



**ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	18.035
Giá thị trường (10/09/2014)	11.400
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (triệu cp)	95.66
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	1091
Giá trị sổ sách/cp	12.890
Sở hữu nước ngoài (%)	1,83%
Giá hiện tại (đ/cp)	11.400
KLTB 10 ngày (cp)	436.146
Giá thấp nhất 52T (đ)	4.800
Giá cao nhất 52T (đ)	11.500
+/- 7 ngày qua	30,59%
+/- 1 tháng qua	35,37%

Chuyên viên phân tích  
Lương Thu Hương  
Email: huonglt@bsc.com.vn  
Tel: + 84 4 39352722 (108)

**BCC MUA MẠNH TRUNG VÀ DÀI HẠN**

Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA MẠNH trung và dài hạn cổ phiếu BCC như báo cáo trước đây ngày 09/12/2013 ([link](#)), và điều chỉnh tăng mức giá mục tiêu kỳ vọng 1 năm lên 18.035 đồng/cp (tăng 58,20% so với mức giá ngày 10/09/2014) dựa trên phương pháp định giá FCFF.

Như đã từng lạc quan với HT1 và cả ngành xi măng, chúng tôi đánh giá bức tranh lợi nhuận cũng như triển vọng của cổ phiếu BCC sẽ được cải thiện mạnh mẽ từ năm 2014. Thêm vào đó, BCC sẽ là trường hợp cổ phiếu có kết quả kinh doanh cải thiện đột biến nhờ yếu tố tỷ giá giống như HT1 và PPC. Với EPS 2014 được dự báo là 1.614 đồng, cổ phiếu BCC đang được giao dịch với PE forward 7,06x, thấp hơn khá nhiều so với PE của HNX hiện là 15,18x. Cụ thể:

(1) BCC sẽ sớm hoàn thành phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn đầu tư xây dựng dây chuyền mới: hiện khoản lỗ này còn khoảng 98,29 tỷ đồng, Công ty cho biết sẽ phân bổ 37 tỷ đồng mỗi quý trong năm 2014 để hoàn thành việc phân bổ này vào đầu năm 2015. Nếu không tính khoản trích lập này thì Lợi nhuận của BCC đã đột biến ngay từ năm 2014.

(2) BCC sẽ hưởng lợi chênh lệch tỷ giá với khoản nợ dài hạn còn lại do đồng EUR giảm giá: theo báo cáo kiểm toán bán niên, tính đến ngày 30/06/2014, BCC còn 64,61 triệu EUR nợ dài hạn. Hiện tại nhiều Ngân hàng lớn đã dự báo đồng EUR sẽ tiếp tục giảm giá, chúng tôi dự tính BCC sẽ có thêm khoản lãi tỷ giá khoảng 73 tỷ đồng trong năm 2014.

(3) Tiêu thụ xi măng nội địa của BCC tiếp tục duy trì ổn định và đứng vị trí thứ 4 cả nước (chỉ sau Holcim, Hà Tiên 1 và Nghi Sơn), theo Hiệp hội xi măng Việt Nam, tiêu thụ nội địa lũy kế đến 18/08/2014 của BCC đạt 1,96 triệu tấn, ủy thác xuất khẩu khoảng 400 nghìn tấn (lũy kế đến tháng 8) với giá 55 – 60 USD/tấn xi măng và 35 – 37 USD/ tấn clinker. Thị trường mới tại khu vực Quảng Ngãi phát triển nhanh với sản lượng tiêu thụ đạt 30.000 tấn/tháng (BCC mới bắt đầu phát triển thị trường này từ đầu năm nay).

**Dự báo KQKD 2014:** Chúng tôi dự báo doanh thu thuần 2014 sẽ đạt 4.838 tỷ đồng (+29,76%/yoy), LNST công ty mẹ BCC đạt 154,41 tỷ đồng (trong khi cùng kỳ 2013 là -21,62 tỷ đồng), EPS 2014 đạt 1.614 đồng/cp và tăng đột biến lên mức 3.253 đồng/cp vào năm 2015 khi công ty đã hoàn thành nghĩa vụ phân bổ lỗ tỷ giá (tỷ giá VND/EUR được tính chéo theo tham khảo dự báo USD/EUR và VND/USD của của Credit Suisse Group, BNP Paribas và Standard Chartered).

Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	6T2014
<b>DTT (tỷ đ)</b>	<b>2,720.75</b>	<b>3,287.08</b>	<b>3,516.34</b>	<b>3,728.69</b>	<b>2,107.77</b>
% tăng trưởng y-o-y	12.31%	20.82%	6.97%	6.04%	
Tổng tài sản (tỷ đ)	5,715.15	6,052.78	5,727.62	5,784.88	5,738.10
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,008.31	1,034.90	1,143.59	1,124.85	1,232.70
Vốn điều lệ (tỷ đ)	956.61	956.61	956.61	956.61	956.61
LN gộp (tỷ đ)	486.86	877.83	800.06	708.95	455.01
LN sau thuế (tỷ đ)	54.68	49.57	68.90	(27.81)	33.21
% tăng trưởng y-o-y	-72.40%	-9.36%	39.01%	-140.36%	
Biên LN gộp	17.89%	26.71%	22.75%	19.01%	21.59%
ROE	5.42%	4.79%	6.02%	-2.47%	2.69%
ROA	0.96%	0.82%	1.20%	-0.48%	0.58%

(Nguồn: BCTC kiểm toán BCC)

**CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH**

BCC là Doanh nghiệp đứng thứ 2 toàn khối Vicem về công suất, chỉ sau Hà Tiên 1. Hiện BCC đang sử dụng 2 lò nung clinker, 5 dây chuyền nghiền xi măng tại Thanh Hóa, 1 trạm nghiền tại Quảng Trị và 1 trạm nghiền tại Quảng Ngãi. Tổng công suất nhà máy tối đa đạt khoảng 5 triệu tấn xi măng/năm.

**BCC chủ lực miền bắc và 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.

**Biên lợi nhuận gộp của BCC đang cao nhất trong số các công ty xi măng niêm yết.** 6 tháng đầu năm 2014, BCC ghi nhận kết quả kinh doanh khởi sắc với doanh thu thuần 6 tháng đạt 2.107,77 tỷ đồng (tăng 16,25%yoy), biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ đạt 21,59%. Các chỉ tiêu tài chính của BCC cũng khá tốt so với ngành xi măng. Dựa trên BCTC bán niên 2014 đã kiểm toán của các doanh nghiệp, khả năng thanh toán của BCC tương đối tốt với hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh đạt lần lượt 0,5 và 0,29. Về năng lực hoạt động, BCC có vòng quay hàng tồn kho ở mức cao nhất trong nhóm, đạt 3,35 cho thấy năng lực quản trị tốt, trong khi chỉ số vòng quay khoản phải trả ở mức thấp nhất (2,33) thể hiện lợi thế của Công ty trong việc chiếm dụng vốn lưu động.

**Bảng so sánh các chỉ tiêu tài chính cơ bản các Doanh nghiệp ngành Xi măng**

1H2014	VCSH (tỷ đồng)	Tổng Tài sản (tỷ đồng)	Current ratio	Quick ratio	Inventory Turnover	AR Turnover	AP Turnover	Biên LN gộp	ROA	ROE
<b>BCC</b>	1,233	5,738	0.50	0.29	3.35	5.40	2.33	21.59%	0.60%	2.78%
<b>HT1</b>	3,319	12,660	0.42	0.16	2.88	8.80	2.33	18.99%	0.10%	0.40%
<b>BTS</b>	927	4,780	0.41	0.23	2.84	4.10	3.15	19.16%	0.18%	0.95%
<b>HOM</b>	872	1,978	0.74	0.37	2.30	4.81	3.76	16.45%	1.25%	2.84%

(Nguồn: BCTC bán niên 2014)

Với triển vọng tiêu thụ xi măng vẫn đang phục hồi, và khoản trích lập dự phòng tỷ giá cho nhà máy sẽ hết chậm nhất là quý I/2015 và khả năng đồng EUR tiếp tục xuống giá so với các đồng tiền chủ chốt do chính sách lãi suất thấp và nới lỏng tiền tệ. Chúng tôi đánh giá BCC sẽ có đột biến mạnh về kết quả kinh Doanh bắt đầu từ quý I/2015.

**Chúng tôi đánh giá Lợi nhuận của BCC sẽ tăng mạnh sau khi hoàn thành phân bổ lỗ tỷ giá.** Khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn đầu tư xây dựng dây chuyền mới sẽ được phân bổ hết trong đầu năm 2015. Theo công văn số 3456/BTC-TCĐN của bộ Tài chính ban hành ngày 26/3/2008, khoản chênh lệch tỷ giá này sẽ được hạch toán thuộc phần vốn chủ sở hữu và phân bổ dần trong thời gian tối đa 5 năm. Tính đến ngày hoàn thành đầu tư xây dựng dây chuyền mới, tổng giá trị khoản lỗ là 348,78 tỷ đồng, công ty cho biết thời gian cuối để hoàn thành việc phân bổ là tháng 5/2015. Hiện tại khoản lỗ chênh lệch tỷ giá còn lại 98,29 tỷ đồng, Công ty dự kiến sẽ phân bổ mỗi quý khoảng 37 tỷ đồng trong năm 2014. Do đó, chúng tôi nhận định Công ty sẽ hoàn thành phân bổ khoản lỗ này trong Q1/2015. Chúng tôi đánh giá việc hoàn thành phân bổ khoản lỗ chênh lệch tỷ giá sẽ có tác động tích cực, cải thiện bức tranh lợi nhuận của doanh nghiệp.

**Doanh thu tài chính của doanh nghiệp được dự báo sẽ tăng đáng kể do đồng EUR đang trên đà suy giảm.** Theo BCTC kiểm toán bán niên, nợ dài hạn của BCC còn khoảng 64,61 triệu EUR; chúng tôi dự tính mức thay đổi tỷ giá trong năm 2014 sẽ giúp BCC có thêm khoản lãi tỷ giá khoảng 73 tỷ đồng (trong khi lãi thuộc về công ty mẹ bán niên 2014 chỉ có 34,24 tỷ đồng). Ngoài ra, trong tuần đầu tháng 9, ECB đã quyết định cắt giảm 10 điểm cơ bản đối với 3 lãi suất điều hành, các mức lãi suất mới sẽ bắt đầu có hiệu lực từ ngày 10/09, do đó, sẽ làm giảm lãi suất Euribor giúp BCC tiết kiệm chi phí tài chính.



**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

**Dự báo KQKD 2014:** Chúng tôi dự báo doanh thu thuần 2014 sẽ đạt 4.838 tỷ đồng (+29,76%/yoy), LNST công ty mẹ BCC đạt 154,41 tỷ đồng (trong khi cùng kỳ 2013 là -21,62 tỷ đồng), EPS 2014 đạt 1.614 đồng/cp và tăng đột biến lên mức 3.253 đồng/cp vào năm 2015 khi công ty đã hoàn thành nghĩa vụ phân bổ lỗ tỷ giá (tỷ giá EUR/VND được tính chéo theo tham khảo dự báo EUR/USD và USD/VND của của Credit Suisse Group, BNP Paribas và Standard Chartered).

Cụ thể như sau:

- **Sản xuất và tiêu thụ xi măng.** Theo quy hoạch tổng thể phát triển ngành VLXD Việt Nam đến năm 2020 và định hướng đến 2030, tiêu thụ trong nước sẽ đạt 56 triệu tấn xi măng và clinker năm 2015 và lên mức 93 triệu tấn vào năm 2020. Chúng tôi nhận định, với thị phần nội địa trên 8% trong những năm gần đây, tiêu thụ nội địa của BCC sẽ đạt khoảng 4 triệu tấn trong năm 2014 và tăng dần lên mức 4,9 triệu tấn vào năm 2018. Giá bán xi măng và clinker cũng già định tăng khoảng 5% mỗi năm.
- **Doanh thu và chi phí tài chính.** Chúng tôi tiến hành dự báo tỷ giá VND/EUR cũng như lãi suất Euribor để đánh giá tác động đến doanh thu và chi phí tài chính của BCC. Với cặp tiền USD/EUR chúng tôi sử dụng dự báo của Credit Suisse Group để dự báo cho giai đoạn 2014 – 2018; với cặp tiền VND/USD chúng tôi sử dụng dự báo của BNP Paribas và Standard Chartered để tính tác động của tỷ giá tới lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp. Với Euribor, chúng tôi để giảm 10 điểm cơ bản so với mức lãi suất hiện tại cho các giai đoạn sau.
- **Kế hoạch đầu tư từ 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. Do đó, chúng tôi cũng phản ánh tác động của kế hoạch đầu tư này trong dự báo chi phí xây dựng cơ bản dở dang năm 2017 và 2018.

*Chúng tôi lưu ý dự báo trên căn cứ trên ước tính thận trọng về đồng EUR tham khảo dự báo của Credit Suisse Group, BNP Paribas và Standard Chartered.*

**ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU BCC**

**Quan điểm đầu tư:** Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA mạnh trung và dài hạn cổ phiếu BCC với mức giá mục tiêu là 18.035 đồng/cp (tăng 58,20% so với mức giá ngày 10/09/2014)** dựa trên phương pháp định giá FCFF. Với EPS 2014 được dự tính là 1.614 đồng, cổ phiếu BCC đang được giao dịch với PE forward 7,06x, thấp hơn khá nhiều so với PE của HNX hiện là 15,18x. 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.

**Định giá theo Phương pháp FCFF:**

Để định giá cổ phiếu BCC, chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF với 2 giai đoạn:

**Giai đoạn 1 (từ năm 2014 – 2018):** Trong giai đoạn này sẽ diễn ra sự chuyển biến rõ rệt trong bức tranh lợi nhuận của BCC khi doanh nghiệp hoàn thành phân bổ lỗ tỷ giá giai đoạn đầu tư vào đầu năm 2015. Ngoài ra



Chúng tôi đặt trọng số mỗi giá định về tỷ giá trong giai đoạn 1 là 50/50, dự báo giá hợp lý trên 1 cổ phiếu BCC sẽ đạt 18.035 đồng/cp, tăng 58,20% so với mức giá 11.400 đồng ngày 10/09/2014.

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Rm	11.75%
Rf	6.33%
beta	1.14
ke	12.51%
kd	6.15%
E/A	24.84%
D/A	75.16%
Tax rate	22%
<b>WACC</b>	<b>6.72%</b>
g	2.50%

(Nguồn: BSC)

với diễn biến đồng EUR mất giá cùng với việc ECB cắt giảm lãi suất sẽ có tác động làm tăng doanh thu tài chính cũng như góp phần tiết kiệm chi phí lãi vay ngoại tệ cho doanh nghiệp.

Dự báo về tỷ giá VND/EUR, chúng tôi tính toán trên cơ sở tham khảo dự báo của 2 cặp tiền VND/USD và USD/EUR của các ngân hàng như sau:

Thứ nhất, Chúng tôi sử dụng dự báo tỷ giá của Credit Suisse Group cho cặp tiền USD/EUR.

Credit Suisse Group forecast					
USD/EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Forecast	1.28	1.22	1.23	1.23	1.23

Thứ hai, Với cặp tiền VND/USD, do hai ngân hàng BNP Paribas và Standard Chartered dự báo, chúng tôi sử dụng cả hai nguồn dữ liệu này cho việc định giá BCC theo hai trường hợp:

**Trường hợp 1:** Sử dụng tỷ giá VND/USD do BNP Paribas dự báo, giá hợp lý trên 1 cổ phiếu BCC sẽ là 17.959 đồng.

BNP Paribas					
	2014	2015	2016	2017	2018
Forecast	21,300	21,600	21,600	21,700	21,700

**Trường hợp 2:** Sử dụng tỷ giá VND/USD do Standard Chartered dự báo, giá hợp lý trên 1 cổ phiếu BCC sẽ là 18.111 đồng.

Standard Chartered					
	2014	2015	2016	2017	2018
Forecast	21,350	21,200	21,100	21,000	20,800

**Giai đoạn 2 (tăng trưởng dài hạn):** với quan điểm cẩn trọng, chúng tôi cho rằng trong dài hạn, công ty sẽ tăng trưởng ở mức 2,5%.

**PHỤ LỤC 1**
**Định giá cổ phiếu BCC theo phương pháp FCFF**
**Trường hợp 1: Lấy tỷ giá VND/USD giai đoạn 2014 – 2018 theo dự báo của BNP Paribas**

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		5.22%	5.72%	6.22%	6.72%	7.22%	7.72%	8.22%
Giá cổ phần	0.0%	10,393	5,843	2,023	(1,232)	(4,039)	(6,484)	(8,634)
	0.5%	15,024	9,605	5,129	1,371	(1,831)	(4,592)	(6,998)
	1.0%	20,755	14,164	8,832	4,430	732	(2,418)	(5,134)
	1.5%	28,027	19,804	13,320	8,075	3,743	105	(2,994)
	2.0%	37,562	26,963	18,872	12,493	7,332	3,071	(509)
	2.5%	50,607	36,348	25,919	17,959	11,682	6,604	2,411
	3.0%	69,541	49,188	35,158	24,897	17,064	10,887	5,890
	3.5%	99,511	67,825	47,798	33,992	23,894	16,186	10,107
	4.0%	154,138	97,326	66,144	46,436	32,848	22,911	15,325
	4.5%	285,111	151,096	95,184	64,497	45,100	31,727	21,947
	5.0%	1,023,805	280,015	148,115	93,086	62,882	43,791	30,629

**Trường hợp 2: Lấy tỷ giá VND/USD giai đoạn 2014 – 2018 theo dự báo của Standard Chartered**

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		5.21%	5.71%	6.21%	6.71%	7.21%	7.71%	8.21%
Giá cổ phần	0.0%	10,532	5,975	2,149	(1,111)	(3,921)	(6,370)	(8,523)
	0.5%	15,171	9,742	5,260	1,496	(1,711)	(4,476)	(6,885)
	1.0%	20,912	14,309	8,968	4,559	855	(2,299)	(5,020)
	1.5%	28,199	19,959	13,463	8,209	3,871	227	(2,877)
	2.0%	37,755	27,132	19,026	12,635	7,465	3,196	(389)
	2.5%	50,835	36,539	26,087	18,111	11,822	6,735	2,535
	3.0%	69,829	49,413	35,346	25,062	17,213	11,025	6,020
	3.5%	99,918	68,109	48,020	34,177	24,057	16,333	10,244
	4.0%	154,837	97,727	66,424	46,654	33,032	23,072	15,471
	4.5%	286,913	151,785	95,579	64,773	45,316	31,909	22,106
	5.0%	1,042,573	281,790	148,794	93,475	63,154	44,004	30,807

(Nguồn: BSC dự báo)



**PHỤ LỤC 2 – Dự báo kết quả kinh doanh**

Sử dụng tỷ giá dự báo của BNP Paribas	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1. Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	3,893.35	5,066.34	5,809.64	6,506.19	6,987.57	7,434.10
2. Các khoản giảm trừ doanh thu	164.66	(227.99)	(261.43)	(292.78)	(314.44)	(334.53)
3. Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	3,728.69	4,838.35	5,548.21	6,213.41	6,673.13	7,099.56
4. Giá vốn hàng bán	3,019.75	3,886.31	4,452.06	4,960.87	5,348.28	5,690.57
5. Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	708.95	952.04	1,096.14	1,252.53	1,324.85	1,408.99
6. Doanh thu hoạt động tài chính	9.13	83.35	42.15	4.72	8.79	8.99
7. Chi phí tài chính	381.45	389.60	234.26	181.54	157.40	89.09
- Trong đó: Chi phí lãi vay	275.33	239.73	207.88	179.52	155.38	87.07
8. Chi phí bán hàng	195.84	290.30	332.89	403.87	400.39	461.47
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	174.20	165.54	189.82	279.60	300.29	319.48
10. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	(33.41)	189.96	381.31	392.23	475.56	547.93
11. Thu nhập khác	89.54	62.33	71.47	80.04	85.96	91.46
12. Chi phí khác	82.48	54.23	62.19	69.65	74.80	79.58
13. Lợi nhuận khác	7.06	8.10	9.28	10.40	11.17	11.88
14. Phân lãi (lỗ thuần) trong công ty liên doanh/liên kết						
15. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	(26.36)	198.05	390.59	402.63	486.73	559.81
16. Chi phí thuế TNDN hiện hành	1.45	43.57	85.93	88.58	107.08	123.16
17. Chi phí thuế TNDN hoãn lại						
18. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	(27.81)	154.48	304.66	314.05	379.65	436.65
18.1 Lợi ích của cổ đông thiểu số	(6.19)	(1.21)	1.24	1.57	1.65	2.16
18.2 Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	(21.62)	155.69	303.42	312.48	378.00	434.49

Sử dụng tỷ giá dự báo của Standard Chartered	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1. Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	3,893.35	5,066.34	5,809.64	6,506.19	6,987.57	7,434.10
2. Các khoản giảm trừ doanh thu	164.66	(227.99)	(261.43)	(292.78)	(314.44)	(334.53)
3. Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	3,728.69	4,838.35	5,548.21	6,213.41	6,673.13	7,099.56
4. Giá vốn hàng bán	3,019.75	3,886.31	4,452.06	4,960.87	5,348.28	5,690.57
5. Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	708.95	952.04	1,096.14	1,252.53	1,324.85	1,408.99
6. Doanh thu hoạt động tài chính	9.13	80.13	61.11	7.24	9.19	8.99
7. Chi phí tài chính	381.45	389.67	233.35	180.80	156.92	89.06
- Trong đó: Chi phí lãi vay	275.33	239.80	206.97	178.78	154.90	87.04
8. Chi phí bán hàng	195.84	290.30	332.89	403.87	400.39	461.47
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	174.20	165.54	189.82	279.60	300.29	319.48
10. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	(33.41)	186.66	401.18	395.49	476.44	547.97
11. Thu nhập khác	89.54	62.33	71.47	80.04	85.96	91.46
12. Chi phí khác	82.48	54.23	62.19	69.65	74.80	79.58
13. Lợi nhuận khác	7.06	8.10	9.28	10.40	11.17	11.88
14. Phân lãi (lỗ thuần) trong công ty liên doanh/liên kết	-	-	-	-	-	-
15. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	(26.36)	194.76	410.46	405.89	487.60	559.84
16. Chi phí thuế TNDN hiện hành	1.45	42.85	90.30	89.30	107.27	123.17
17. Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-	-	-	-	-	-
18. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	(27.81)	151.91	320.16	316.59	380.33	436.68
18.1 Lợi ích của cổ đông thiểu số	(6.19)	(1.21)	1.24	1.57	1.65	2.16
	0.00	-	-	-	-	-
18.2 Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	(21.62)	153.12	318.92	315.03	378.68	434.52

(Nguồn: BSC dự báo)



**PHỤ LỤC 3 – Bảng cân đối kế toán**

Sử dụng tỷ giá dự báo của BNP Paribas	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>I - TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	1,156.83	1,542.69	1,755.96	1,913.12	2,050.69	2,110.68
1. Tiền và các khoản tương đương tiền	131.89	151.55	175.73	155.70	170.82	117.22
2. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	88.03	102.34	102.34	102.34	102.34	102.34
3. Các khoản phải thu ngắn hạn	430.77	642.65	736.93	825.29	886.35	942.99
4. Hàng tồn kho	475.34	620.83	711.92	797.27	856.26	910.98
5. Tài sản ngắn hạn khác	30.80	25.31	29.03	32.51	34.91	37.15
<b>II - TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	4,628.05	4,298.30	4,014.34	3,730.00	3,542.61	3,344.69
1. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
2. Tài sản cố định	4,510.85	4,232.20	3,948.89	3,665.19	3,478.45	3,281.18
3. Lợi thế thương mại	15.54	14.06	13.41	12.76	12.11	11.46
4. Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
5. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-	-
6. Tài sản dài hạn khác	101.66	52.05	52.05	52.05	52.05	52.05
<b>Tổng Tài sản</b>	5,784.88	5,840.99	5,770.30	5,643.12	5,593.30	5,455.37
<b>I - NỢ PHẢI TRẢ</b>	4,636.15	4,389.93	3,990.22	3,548.98	3,119.52	2,544.93
1. Nợ ngắn hạn	2,391.65	2,939.03	3,203.51	3,391.71	3,086.99	2,520.57
2. Nợ dài hạn	2,244.49	1,450.90	786.70	157.28	32.53	24.36
<b>II - VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	1,124.85	1,428.39	1,756.18	2,068.66	2,446.66	2,881.15
1. Vốn chủ sở hữu	1,124.85	1,428.39	1,756.18	2,068.66	2,446.66	2,881.15
2. Nguồn kinh phí và các quỹ khác	-	-	-	-	-	-
<b>III - LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ</b>	23.88	22.67	23.91	25.48	27.12	29.28
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	5,784.88	5,840.99	5,770.30	5,643.12	5,593.30	5,455.37

Sử dụng tỷ giá dự báo của Standard Chartered	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>I - TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	1,156.83	1,543.68	1,750.53	1,916.53	2,065.46	2,126.86
1. Tiền và các khoản tương đương tiền	131.89	152.54	170.31	159.12	185.59	133.41
2. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	88.03	102.34	102.34	102.34	102.34	102.34
3. Các khoản phải thu ngắn hạn	430.77	642.65	736.93	825.29	886.35	942.99
4. Hàng tồn kho	475.34	620.83	711.92	797.27	856.26	910.98
5. Tài sản ngắn hạn khác	30.80	25.31	29.03	32.51	34.91	37.15
<b>II - TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	4,628.05	4,298.30	4,014.34	3,730.00	3,542.61	3,344.69
1. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
2. Tài sản cố định	4,510.85	4,232.20	3,948.89	3,665.19	3,478.45	3,281.18
3. Lợi thế thương mại	15.54	14.06	13.41	12.76	12.11	11.46
4. Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
5. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-	-
6. Tài sản dài hạn khác	101.66	52.05	52.05	52.05	52.05	52.05
<b>Tổng Tài sản</b>	5,784.88	5,841.98	5,764.87	5,646.53	5,608.07	5,471.55
<b>I - NỢ PHẢI TRẢ</b>	4,636.15	4,393.49	3,971.86	3,536.92	3,118.13	2,544.93
1. Nợ ngắn hạn	2,391.65	2,940.18	3,194.73	3,380.64	3,085.60	2,520.57
2. Nợ dài hạn	2,244.49	1,453.31	777.13	156.28	32.53	24.36
<b>II - VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	1,124.85	1,425.82	1,769.11	2,084.13	2,462.82	2,897.33
1. Vốn chủ sở hữu	1,124.85	1,425.82	1,769.11	2,084.13	2,462.82	2,897.33
2. Nguồn kinh phí và các quỹ khác	-	-	-	-	-	-
<b>III - LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ</b>	23.88	22.67	23.91	25.48	27.12	29.28
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	5,784.88	5,841.98	5,764.87	5,646.53	5,608.07	5,471.55

(Nguồn: BSC dự báo)



**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và 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, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư  
**Nguyễn Thanh Hoa**  
Tel: 0439352722 (155)  
Email: [hoant@bsc.com.vn](mailto:hoant@bsc.com.vn)

Trưởng Phòng Phân tích  
**Trần Thăng Long**  
Tel: 0439352722 (118)  
Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)

**THÔNG TIN LIÊN HỆ**

**BSC Trụ sở chính**  
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội  
Tel: 84 4 39352722  
Fax: 84 4 22200669  
Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**  
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: 84 8 3 8218885  
Fax: 84 8 3 8218510  
Facebook: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

