cho các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh và đến năm 2014 thì lãi suất cho vay đã giảm hơn 50% so với năm 2011.

Hiện tại đứng trước mặt bằng lãi suất trong nước thấp, các ngân hàng đàm rậm rịch tăng lãi suất khiến cho chi phí lãi vay của BCC trong những năm tới có khả năng không giảm được nữa mà có thể còn tăng thêm.

#### **(2) Chi phí phân bổ lỗ tỷ giá khi xây dựng dây chuyền sản xuất số 3**

Trong quá trình xây dựng dây chuyền sản xuất số 3, công ty phải chịu một khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá ước tính là 348.8 tỷ đồng. Công ty phân bổ khoản lỗ này bắt



đầu từ năm 2009 và kết thúc vào quý IV năm 2014 (theo quy định của pháp luật Việt nam thì khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá này chỉ được phân bổ tối đa là 5 năm). Vì khoản chi phí này khá lớn nên nó là nguyên nhân làm tăng chi phí tài chính của công ty lên đáng kể trong 5 năm qua. Năm 2014, công ty đã phân bổ nốt 172.21 tỷ

Từ năm 2015, lợi nhuận của BCC sẽ tăng khoảng 70 tỷ đồng do không phải ghi nhận khoản này nữa.

### (3) Lỗ chênh lệch tỷ giá hàng năm của các khoản vay bằng EUR

BCC có những khoản vay dài hạn bằng EUR tại ngân hàng công thương Việt Nam. Lãi và gốc của khoản vay này được trả theo kỳ bán niên. Theo tính toán thì khoản vay này sẽ được hoàn thành chi trả vào năm 2018.

Trong giai đoạn 2011-2013 giá đồng EUR tăng cao nên công ty thường xuyên phải ghi nhận khoản lỗ (thực hiện và chưa thực hiện) do chênh lệch tỷ giá. Cụ thể, trong năm 2011 công ty ghi nhận 59.9 tỷ đồng và năm 2013 công ty ghi nhận 91.47 tỷ đồng tiền lỗ này vào chi phí tài chính. Đây cũng là một khoản gây ảnh hưởng lớn lên lợi nhuận của công ty.

Tuy nhiên đến năm 2014 và 6 tháng đầu năm 2015 tình hình lại thay đổi theo chiều hướng ngược lại. Trong thời kỳ này, đồng EUR mất giá mạnh nên công ty đã ghi nhận khoản lãi tỷ giá khổng lồ. Năm 2014, lãi tỷ giá ghi nhận là 142.88 tỷ đồng và trong quý II năm 2015, công ty ghi nhận khoản lãi 74.58 tỷ đồng. Đây là nguyên nhân lớn nhất khiến lợi nhuận của công ty tăng vọt.

Giá trị đồng EUR sẽ vẫn tiếp tục giữ ở mức giá thấp trong vòng 2 năm nữa và công ty kỳ vọng sẽ tiếp tục được ghi nhận khoản lãi tỷ giá này.

### Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2014	2013	2012	2011
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Chỉ số thanh toán hiện hành	47%	48%	64%	70%
Chỉ số thanh toán nhanh	30%	28%	40%	34%
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.1303	0.0551	0.0485	0.0395
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Vay dài hạn/Tài sản	0.25634	0.38799	0.47137	0.54858
Tài sản cố định/Tài sản	77%	80%	79%	80%
Công nợ/Tài sản	0.73791	0.80142	0.80034	0.82902
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay tổng tài sản	0.76	0.65	0.60	0.56
Vòng quay tài sản ngắn hạn	0.85	3.55	3.15	2.94
Vòng quay vốn chủ sở hữu	0.72	3.31	3.25	3.23
Vòng quay hàng tồn kho	1.47	7.3	6.5	5.1
<b>Tỉ suất sinh lời</b>				
Lãi gộp/Doanh thu	21.11%	19.01%	22.75%	26.71%
Lãi hoạt động/Doanh thu	4.66%	-0.90%	2.59%	1.45%
Lãi trước thuế/Doanh thu	4.74%	-0.71%	2.61%	1.74%
Lãi ròng/Doanh thu	3.74%	-0.58%	1.96%	1.51%
ROA	3%	0%	1%	1%
ROE	12%	-2%	6%	5%

**Khả năng thanh toán:** Khả năng thanh toán của công ty ở mức thấp, trung bình chỉ số thanh toán hiện hành qua 4 năm là 57%, chỉ số thanh toán nhanh là 33%. Mặc dù đặc điểm chung của các công ty trong ngành xi măng là khả năng thanh toán thấp nhưng BCC vẫn thấp hơn trung bình ngành nhiều (Thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh trung bình ngành là 80% và 47%). Do đó công ty vẫn có nguy cơ phải đối mặt với những rủi ro về nợ ngắn hạn.

**Cấu trúc tài chính:** Các công ty xi măng có điểm chung là tỷ lệ nợ trên tổng tài sản cao và điều này được thể hiện rõ tại BCC. Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản luôn duy trì ở mức trên 70%, thậm chí những năm trước năm 2014 tỷ lệ này còn luôn trên mức 80%. So với trung bình ngành thì tỷ lệ này của BCC cao hơn một chút (Trung bình ngành chỉ khoảng từ 72-76%). Vay nợ nhiều như vậy khiến công ty dễ gặp phải rủi ro liên quan đến lãi vay, đặc biệt công ty còn có một khoản vay lớn bằng đồng EUR nên rủi ro tỷ giá cũng là một điều đáng lo ngại.

Tuy nhiên, qua thời gian tới cơ cấu nguồn vốn sẽ thay đổi theo hướng giảm nợ, đặc biệt là giảm nợ dài hạn (Nợ ngắn hạn tăng là do các khoản nợ dài hạn những năm trước nay đã đến hạn trả). Điều này sẽ giúp công ty giảm nguy cơ rủi ro tỷ giá.

**Hiệu quả hoạt động:** BCC có lượng tài sản lớn đặc biệt là tài sản cố định (chiếm gần 80% tổng tài sản). Điều này là do chi phí xây dựng những lò clinker hay trạm nghiền là rất lớn. Ví dụ chi phí đầu tư cho lò nung clinker công suất 6.000 tấn/ngày khoảng 4.000-4.500 tỷ đồng, hay trạm nghiền Đại Việt có tổng số vốn đầu tư xây dựng ban đầu lên đến 600 tỷ đồng.

Vòng quay tổng tài sản của công ty không cao, thấp hơn khoảng 10% so với trung bình ngành. Năm 2014, chỉ số này là 0.76 thấp hơn trung bình ngành là 0.82

**Tỷ suất sinh lời:** Hoạt động kinh doanh sản xuất của công ty giảm mạnh trong giai đoạn 2012-2013. Đặc biệt trong năm 2013, các tỷ số về biên lợi nhuận đều âm (Lãi hoạt động/ doanh thu là 0.9%). Đến năm 2014, khi hoạt động bắt đầu tăng trưởng trở lại và gặp nhiều thuận lợi thì các chỉ số này là tăng trưởng đột biến lên hơn 5 lần so với trung bình của 4 năm trước đó.

#### So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ Số	BCC	HT1	BTS	HOM	VCX	SCJ
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	1,904	6,836	1,123	616	96	191
EPS (VND)	1698	971	1118	609	950	1195
Book Value (VND)	15,131	11,693	10,032	12,820	3,312	15,053
P/E	11.72	22.15	9.21	14.62	3.79	8.2
P/B	1.32	1.84	1.03	0.69	1.09	0.65
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.13	0.07	0.11	0.17	0.02	0.2
TSLD/Nợ ngắn hạn	0.48	0.45	0.4	0.73	0.27	1.71
Vay dài hạn/Tài sản	0.26	0.4	0.3	0.06	0.34	0.16
Vốn vay/Vốn CSH	2.27	1.94	2.46	0.83	7.62	0.43
Công nợ/Tài sản	0.74	0.71	0.76	0.52	0.9	0.48
Công nợ/Vốn CSH	2.86	2.41	3.08	1.09	9.19	0.91
Lãi gộp/Doanh thu	21.10%	19.73%	20.47%	16.25%	15.61%	15.04%
Lãi ròng/Doanh thu	3.75%	4.57%	4.16%	2.41%	3.66%	6.81%
ROE	12.63%	8.93%	12.15%	4.86%	34.67%	8.12%

So với các doanh nghiệp cùng ngành, BCC có mức vốn hóa ở mức cao, đứng thứ 2 tuy nhiên có khoảng cách khá xa với công ty đứng đầu là HT1.

Về tỷ suất sinh lời thì BCC cùng với HT1 và BTS là 3 doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời cao nhất.

#### TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

##### Kết quả Q3/2015

Tháng 9 vừa rồi, công ty tiêu thụ trên 220,000 tấn xi măng. Lợi nhuận chỉ ghi nhận có hơn 3 tỷ là do:

Lý do mưa bão và tháng 7 âm (Ngâu) nên nhu cầu xây dựng rất thấp. Nếu hạch toán thêm lỗ tỷ giá thì có lẽ là chưa có lợi nhuận.

Cùng với đó công ty chưa kịp chốt doanh thu chi phí xuất khẩu nên chưa thể hạch toán vào Q3. BCC sẽ chuyển để hạch toán sang Q4.

Một số hạn chế của BCC vẫn còn tồn tại và được chia sẻ là do cơ chế nhà nước nên thời gian để quyết định, triển khai và thực hiện tốn nhiều hơn so với tư nhân, dẫn tới chi phí cũng tăng.

##### Kỳ vọng Q4/2015

Kết quả kinh doanh kỳ vọng sẽ bù cho quý 3 vì quý 4 nhu cầu xây dựng tăng trưởng trở lại vào dịp cuối năm (theo dõi thêm yếu tố tỷ giá).

Cuối quý 4 công ty kế hoạch sẽ bắt đầu một hệ thống "nghiền - đóng bao" thay cho hệ thống cũ mua của Nga. Hệ thống cũ có chi phí cao, tiêu hao nhiều năng lượng và không sản xuất được những loại xi măng chất lượng cao theo yêu cầu khách hàng.

Dây chuyền mới này sẽ giúp nâng cao hiệu suất, giảm điện năng tiêu thụ, giúp chất lượng xi măng ổn định và tăng công suất lên thêm một triệu tấn.

- Số tiền đầu tư hệ thống này là 700 tỷ đồng trong đó là 60-70% số vốn là đi vay.
- Hiện nay hệ thống này đang trong giai đoạn chọn nhà sản xuất và đấu thầu. Dự kiến cuối năm 2016, đầu 2017 hệ thống sẽ đi vào hoạt động.

Dựa vào phân tích hoạt động sản xuất kinh doanh và các điều kiện chung của ngành vật liệu xây dựng chúng tôi dự báo thời kỳ phát triển của công ty đang tới. BCC có triển vọng sẽ tăng trưởng tốt:

- Nền kinh tế trong nước đã vượt qua thời kỳ khủng hoảng năm 2012-2013 và bắt đầu tăng trưởng trở lại. Bất động sản ấm lên cùng với nhu cầu xây dựng của cả người dân và chính phủ tăng lên là một điểm sáng cho ngành vật liệu xây dựng.

Chi phí tài chính của công ty có xu hướng giảm do công ty đã cắt giảm các khoản vay dài hạn và hoàn tất quá trình phân bổ lỗ. Sau khi hoàn thành việc phân bổ chi phí khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá phát sinh khi xây dựng xây chuyên số 3 năm 2014 thì từ năm 2015, công ty sẽ không phải lo ngại về việc lợi nhuận sẽ giảm mạnh do khoản này nữa. Trong 5 năm từ 2009 đến năm 2014, chi phí tài chính của công ty tăng lên đáng kể là do khoản phân bổ này.

Đơn vị: Triệu đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu	2,246,936	2,163,915	2,158,788	2,180,621	2,129,801	4,926,190
LNST	249,293	276,295	289,490	327,236	328,705	338,923

### **ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ**

Đối với cổ phiếu BCC, chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá là phương pháp DFCF, phương pháp P/E và P/B.

#### **Phương pháp DFCF**

Đơn vị: Triệu đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu	2,246,936.70	2,163,915.19	2,158,788.54	2,180,621.78	2,129,801.14	4,926,190.64
LNST	249,293.38	276,295.40	289,490.25	327,236.01	328,705.90	338,923.08
Chi phí lãi vay	185,573.46	168,051.98	162,634.30	161,933.64	163,169.89	166,135.82
Lãi vay (1-T)	146,603.04	132,761.06	128,481.09	127,927.58	128,904.21	131,247.30
Khấu hao TSCĐ	291,224.67	280,871.56	295,656.07	289,250.77	288,592.80	291,166.55
Dòng tiền tự do (FCFF)	687,121.08	689,928.02	713,627.42	744,414.35	746,202.91	761,336.92
Giá trị hiện tại (NPV)	687,121.08	616,007.16	568,899.41	529,859.43	474,225.44	432,003.02
Giá trị DN sau 2020						2,805,377.96
Giá trị doanh nghiệp						6,113,493.50
Giá trị nợ						4,646,255.06
Số lượng cổ phiếu						95,661,397
Giá trị cổ phiếu (đồng)						15,337.83

#### **Phương pháp P/E và P/B**

	TB ngành	BCC	Giá
P/E	6.6	3,095	20,427
P/B	1.26	13,100	16,506

#### **Khuyến nghị**

Mức giá trung bình của 2 kết quả định giá với tỉ trọng ngang nhau là **18,500** đồng cho mỗi cổ phiếu. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu BCC, tầm nhìn đầu tư 1 năm và lợi nhuận kỳ vọng 50%.

**Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.**



**Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương**

**Chuyên viên Phân tích: Phạm Việt Duy**

**Hội Sở Chính: Tòa nhà Machinco, tầng 3, số 444 Hoàng Hoa Thám, Q.Tây Hồ, TP. Hà Nội**

**Tel:(84-4)35730200**

**Fax: (84-4)35771966**

**Website: <http://www.apec.com.vn>**

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của APECS:**

**VŨ THỊ THU TRANG**

**Trưởng phòng Phân tích**

**[trangvtt@apec.com.vn](mailto:trangvtt@apec.com.vn)**

**Tel:(84-4)3573 0200 – 692**

**PHẠM VIỆT DUY**

**Chuyên viên Phân tích**

**[duypv@apec.com.vn](mailto:duypv@apec.com.vn)**

**Tel:(84-4)35730200–649**