

# BÁO CÁO NGẪN- CTCP XI MĂNG BỈM SƠN (BCC-HNX)

## Báo cáo chi tiết 30/08/2016

Khuyến nghị	<b>Mua</b>
Giá mục tiêu (VND)	20.800
Tiềm năng tăng giá	25,30%
Cổ tức (VND)	
Lợi suất cổ tức	

## Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



## Thông tin cổ phiếu, ngày 30/08/2016

Giá hiện tại (VND)	16.500
Số lượng CP niêm yết	95.661.397
Vốn điều lệ (tỷ VND)	956,61
Vốn hóa TT(tỷ VND)	1.587,98
Khoảng giá 52 tuần (VND)	11.600-19.400
% sở hữu nước ngoài	7,36%
% giới hạn sở hữu NN	49%

## Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2013	2014	2015
EPS (vnd)	-226	1.694	2.722
BVPS (vnd)	11.759	15.127	17.794
Cổ tức (vnd)			300
ROA (%)	-0.58	2.84	4.85
ROE (%)	-2.94	10.96	16.63

## Hoạt động chính

Hoạt động kinh doanh chính của Công ty cổ phần Xi măng Bỉm Sơn (BCC) là sản xuất xi măng bao gồm các loại: Xi măng PCB30, Xi măng PCB40, Clinker. Trong đó, xi măng PCB30 chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng doanh thu hàng năm. Thị trường tiêu thụ chính là Thanh Hóa, Hà Tĩnh, Nam Định, Hà Tây (chiếm khoảng 70% thị phần). Tính trên cả nước, thị phần của công ty vào khoảng 8%. Sản phẩm clinker chủ yếu được tiêu thụ bởi đơn vị liên kết là công ty Thạch cao xi măng và Công ty Xi măng Hải Vân để nghiền và đóng bao tại Quảng Bình và Đà Nẵng.

Nguồn: MBS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH LẠC QUAN

Hoạt động kinh doanh chính của Công ty cổ phần Xi măng Bỉm Sơn (BCC) là sản xuất xi măng bao gồm các loại: Xi măng PCB30, Xi măng PCB40, Clinker. Trong đó, xi măng PCB30 chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng doanh thu hàng năm. Mạng lưới phân phối sản phẩm gồm 1 văn phòng bán hàng trực tiếp tại Nhà máy, 8 chi nhánh tại Hà Tĩnh, Nghệ An, Ninh Bình, Nam Định, Hà Tây, Thái Bình, Sơn La, Thanh Hóa và 1 văn phòng đại diện tại Lào. Thị trường tiêu thụ chính là Thanh Hóa, Hà Tĩnh, Nam Định, Hà Tây (chiếm khoảng 70% thị phần). Tính trên cả nước, thị phần của công ty vào khoảng 8%. Sản phẩm clinker chủ yếu được tiêu thụ bởi đơn vị liên kết là công ty Thạch cao xi măng và Công ty Xi măng Hải Vân để nghiền và đóng bao tại Quảng Bình và Đà Nẵng.

Triển vọng kinh doanh của BCC trong các năm tới được đánh giá tốt khi thị trường bất động sản và Xây dựng được dự báo tiếp tục cải thiện, đặc biệt là tại thị trường Thanh Hóa và các tỉnh Miền Trung. Chúng tôi dự phóng năm 2016 BCC tiêu thụ được khoảng 3,5 triệu tấn xi măng và 800 nghìn tấn clinker, dự kiến doanh thu khoảng 4.360 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 220 tỷ đồng, tương đương EPS 2.300 đồng/cổ phiếu. Biên lợi nhuận ròng ở mức 6,19% tương đương với năm 2015. Chúng tôi đưa ra dự phóng mức lợi nhuận năm 2016 trên cơ sở: công ty thường hoạch toán lợi nhuận vào quý cuối năm và chi phí lãi vay đang tiếp tục giảm mạnh.

## Chỉ tiêu tài chính cơ bản:

Unit: Tỷ VND	2013	2014	2015	2016F
DTT	3.729	4.334	4.153	4.360
LNTT	-26,35	205,39	332,68	282
LNST	-21,62	162,09	260,43	220
EPS (VND)	-226	1.694	2.722	2.300
BVPS (VND)	11.759	15.127	17.794	17.820
ROA (%)	-0,58	2,84	4,85	4,44
ROE (%)	-2,94	10,96	16,63	13,30

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chúng tôi khuyến nghị Mua đôi với cổ phiếu của Công ty Cổ phần Xi măng Bỉm Sơn (BCC) với mức định giá trên cơ sở thận trọng 20.800 đồng/cp, với tiềm năng tăng giá ~25,30% so với 16.500 đồng/cp ngày 30/08/2016 trên cơ sở:**

- Ngành xi măng có diễn biến thuận lợi trong nửa đầu năm 2016
- Xi măng Bỉm Sơn đứng thứ hai VICEM về sản lượng tiêu thụ. Thị trường tiêu thụ chính còn nhiều tiềm năng.
- Chí phí lãi vay đang được kiểm soát qua đó giúp cải thiện đáng kể kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.
- Bỉm Sơn đang sở hữu vùng nguyên liệu chất lượng cao, trữ lượng đủ để công ty hoạt động trong vòng 50 năm
- Triển vọng kinh doanh khả quan trong năm 2016 và những năm tiếp theo.

### ■ Ngành xi măng có diễn biến thuận lợi trong nửa đầu năm 2016

**Tiêu thụ xi măng trong nước tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm.** Theo thống kê của Vụ Vật liệu xây dựng (Bộ Xây dựng), ước tính lượng tiêu thụ 6 tháng đầu năm 2016 của ngành xi măng (bao gồm clinker) đạt 38,77 triệu tấn, tăng 12,4% so cùng kỳ năm trước và đạt 51,01% kế hoạch năm 2016. Trong đó, tiêu thụ xi măng trong nước của cả nước ước đạt 29,92 triệu tấn, tăng 14,8% so với cùng kỳ năm trước. Bên cạnh đó, dù hoạt động xuất khẩu xi măng gặp nhiều khó khăn, nhưng vẫn đạt được số lượng 8,85 triệu tấn, tăng 5% so với cùng kỳ. Trong năm 2016, dự báo nhu cầu tiêu thụ xi măng cả nước đạt khoảng 75 - 77 triệu tấn, tăng từ 4 - 7% so với năm 2015. Tỷ lệ tiêu thụ nội địa năm tới dự báo tăng lên mức 59 - 60 triệu tấn, trong khi lượng xuất khẩu xi măng giảm xuống 16 - 17 triệu tấn.

**Những yếu tố như lãi suất, tỷ giá, tín dụng đang tạo thuận lợi cho sự phát triển của ngành Xi măng nói chung và BCC nói riêng.** Lãi suất 2 năm gần đây giảm là yếu tố hỗ trợ đối với lợi nhuận của các doanh nghiệp xi măng. Đặc thù của các doanh nghiệp xi măng

nói chung và BCC nói riêng là sử dụng nhiều nợ vay nhiều vì thế lãi suất giảm sẽ giảm áp lực tài chính lớn cho các doanh nghiệp. Đồng EUR giảm giá mạnh cũng là một yếu tố rất tích cực. Vì các doanh nghiệp trong ngành xi măng thường có các khoản vay bằng đồng EUR 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 những năm tới, khả năng đồng EUR vẫn tiếp tục giữ ở mức giá thấp nên vẫn có ảnh hưởng tích cực đối với những doanh nghiệp vay nợ bằng EUR như BCC.

**Giá xi măng tiếp tục giữ ổn định trong 6 tháng đầu năm:** Theo báo cáo của Tổng Công ty Công nghiệp Xi măng (Vicem), trong 6 tháng đầu năm 2016, giá xi măng tại các nhà máy trong nước giữ ở mức ổn định. Mặc dù đang trong mùa xây dựng, nhu cầu tiêu thụ xi măng tăng, tuy nhiên do giá nguyên vật liệu đầu vào, chi phí sản xuất cơ bản ổn định nên các nhà máy sản xuất kinh doanh xi măng cơ bản giữ ổn định giá bán.

- **Xi măng Bim Sơn đứng thứ hai VICEM về sản lượng tiêu thụ. Thị trường tiêu thụ chính còn nhiều tiềm năng.**

**Xi măng Bim Sơn đứng thứ 2 VICEM về sản lượng tiêu thụ.** BCC là doanh nghiệp có sản lượng tiêu thụ lớn thứ 2 trong khối VICEM, sau HT1 và đứng thứ 4 cả nước, sau HT1, Holcim và Nghi Sơn. Sản lượng tiêu thụ của BCC chiếm khoảng 6-7% thị phần tiêu thụ nội địa. Năm 2015, sản lượng tiêu thụ công ty chiếm khoảng 10% thị phần tiêu thụ khu vực miền Bắc, sau Chinfon, Bút Sơn và Hoàng Thạch. Ngoài ra, BCC là 1 trong 3 doanh nghiệp dẫn đầu tại miền Trung. BCC cùng với Hoàng Mai và Nghi Sơn là 3 doanh nghiệp dẫn đầu về thị phần tại thị trường miền Trung. BCC chiếm khoảng 11% thị phần với sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 110.000 - 120.000 tấn/tháng, xếp thứ 2 sau xi măng Hoàng Mai.

**Thị trường tiêu thụ chính tiếp tục lạc quan trong năm 2016.** Thị trường chính Thanh Hóa còn nhiều tiềm năng. Mặc dù thị trường BĐS 2016 sẽ đối mặt với một số khó khăn do nguồn tín dụng ngân hàng bị thắt chặt hơn, tuy nhiên tại thị trường lớn nhất của BCC là Thanh Hóa (25% sản lượng tiêu thụ) dự kiến trong giai đoạn 2016-2018 sẽ đón nhận làn sóng đầu tư BĐS của hàng loạt chủ đầu tư lớn như Vingroup (Khu trung tâm hành chính mới, trung tâm thương mại Vincom Center), FLC (Dự án nhà ở hỗn hợp Nam thành phố Thanh Hóa, FLC Complex Thanh Hóa, FLC Sầm Sơn), tập đoàn T&T (khu du lịch sinh thái Tân Dân), HUD (7 dự án nhà ở). Xi măng Bim Sơn với lợi thế vị trí nằm gần thành phố Thanh Hóa và thị xã Sầm Sơn sẽ được hưởng lợi nhiều từ làn sóng đầu tư này.

- **Chi phí lãi vay đang được kiểm soát qua đó giúp cải thiện đáng kể kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.**

Chi phí lãi vay của BCC đang trong xu hướng giảm từ năm 2011 đến nay. Trong giai đoạn từ năm 2011 đến nay, chi phí lãi vay giảm từ 425 tỷ đồng năm 2011 xuống đến nay còn 60,24 tỷ đồng. Năm 2015, chi phí lãi vay đạt 146,62 tỷ đồng giảm 74,94 tỷ đồng so với năm 2014, tương ứng tỷ lệ chi phí lãi vay trên doanh thu thuần được dự phóng ở mức 3,53%. Tính đến 30/06/2016 chi phí lãi vay của BCC là 60,24 tỷ đồng, giảm 18,13 tỷ đồng so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng chi phí lãi vay sẽ tiếp tục được tiết giảm mạnh trong thời gian tới, qua đó giúp cải thiện đáng kể kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Tỷ giá EUR/VND đang trong xu hướng giảm và được dự báo khó tăng mạnh trở lại trong 2 năm tới do nền kinh tế châu Âu cần thời gian hồi phục. Tại thời điểm 30/06/2016, tổng vay nợ EUR của BCC là 244,6 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng năm 2016 công ty sẽ tiếp tục ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá từ việc giảm tỷ giá EUR/VND.

- **Bim Sơn đang sở hữu vùng nguyên liệu chất lượng cao, trữ lượng đủ để công ty hoạt động trong vòng 50 năm**

**BCC đang sở hữu vùng nguyên liệu có chất lượng cao:** Đối với nguyên liệu đá vôi, Công ty hiện đang sở hữu mỏ đá vôi Yên Duyên, nằm trong địa phận huyện Hà Trung, cách công ty khoảng 2,6 km. Công ty được khai thác diện tích 83,7 ha (mỏ này có trữ lượng 3.000 triệu tấn với diện tích 1.000 ha). Vùng núi đá vôi của BCC được đánh giá có chất lượng đồng đều và ổn định, trữ lượng đủ để công ty hoạt động trong hơn 50 năm. Đối với nguyên liệu đất sét, công ty hiện đang sở hữu mỏ Tam Diên với trữ lượng 240 triệu tấn, diện tích 200 ha và mỏ Cổ Đàm với trữ lượng 60 triệu tấn, diện tích 200 ha. Sự ổn định của nguồn nguyên liệu sẽ đảm bảo nhu cầu sản xuất và chiến lược phát triển lâu dài của công ty.

- **Triển vọng kinh doanh khả quan trong năm 2016.**

**Quý 2 lãi 98 tỷ đồng cao gấp hơn 2 lần cùng kỳ do quý này công ty không có khoản lỗ chênh lệch tỷ giá**

Theo đó, doanh thu thuần đạt hơn 1.123 tỷ đồng, tăng 8% so với cùng kỳ năm trước, do giá vốn hàng bán cũng tăng thêm gần 10% nên lợi nhuận gộp của công ty chỉ tăng nhẹ 2% và đạt 216,9 tỷ đồng. Trong kỳ doanh thu hoạt động tài chính đạt hơn 11 tỷ đồng tăng mạnh so

với con số 230 triệu đồng cùng kỳ năm ngoái, trong khi đó, chi phí tài chính giảm mạnh 67% xuống mức 28,5 tỷ đồng chủ yếu do quý này công ty không có khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong khi cùng kỳ khoản lỗ chênh lệch tỷ giá đạt hơn 37,29 tỷ đồng. Sau khi trừ các khoản chi phí, BCC lãi sau thuế hơn 98,4 tỷ đồng, gấp 2,4 lần cùng kỳ năm trước, trong đó, phần lãi của cổ đông công ty mẹ đạt hơn 99,57 tỷ đồng, tăng 136% so với cùng kỳ.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2016, BCC lãi sau thuế đạt hơn 2.199,5 tỷ đồng, tăng 14% so với cùng kỳ năm trước, lợi nhuận sau thuế đạt 119,2 tỷ đồng, giảm 28,4% so với cùng kỳ. Theo kế hoạch kinh doanh năm 2016, BCC đặt mục tiêu doanh thu đạt 4.061 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 260,6 tỷ đồng. Như vậy kết thúc nửa đầu năm 2016 công ty đã hoàn thành 54% kế hoạch doanh thu và 46% kế hoạch lợi nhuận.

Triển vọng kinh doanh của BCC trong các năm tới được đánh giá tốt khi thị trường bất động sản và Xây dựng được dự báo tiếp tục cải thiện, đặc biệt là tại thị trường Thanh Hóa và các tỉnh Miền Trung. Chúng tôi dự phóng năm 2016 BCC tiêu thụ được khoảng 3,5 triệu tấn xi măng và 800 nghìn tấn clinker, dự kiến doanh thu khoảng 4.360 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 220 tỷ đồng, tương đương EPS 2.300 đồng/cổ phiếu. Biên lợi nhuận ròng ở mức 6,19% tương đương với năm 2015. Chúng tôi đưa ra dự phóng mức lợi nhuận năm 2016 trên cơ sở: công ty thường hoạch toán lợi nhuận vào quý cuối năm và chi phí lãi vay đang tiếp tục giảm mạnh.

#### ■ Định giá và khuyến nghị mua cổ phiếu BCC

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BCC với mục tiêu trung và dài hạn, với mức giá hợp lý là 20.800 đồng/cp, dựa trên phương pháp định giá P/E và P/B. Với EPS forward 2016 được dự tính là 2.300 đồng/ cổ phiếu, cổ phiếu BCC đang được giao dịch với PE là 6,82 lần, thấp hơn khá nhiều so với PE của HNX hiện là 13. Trong trung và dài hạn chúng tôi đánh giá việc hoàn thành phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn đầu tư xây dựng dây chuyền mới và lãi chênh lệch tỷ giá với khoản nợ dài hạn còn lại do đồng EUR suy giảm sẽ có tác động đáng kể đến lợi nhuận của doanh nghiệp cũng như triển vọng của cổ phiếu BCC.

Vùng mua hợp lý đối với cổ phiếu BCC là 14.000-15.500 đồng/cp và vùng bán là 19.000-21.000 đồng/cp.

#### ■ Rủi ro đối với doanh nghiệp

- Hiện tại nguồn cung xi măng tại khu vực miền Bắc đang dư thừa, do đó các công ty sản xuất xi măng phải vận chuyển một phần vào miền Nam tiêu thụ và phần khác được xuất khẩu ủy thác qua VICEM. Tuy nhiên, các hoạt động này không mang lại hiệu quả cao do giá bán thấp và chi phí vận chuyển cao.
- Thông tư 06/VBHN-BGTVT quy định về tải trọng, khổ giới hạn đường bộ gây nhiều khó khăn cho các doanh nghiệp xi măng do chi phí vận tải tăng. Chi phí bán hàng BCC trong 6 tháng 2016 đạt hơn 115 tỷ đồng, tăng 20 tỷ đồng so với cùng kỳ.
- Hiện tại, tài sản ngắn hạn của công ty đang nhỏ hơn nợ ngắn hạn dẫn đến rủi ro thanh toán và áp lực trả nợ gốc và chi phí lãi vay hàng năm. 6 tháng đầu năm 2016, chi phí lãi vay là 60,2 tỷ đồng.
- Tại thời điểm 30/06/2016, tổng vay nợ EUR của BCC là 244,6 tỷ đồng và sẽ được trả dần cho đến năm 2018, do đó công ty vẫn chịu những rủi ro về việc biến động lãi suất EUR/VND.

**1. Tổng quan doanh nghiệp**

Công ty Xi măng Bim Sơn (BCC) được thành lập năm 1980 và chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần năm 2006. Hoạt động kinh doanh chính của Công ty là sản xuất xi măng bao gồm các loại: Xi măng PCB30, Xi măng PCB40, Clinker. Trong đó, xi măng PCB30 chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng doanh thu hàng năm. Sản phẩm Xi măng của Công ty đạt công suất 5 triệu tấn xi măng/năm. Mạng lưới phân phối gồm 1 văn phòng bán hàng trực tiếp tại Nhà máy, 8 chi nhánh tại Hà Tĩnh, Nghệ An, Ninh Bình, Nam Định, Hà Tây, Thái Bình, Sơn La, Thanh Hóa và 1 văn phòng đại diện tại Lào.

Thị trường chủ đạo là Thanh Hóa, Hà Tĩnh, Nam Định, Hà Tây (chiếm khoảng 70% thị phần). Tại địa bàn Hà Tĩnh: Xi măng Bim Sơn có uy tín và vị thế rất cao, được tiêu thụ ở tất cả các khu vực trong tỉnh (chiếm 70% - 80% thị phần). Tại địa bàn Nghệ An, công ty chiếm từ 30 - 35% thị phần. Thị phần của công ty tại các địa bàn Thanh Hóa, Ninh Bình, Nam Định, Hà Tây, Sơn La lần lượt là 75%, 40%, 93%, 62% và 38%. Tính trên cả nước, thị phần của công ty vào khoảng 8%. Sản phẩm clinker chủ yếu được tiêu thụ bởi đơn vị liên kết là công ty Thạch cao xi măng và Công ty Xi măng Hải Vân để nghiền và đóng bao tại Quảng Bình và Đà Nẵng.

**Kế hoạch đầu tư đến năm 2018.** Công ty có kế hoạch đầu tư dây chuyền nghiền công suất 1,5 triệu tấn, mức đầu tư 800 tỷ để thay máy nghiền xi măng 2,3,4 sau khi hoàn thành khoản nợ EUR vào năm 2018.

**2. Tình hình hoạt động kinh doanh của Doanh nghiệp**

**Vị thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp trong ngành**

**Xi măng Bim Sơn đứng thứ 2 VICEM về sản lượng tiêu thụ.** BCC là doanh nghiệp có sản lượng tiêu thụ lớn thứ 2 trong khối VICEM, sau HT1 và đứng thứ 4 cả nước, sau HT1, Holcim và Nghi Sơn. Sản lượng tiêu thụ của BCC chiếm khoảng 6,3% thị phần tiêu thụ nội địa. Thị phần tiêu thụ tại khu vực miền Bắc đang giảm. Năm 2015, sản lượng tiêu thụ công ty chiếm khoảng 10% thị phần tiêu thụ khu vực miền Bắc, sau Chinfon, Bút Sơn và Hoàng Thạch. Ngoài ra, BCC là 1 trong 3 doanh nghiệp dẫn đầu tại miền Trung. BCC cùng với Hoàng Mai và Nghi Sơn là 3 doanh nghiệp dẫn đầu về thị phần tại thị trường miền Trung. BCC chiếm khoảng 11% thị phần với sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 110.000 - 120.000 tấn/tháng, xếp thứ 2 sau xi măng Hoàng Mai.

**Thị trường tiêu thụ chính còn nhiều tiềm năng.** Thị trường tiêu thụ chính của BCC là Thanh Hóa và một số tỉnh miền Bắc như Hà Nội, Nam Định, Hà Tĩnh. Ngoài ra, Công ty đang mở rộng thị trường miền Trung. Miền Bắc vẫn là thị trường chủ lực, đặc biệt là tại Thanh Hóa và Hà Nội, Hà Tĩnh. BCC là doanh nghiệp có mức tiêu thụ cao nhất tại miền Trung. Trong năm nay BCC đã bắt đầu khai thác thị trường tại Quảng Ngãi với trạm nghiền xi măng Đại Việt, công suất 1.200 – 1.500 tấn/ ngày, Công ty cho biết trạm nghiền Đại Việt hiện đã tiêu thụ được 30 nghìn tấn xi măng mỗi tháng.

*Thị phần thị trường tiêu thụ của BCC trong năm 2016*

Thanh Hóa	Hà Nội	Nam Định	Nghệ An	Hà Tĩnh	Quảng Bình	Quảng Trị	Huế	Quảng Ngãi
55%	40%	35%	13%	30%	30%	56%	20%	35%

*Nguồn: BCTN BCC*

Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của BCC đang cao thứ hai trong số các công ty Xi măng niêm yết ( sau Xi măng Hà Tiên). 6 tháng đầu năm 2016, BCC ghi nhận kết quả kinh doanh khởi sắc với doanh thu thuần 6 tháng đạt 2199 tỷ đồng (tăng 13,82%yoy), biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ đạt 18,83%. Các chỉ tiêu tài chính của BCC cũng khá tốt so với ngành xi măng.

Về năng lực hoạt động, BCC có vòng quay hàng tồn kho ở mức cao nhất trong các doanh nghiệp cùng ngành, đạt 6,46 lần cho thấy năng lực quản trị tốt, trong khi chỉ số vòng quay khoản phải trả ở mức thấp nhất 4,53 lần thể hiện lợi thế của Công ty trong việc chiếm dụng vốn lưu động.

Mã	TS	VCHS	DT	LNG	Biên LNG	LNR	Biên LNR	ROE	ROA	EPS
BCC	4953	1654	2199	414	18.83%	119	5.41%	7.19%	2.40%	1243
HOM	1809	935	878	134	15.26%	27	3.08%	2.89%	1.49%	375
HT1	11971	4685	3928	793	20.19%	371	9.45%	7.92%	3.10%	1167
BTS	4154	1308	1639	283	17.27%	72	4.39%	5.50%	1.73%	661

*Nguồn: BCTC bán niên 2016*



**Xi măng Bim Sơn đứng thứ hai VICEM về sản lượng tiêu thụ. Thị trường tiêu thụ chính còn nhiều tiềm năng.**

■ **Bim Sơn đang sở hữu vùng nguyên liệu chất lượng cao, trữ lượng đủ để công ty hoạt động trong vòng 50 năm**

BCC đang sở hữu vùng nguyên liệu có chất lượng cao: Đối với đá vôi, công ty hiện đang sở hữu mỏ đá vôi Yên Duyên, nằm trong địa phận huyện Hà Trung, cách công ty khoảng 2,6 km. Công ty được khai thác diện tích 83,7 ha (mỏ này có trữ lượng 3.000 triệu tấn với diện tích 1.000 ha). Vùng núi đá vôi của BCC được đánh giá có chất lượng đồng đều và ổn định, trữ lượng đủ để công ty hoạt động trong hơn 50 năm. Đối với đất sét, công ty hiện đang sở hữu mỏ Tam Diên với trữ lượng 240 triệu tấn, diện tích 200 ha và mỏ Cổ Đàm với trữ lượng 60 triệu tấn, diện tích 200 ha.

■ **Hoạt động kinh doanh tăng trưởng nhờ tiết giảm chi phí hoạt động.**

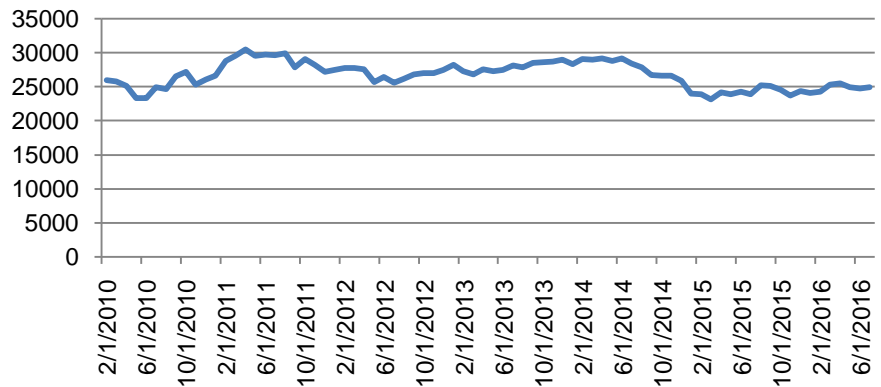
Chi phí lãi vay của BCC đang trong xu hướng giảm từ năm 2011 đến nay. Trong giai đoạn từ năm 2011 đến nay, chi phí lãi vay giảm từ 425 tỷ đồng năm 2011 xuống đến nay còn 60,24 tỷ đồng. Năm 2015, chi phí lãi vay đạt 146,62 tỷ đồng giảm 74,94 tỷ đồng so với năm 2014, tương ứng tỷ lệ chi phí lãi vay trên doanh thu thuần được dự phóng ở mức 3,53%. Tính đến 30/06/2016 chi phí lãi vay của BCC là 60,24 tỷ đồng, giảm 18,13 tỷ đồng so với cùng kỳ.

Do vay nợ nhiều nên kết quả hoạt động kinh doanh của BCC và các công ty xi măng Việt Nam nói chung chịu nhiều ảnh hưởng từ biến động lãi suất. Tỷ lệ chi phí lãi vay trên doanh thu thuần khác nhau giữa các doanh nghiệp xi măng, BCC nằm ở mức trung bình ngành. Chúng tôi cho rằng chi phí lãi vay sẽ tiếp tục được tiết giảm mạnh trong thời gian tới, qua đó giúp cải thiện đáng kể kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

*Chi phí lãi vay đang được kiểm soát qua đó giúp cải thiện đáng kể kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.*

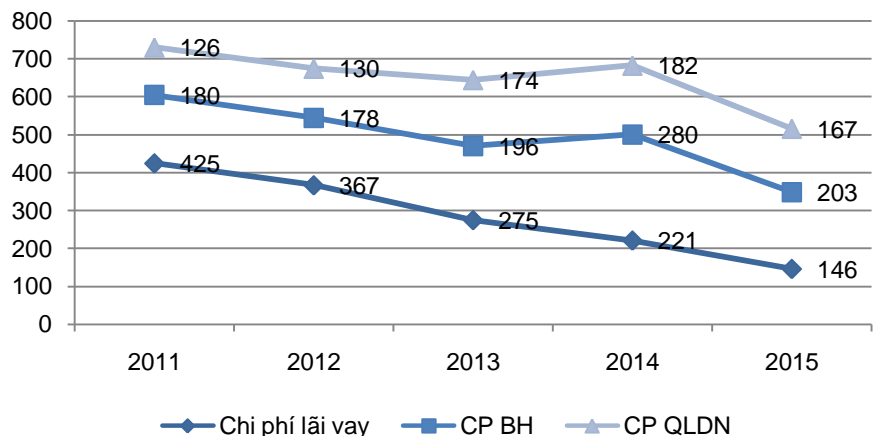
*Tỷ giá EUR/VND đang trong xu hướng giảm và được dự báo khó tăng mạnh trở lại trong 2 năm tới do nền kinh tế châu Âu cần thời gian hồi phục.*

Tỷ giá EUR/VND



Nguồn: Bloomberg

Tỷ giá EUR/VND đang trong xu hướng giảm và được dự báo khó tăng mạnh trở lại trong 2 năm tới do nền kinh tế châu Âu cần thời gian hồi phục. Tại thời điểm 30/06/2016, tổng vay nợ EUR của BCC là 244,6 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng năm 2016 công ty sẽ tiếp tục ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá từ việc giảm tỷ giá EUR/VND.

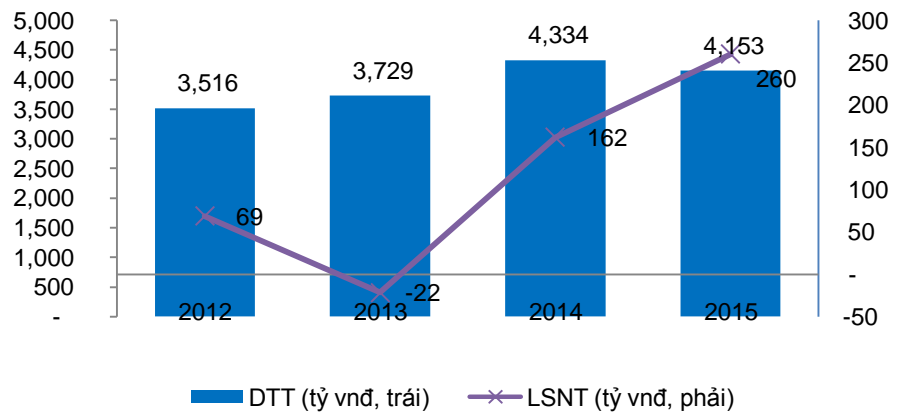


Nguồn: BCTC BCC

Năm 2015, lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh nhờ tiết giảm mạnh các khoản chi phí. Cụ thể, BCC đạt 4.153 tỷ đồng doanh thu giảm 4,2% so với cùng kỳ, tuy nhiên, nhờ tiết giảm các loại chi phí tài chính (-63% yoy), chi phí bán hàng (-28% yoy) và chi phí QLDN (-18% yoy). Kết quả, lợi nhuận sau thuế của công ty tăng mạnh lên 260,42 tỷ đồng, tăng 61% so với cùng kỳ, EPS đạt 2.722 đồng/cổ phiếu.

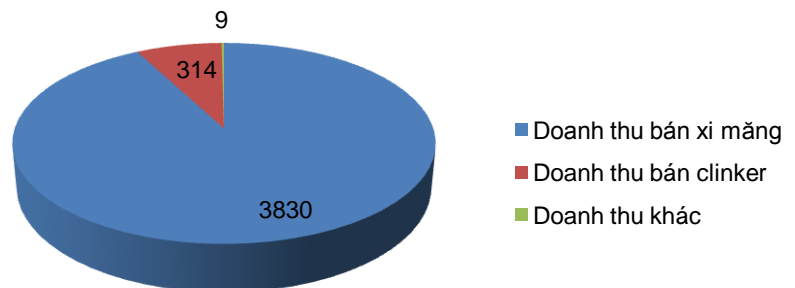
Doanh thu tài chính năm 2015 chỉ đạt 76 tỷ đồng, giảm một nửa so với cùng kỳ. Đáng chú ý liên quan tới khoản nợ bằng EUR, trong năm 2015 BCC đã trả 3 kỳ nợ tương đương 27 triệu EUR thay vì 2 kỳ (18 triệu EUR) như các năm trước. Việc trả nợ trước hạn sẽ giúp BCC giảm thêm chi phí lãi vay trong năm 2016.

**Doanh thu thuần và LNST**



Trong cơ cấu doanh thu của Xi măng Bim Sơn, doanh thu từ bán thành phẩm xi măng chiếm tỷ trọng trên 90% trong những năm gần đây. Năm 2015, doanh thu bán xi măng đạt 3830 tỷ đồng chiếm 92,22% tổng doanh thu cả công ty, tiếp đến là doanh thu từ bán clinker hơn 314 tỷ đồng, doanh thu từ mảng khác đạt hơn 9 tỷ đồng.

**Cơ cấu doanh thu năm 2015**



■ **Triển vọng kết quả kinh doanh năm 2016.**

**Quý 2 lãi 98 tỷ đồng cao gấp hơn 2 lần cùng kỳ do quý này công ty không có khoản lỗ chênh lệch tỷ giá**

Theo đó, doanh thu thuần đạt hơn 1.123 tỷ đồng, tăng 8% so với cùng kỳ năm trước, do giá vốn hàng bán cũng tăng thêm gần 10% nên lợi nhuận gộp của công ty chỉ tăng nhẹ 2% và đạt 216,9 tỷ đồng. Trong kỳ doanh thu hoạt động tài chính đạt hơn 11 tỷ đồng tăng mạnh so với con số 230 triệu đồng cùng kỳ năm ngoái, trong khi đó, chi phí tài chính giảm mạnh 67% xuống mức 28,5 tỷ đồng chủ yếu do quý này công ty không có khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong khi cùng kỳ khoản lỗ chênh lệch tỷ giá đạt hơn 37,29 tỷ đồng. Sau khi trừ các khoản chi phí, BCC lãi sau thuế hơn 98,4 tỷ đồng, gấp 2,4 lần cùng kỳ năm trước, trong đó, phần lãi của cổ đông công ty mẹ đạt hơn 99,57 tỷ đồng, tăng 136% so với cùng kỳ.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2016, BCC lãi sau thuế hơn 2.199,5 tỷ đồng, tăng 14% so với cùng

kỳ năm trước, lợi nhuận sau thuế đạt 119,2 tỷ đồng, giảm 28,4% so với cùng kỳ. Theo kế hoạch kinh doanh năm 2016, BCC đặt mục tiêu doanh thu đạt 4.061 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 260,6 tỷ đồng. Như vậy kết thúc nửa đầu năm 2016 công ty đã hoàn thành 54% kế hoạch doanh thu và 46% kế hoạch lợi nhuận.

Triển vọng kinh doanh của BCC trong các năm tới được đánh giá tốt khi thị trường bất động sản và Xây dựng được dự báo tiếp tục cải thiện, đặc biệt là tại thị trường Thanh Hóa và các tỉnh Miền Trung. Chúng tôi dự phóng năm 2016 BCC tiêu thụ được khoảng 3,5 triệu tấn xi măng và 800 nghìn tấn clinker, dự kiến doanh thu khoảng 4.360 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 220 tỷ đồng, tương đương EPS 2.300 đồng/cổ phiếu. Biên lợi nhuận ròng ở mức 6,19% tương đương với năm 2015. Chúng tôi đưa ra dự phóng mức lợi nhuận năm 2016 trên cơ sở: công ty thường hoạch toán lợi nhuận vào quý cuối năm, chi phí lãi vay đang tiếp tục giảm mạnh.

### 3. Định giá và khuyến nghị

**Chúng tôi dựa trên các phương pháp định giá PE và PB để định giá cổ phiếu BCC.**

So sánh P/E và P/B của BCC với các doanh nghiệp cùng ngành Xi măng như HOM, HT1, BTS. Chúng tôi nhận thấy mức định giá P/E và P/B của Công ty thấp hơn so với mức trung bình ngành Xi măng.

Mã	DT	LNST	EPS	P/E	P/B
BCC	2.199	119	1243	6,82	0,95
HOM	878	27	375	7,08	0,46
HT1	3.928	371	1167	12,29	1,91
BTS	1.639	72	661	15,15	0,79
T.bình				10,34	1,03

Nguồn: MBS tổng hợp

#### Tổng hợp định giá cổ phiếu:

Mã	T.bình	EPS 2016	BookVlue	Giá	Tỷ trọng
Phương pháp P/E	10,34	2.300		23,782	50%
Phương pháp P/B	1,03		17.130	17,644	50%
<b>Giá hợp lý đối với cổ phiếu BCC</b>					<b>20.763</b>

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu BCC với mục tiêu trung và dài hạn, với mức giá hợp lý là 20.800 đồng/cp, dựa trên phương pháp định giá P/E và P/B. Với EPS forward 2016 được dự tính là 2.300 đồng/ cổ phiếu, cổ phiếu BCC đang được giao dịch với PE là 6,82 lần, thấp hơn khá nhiều so với PE của HNX hiện là 13. Trong trung và dài hạn chúng tôi đánh giá việc hoàn thành phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn đầu tư xây dựng dây chuyền mới và lãi chênh lệch tỷ giá với khoản nợ dài hạn còn lại do đồng EUR suy giảm sẽ có tác động đáng kể đến lợi nhuận của doanh nghiệp cũng như triển vọng của cổ phiếu BCC.

**Vùng mua hợp lý đối với cổ phiếu BCC là 14.000-15.500 đồng/cp và vùng bán là 19.000-21.000 đồng/cp.**

**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

Báo cáo kết quả kinh doanh				CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH		
ĐVT: tỷ đồng				2012	2013	2014
	2013	2014	2015			
<b>DT bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	3,893.3	4,453.1	4,153.1	<b>Hệ số về khả năng thanh toán</b>		
Các khoản giảm trừ doanh thu	164.7	119.1	0.0	Hệ số thanh toán hiện thời	0.48	0.47
DTT về bán hàng và cung cấp dịch vụ	3,728.7	4,333.9	4,153.1	Hệ số thanh toán nhanh	0.28	0.30
Giá vốn hàng bán	3,019.7	3,418.9	3,377.9	Hệ số thanh toán tiền mặt	0.05	0.13
<b>LNG về bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	708.9	915.0	775.1	<b>Hệ số về hiệu quả hoạt động</b>		
Doanh thu hoạt động tài chính	9.1	147.9	75.8	Vòng quay các khoản phải thu	8.95	10.22
Chi phí tài chính	381.5	398.5	147.8	Số ngày thu nợ bình quân	40.24	35.23
Trong đó :Chi phí lãi vay	275.3	221.1	146.6	Vòng quay hàng tồn kho	6.49	7.29
Phần lãi/lỗ trong cty liên doanh, liên kết	195.8	280.2		Số ngày tồn kho bình quân	44.06	37.31
Chi phí bán hàng	174.2	182.4	202.6	Vòng quay tổng tài sản	0.67	0.79
Chi phí quản lý doanh nghiệp			167.4	Vòng quay tài sản cố định	0.86	1.05
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	(33.4)	201.9	333.3	Hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu	3.50	3.08
Thu nhập khác	89.5	96.6	15.3	<b>Nhóm đòn bẩy tài chính</b>		
Chi phí khác	82.5	93.3	15.9	Tỷ số Nợ ngắn hạn / Tổng nợ phải trả	19.7%	22.8%
Lợi nhuận khác	7.7	3.3	(0.6)	Tỷ số Nợ vay trên Tổng tài sản	80.3%	77.2%
<b>Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế</b>	(26.4)	205.4	332.7	Tỷ số Nợ trên Tổng tài sản	80.3%	73.8%
Chi phí thuế TNDN hiện hành	1.5	43.1	79.3	Tỷ số Vốn chủ sở hữu trên Tổng tài sản	417.6%	286.2%
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0.0	0.0	0.0	Tỷ số Nợ ngắn hạn/ Vốn chủ sở hữu	41.6%	48.2%
<b>LNST thu nhập doanh nghiệp</b>	(27.8)	162.3	253.4	Tỷ số Nợ vay trên Vốn chủ sở hữu	210.5%	210.8%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	6.2	0.2	(7.0)	Tỷ số Nợ trên Vốn chủ sở hữu	216.0%	186.8%
LNST của cổ đông của Công ty mẹ	(34.0)	162.1	260.4	<b>Nhóm chỉ số Sinh lợi</b>		
<b>TÀI SẢN</b>				Hệ số lợi nhuận gộp	19.0%	21.1%
<b>A. TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	1,142.4	1,282.1	1,107.8	Hệ số lợi nhuận từ HĐSXKD	-0.9%	4.7%
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	131.9	352.3	158.0	Hệ số lợi nhuận khác	0.2%	0.1%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	68.0	6.8	0.0	Hệ số lợi nhuận trước thuế	-0.7%	4.7%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	435.2	435.8	345.2	Hệ số lợi nhuận ròng	-0.9%	3.7%
IV. Hàng tồn kho	476.5	461.5	584.1	Hệ số sinh lời tổng tài sản (ROA)	-0.58%	2.84%
V. Tài sản ngắn hạn khác	30.8	25.7	20.4	Hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)	-2.94%	10.96%
<b>B. TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	4,643.4	4,331.0	4,021.8	Tỷ trọng lợi nhuận khác/ LNNT	-26.8%	1.7%
I. Các khoản phải thu dài hạn	0.0	0.0	0.0	Tỷ trọng lợi nhuận từ HĐSXKD/ LNNT	126.8%	98.3%
II. Tài sản cố định	4,507.2	4,254.4	3,952.3	<b>Nhóm chỉ số đánh giá thu nhập</b>		
III. Bất động sản đầu tư	0.0	0.0	0.0	Thu nhập trên cổ phần (EPS)	226	1,694
IV. Đầu tư tài chính dài hạn khác	20.0	0.0	0.0	Cổ tức trên cổ phần		300
V. Lợi thế Thương mại	15.5	13.9	12.2	Hệ số chi trả cổ tức		
VI. Tài sản dài hạn khác	100.6	62.7	57.3	Mức sinh lời cổ tức		
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	5,785.7	5,613.1	5,129.7	Tăng trưởng cổ tức hàng năm (gD)	0.0%	0.0%
<b>A. NỢ PHẢI TRẢ</b>	4,648.6	4,142.0	3,427.5	Giá trị sổ sách (BV)	11,637	15,127
I. Nợ ngắn hạn	2,404.1	2,703.1	2,689.1			
II. Nợ dài hạn	2,244.5	1,438.9	738.4			
<b>B. VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	1,113.3	1,447.1	1,685.2			
I. Vốn chủ sở hữu	956.6	956.6	956.6			
II. Nguồn kinh phí và quỹ khác	57.0	57.0	57.0			
<b>C. LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ</b>	23.9	24.0	17.0			
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	5,785.7	5,613.1	5,129.7			



**Liên hệ:**

**Trung tâm nghiên cứu:**

Trần Hoàng Sơn

[son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:son.tranhoang@mbs.com.vn)

Đỗ Bảo Ngọc

[Ngoc1.dobao@mbs.com.vn](mailto:Ngoc1.dobao@mbs.com.vn)

Phạm Văn Quỳnh

[Quynh.phamvan@mbs.com.vn](mailto:Quynh.phamvan@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
----------	--

MUA	$\geq 20\%$
-----	-------------

KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
----------	----------------

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
--------------------	------------------

KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
--------------	-------------------

BÁN	$\leq -20\%$
-----	--------------

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu 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.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ 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; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. 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 MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.