

**CÔNG TY CỔ PHẦN XI MĂNG BỈM SƠN (HNX: BCC)**

<b>Bùi Văn Tốt</b> Chuyên viên phân tích Email: totbv@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext: 7593	Giá hiện tại:	<b>13.700</b>	<table border="1"> <tr> <td>-18%</td> <td>-7%</td> <td>0%</td> <td>+7%</td> <td>+18%</td> </tr> <tr> <td>Bán</td> <td>Giảm</td> <td>Theo dõi</td> <td>Thêm</td> <td>Mua</td> </tr> <tr> <td colspan="5" style="text-align: center;"><b>MUA</b></td> </tr> </table>	-18%	-7%	0%	+7%	+18%	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua	<b>MUA</b>				
	-18%	-7%		0%	+7%	+18%												
	Bán	Giảm		Theo dõi	Thêm	Mua												
	<b>MUA</b>																	
	Giá mục tiêu:	<b>19.000</b>																
Tăng/giảm:	<b>38,7%</b>																	
Tỷ suất cổ tức:	<b>0%</b>																	

**Suất sinh lợi cổ phiếu BCC**

**Thông tin giao dịch**

Giá hiện tại	13.700
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	15.200
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	5.500
Số lượng CP niêm yết (triệu CP)	95,7
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	95,7
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	351.566
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	2,14%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	956,6
Vốn hóa (tỷ VND)	1.310

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Xi măng Bỉm Sơn
Địa chỉ	Thị xã Bỉm Sơn, Thanh Hóa
Doanh thu chính	Xi măng
Chi phí chính	Than, điện
Lợi thế cạnh tranh	Thương hiệu mạnh
Rủi ro chính	Cạnh tranh, biến động tỷ giá, vay nợ lớn

Cơ cấu cổ đông	(%)
VICEM	73,2
KITMC Fund	5,0
Khác	21,8

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH KHỞI SẮC**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu BCC của CTCP Xi măng Bỉm Sơn. Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2014 của BCC đạt **4.277 tỷ đồng (+14,7% yoy)**, LNST 2014 ước đạt **134 tỷ đồng**, tương ứng với EPS 2014 đạt **1.400 đồng/cp**. Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng ngân lưu tự do FCFE, giá trị nội tại cổ phiếu BCC trong vòng 12 tháng tới là **19.000 đồng/cp**, cao hơn **38,7%** so với giá thị trường hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn. Sử dụng phương pháp so sánh EV/EBITDA với các công ty cùng ngành trong khu vực và trên thế giới, mức giá tham khảo là **21.400 đồng/cp**.

BCC là doanh nghiệp có sản lượng tiêu thụ lớn thứ 2 VICEM và thứ 4 cả nước, có truyền thống hoạt động 35 năm và vị thế vững chắc tại các thị trường Thanh Hóa, Hà Tĩnh, Nam Định, Hà Nội. Trong những năm qua, kết quả kinh doanh không khả quan chủ yếu do: 1) Thị trường bất động sản, xây dựng kém khởi sắc; 2) Công ty phải phân bổ khoản lỗ tỷ giá lũy kế hàng năm; 3) Khoản vay nợ EUR lớn dẫn đến lỗ chênh lệch tỷ giá hàng năm và chi phí lãi vay lớn.

Năm 2015, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ BCC đạt 5,4%. Giai đoạn 2016-2020, tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xi măng ước đạt 3,6-4,8%/năm dựa trên dự báo tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xi măng Việt Nam của BMI. Giai đoạn từ năm 2021 trở đi, sản lượng tiêu thụ xi măng được dự phóng tăng 1,94%/năm dựa trên quy hoạch phát triển ngành xi măng của Bộ xây dựng.

**Triển vọng đầu tư**

- Sản lượng tiêu thụ xi măng toàn xã hội đã tăng trở lại sau giai đoạn 2010-2013 đình trệ do Chính phủ đẩy mạnh đầu tư phát triển hạ tầng, FDI tăng trưởng và kinh tế vĩ mô ổn định. 10 tháng đầu năm 2014, sản lượng tiêu thụ xi măng toàn xã hội tăng trưởng 11% so với cùng kỳ năm 2013.
- Việc phân bổ khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lũy kế 349 tỷ đồng trong quá trình xây dựng dây chuyền số 3 sẽ hoàn thành trong năm 2014. Việc phân bổ chi phí này đã ảnh hưởng lớn đến kết

quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn 2009-2014. Tính trung bình hằng năm, lợi nhuận trước thuế giảm 58 tỷ đồng vì khoản chi phí này.

- 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 30/06/2014, tổng vay nợ EUR của BCC là 1.865 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính năm 2014, công ty sẽ ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá 131 tỷ đồng từ việc giảm tỷ giá EUR/VND.
- Trạm nghiền Đại Việt tại Quảng Ngãi với công suất thiết kế 500.000 tấn xi măng/năm chỉ mới hoạt động 20% công suất năm 2013. Việc hoạt động với công suất tối đa sẽ giúp công ty gia tăng thị phần tại khu vực miền Trung trong những năm tới.
- Công ty đang thực hiện trả dần khoản nợ EUR theo đúng lịch trình, nợ vay giảm cùng mặt bằng lãi suất đang thấp sẽ giúp chi phí lãi vay giảm trong những năm tới. Chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí của công ty. Năm 2013, tỷ lệ chi phí lãi vay trên doanh thu là 7,4%. Dự nợ vay BCC ước tính giảm trung bình 270 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2014-2020 giúp chi phí lãi vay giảm trung bình 13,7 tỷ đồng/năm.

### Rủi ro đầu tư

- Hiện tại cung xi măng tại khu vực miền Bắc đang dư, 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 9 tháng 2014 là 191 tỷ đồng, tăng 77 tỷ đồng so với cùng kỳ.
- Hiện tại, đòn bẩy tài chính của công ty đang ở mức cao (4,3 lần) dẫn đến các chỉ số thanh toán thấp (chỉ số thanh toán nhanh và hiện hành lần lượt đạt 0,25x và 0,43x) và áp lực trả nợ gốc và chi phí lãi vay hằng năm cao. 9 tháng đầu năm 2014, chi phí lãi vay là 173 tỷ đồng.
- Khoản nợ vay EUR của công ty hiện tương đối lớn 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. Tại thời điểm 30/06/2014, tổng vay nợ bằng EUR của công ty là 1.865 tỷ đồng, tương ứng với 64,6 triệu EUR.



**Số liệu dự phóng giai đoạn 2014-2020F**

Chỉ tiêu	Đvt	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần	tỷ	3.729	4.277	4.591	4.854	5.055	5.286	5.487	5.685
LN gộp	tỷ	709	885	1.002	1.093	1.139	1.191	1.236	1.281
LN sau thuế	tỷ	(21,6)	134	254	303	324	377	414	452
EPS	VND	(226)	1.402	2.659	3.170	3.384	3.941	4.324	4.724
DPS	VND	0	0	0	500	1.000	1.000	1.500	1.500
DPS/EPS	%	n/a	0%	0%	15,8%	29,6%	25,4%	34,7%	31,8%
Tăng trưởng DT	%	6,0%	14,7%	7,3%	5,7%	4,1%	4,6%	3,8%	3,6%
Tăng trưởng LN gộp	%	(11,4%)	24,8%	13,3%	9,1%	4,2%	4,6%	3,8%	3,6%
Tăng trưởng LNST	%	n/a	720,4%	89,7%	19,2%	6,8%	16,5%	9,7%	8,8%
Tỷ suất LN gộp	%	19,0%	20,7%	21,8%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%
Tỷ suất LNST	%	(0,6%)	3,1%	5,5%	6,2%	6,4%	7,1%	7,5%	7,9%
ROE	%	n/a	10,5%	16,4%	16,8%	15,9%	16,5%	16,2%	15,9%
ROA	%	n/a	2,3%	4,4%	5,4%	5,8%	6,9%	7,5%	7,8%
P/E (giá hiện tại)	lần	n/a	9,8	5,2	4,4	4,1	3,5	3,2	2,9
P/B (giá hiện tại)	lần	1,2	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4

Nguồn: FPTTS dự phóng

**Định giá theo phương pháp FCFF**

Giả định mô hình	Giá trị	Tổng hợp định giá	Đơn vị	Giá trị
WACC	9,6%	Thời gian dự phóng	năm	7
CP sử dụng nợ	7,7%	Tổng hiện giá dòng tiền	tỷ	4.888
CP sử dụng vốn	16,2%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	tỷ	210
Lãi suất phi rủi ro*	6,9%	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	tỷ	3.514
Phản bù rủi ro	5,0%	Giá trị vốn cổ phần	tỷ	1.585
Hệ số Beta	1,0	Lợi ích cổ đông thiểu số	tỷ	26,5
CAGR 2014-2020	4,9%	Đầu tư vào công ty liên kết	tỷ	0
Tăng trưởng dài hạn	1,94%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	tỷ	1.558
Thuế suất dài hạn	20,0%	Số cổ phiếu lưu hành	triệu	95,7
* Lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm		<b>Giá mục tiêu 12T (2015)</b>	<b>VND/cp</b>	<b>19.000</b>

Nguồn: FPTTS dự phóng

Chúng tôi đứng trên quan điểm thận trọng khi dự phóng tốc độ tăng trưởng BCC những năm tới, CAGR giai đoạn 2014-2020 đạt 4,9%/năm, tốc độ tăng trưởng dài hạn đạt 1,94%/năm. Theo kết quả định giá FCFF, giá mục tiêu năm 2015 của BCC là **19.000** đồng/cp, cao hơn giá thị trường hiện tại **38,7%**. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** cổ phiếu BCC cho mục tiêu đầu tư trong trung và dài hạn.

**Định giá theo phương pháp EV/EBITDA**

TÊN DOANH NGHIỆP	MÃ CK	QUỐC GIA	VỐN HÓA (TRIỆU VND)	DOANH THU (TRIỆU VND)	ROE (%)	EV/EBITDA T12M
<b>BIM SON CEMENT JSC</b>	<b>BCC VN Equity</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>1,310,561</b>	<b>3,728,692</b>	<b>n/a</b>	
TOKYO CEMENT CO LANKA PLC	TKYO SL Equity	Sri Lanka	3,135,330	4,681,898	26.2	3.6
SANGHI INDUSTRIES LTD	SNGI IN Equity	Ấn Độ	3,414,139	3,598,523	5.7	6.2
SAURASHTRA CEMENT LTD	SRC IN Equity	Ấn Độ	858,872	1,854,024	13.2	2.9
MANGALAM CEMENT LTD	MGC IN Equity	Ấn Độ	2,858,684	2,433,039	5.9	11.7
SAGAR CEMENTS LTD	SGC IN Equity	Ấn Độ	1,927,109	1,839,183	9.8	5.5
KCP LTD	KCPL IN Equity	Ấn Độ	2,618,262	3,637,311	6.5	8.6
RAMCO INDUSTRIES LTD	RAMCO IN Equity	Ấn Độ	2,403,450	2,843,834	n/a	11.4
MEGHNA CEMENT MILLS LTD	MEGHNA BD Equity	Bangladesh	789,301	1,686,194	19.7	8.9
CONFIDENCE CEMENT LTD	CONFID BD Equity	Bangladesh	1,343,511	937,039	13.3	9.5
M.I. CEMENT FACTORY LTD	MICM BD Equity	Bangladesh	3,104,365	1,784,489	12.1	13.6
GPH ISPAT LTD	GPH BD Equity	Bangladesh	1,655,063	1,394,783	14.4	8.1
PIONEER CEMENT LTD	PIOC PA Equity	Pakistan	3,359,499	1,649,054	29.4	4.1
DEWAN CEMENT LTD	DCL PA Equity	Pakistan	574,923	1,184,549	2.6	10.0
CHERAT CEMENT CO LTD	CHCC PA Equity	Pakistan	2,185,040	1,325,718	29.1	3.0
MAPLE LEAF CEMENT FACTORY	MLCF PA Equity	Pakistan	3,718,666	3,897,947	20.5	3.0
GHARIBWAL CEMENT LTD	GWLC PA Equity	Pakistan	1,422,408	1,756,422	16.6	3.9
ATTOCK CEMENT PAKISTAN LTD	ACPL PA Equity	Pakistan	4,122,382	2,578,401	27.4	5.9
DIAMOND BUILDING PRODUCTS PC	DRT TB Equity	Thái Lan	3,474,152	3,013,561	16.3	9.3
CHONBURI CONCRETE PRODUCT PC	CCP TB Equity	Thái Lan	2,328,540	1,775,341	43.8	9.3
QUALITY CONSTRUCTION PRODUCT	QCON TB Equity	Thái Lan	2,366,117	1,550,600	12.0	9.2
DCON PRODUCTS PCL	DCON TB Equity	Thái Lan	2,403,701	897,699	27.4	10.2
SEMEN BATURAJA PERSERO TBK P	SMBR IJ Equity	Indonesia	6,729,215	2,369,719	18.3	3.6
OKA CORP BHD	OKAC MK Equity	Malaysia	832,087	957,251	9.6	3.4
DONGWU CEMENT INTERNATIONAL	695 HK Equity	Trung Quốc	1,843,051	1,227,236	5.1	8.6
BUT SON CEMENT JSC	BTS VN Equity	Việt Nam	763,393	2,870,362	n/a	6.1
HATIEN 1 CEMENT JSC	HT1 VN Equity	Việt Nam	5,341,594	6,368,748	6.1	8.0
QUANG NINH CONSTRUCTION & CE	QNC VN Equity	Việt Nam	147,065	1,258,904	3.5	7.5
VICEM HOANG MAI CEMENT JSC	HOM VN Equity	Việt Nam	553,829	1,561,806	3.7	6.1
<b>Trung bình EV/EBITDA</b>						<b>7.2</b>
EBITDA 2014 BCC (triệu đồng)						774,747
EV (triệu đồng)						5,564,942
Vay nợ (triệu đồng)						3,513,517
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)						95.7
<b>Giá (đồng/cp)</b>						<b>21,400</b>

*Nguồn: Bloomberg, FPTSS*

Xét các công ty cùng ngành niêm yết trên thế giới và Việt Nam có quy mô doanh thu và vốn hóa tương đương BCC, EV/EBITDA bình quân là 7,2x. Theo đó, **với EBITDA dự phóng năm 2014 đạt 774,7 tỷ đồng thì giá mục tiêu cuối năm 2014 theo EV/EBITDA là 21.400 đồng/cp**. Theo kết quả định giá, thị trường chưa phản ánh đầy đủ và hợp lý giá trị cổ phiếu BCC.





## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Lịch sử hoạt động 35 năm

Ngày 04/03/1980 nhà máy xi măng Bim Sơn được thành lập, có công suất thiết kế 1,2 triệu tấn/năm với công nghệ theo phương pháp ướt.

Ngày 22/12/1981, dây chuyền số 1 của nhà máy chính thức đi vào hoạt động, những bao xi măng P400 nhãn hiệu “con voi” đầu tiên chính thức xuất xưởng.

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, là công ty Nhà nước trực thuộc Tổng công ty xi măng Việt Nam.

Ngày 13/01/2001, khởi công dự án cải tạo hiện đại hóa dây chuyền số 2 Nhà máy xi măng Bim Sơn, **chuyển đổi công nghệ ướt sang công nghệ khô**, nâng công suất lò nung số 2 từ 1.750 tấn clinker/ngày lên 3.500 tấn clinker/ngày.

Ngày 01/05/2006, công ty xi măng Bim Sơn đổi tên thành CTCP xi măng Bim Sơn.

Ngày 24/11/2006, công ty chính thức niêm yết tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội.

Tháng 01/2007, dự án lò nung clinker số 3 theo công nghệ khô được khởi công với giá trị đầu tư 4.366 tỷ đồng. Lò nung này được đưa vào vận hành năm 2010.

### Công ty con CRC đã bắt đầu có lãi trong năm 2014

BCC có một công ty con là Công ty cổ phần xi măng miền Trung CRC với hoạt động chính là sản xuất và kinh doanh xi măng (BCC nắm giữ 76,8%). CRC nằm trên địa bàn khu kinh tế Dung Quất, tỉnh Quảng Ngãi, sở hữu trạm nghiền Đại Việt với công suất thiết kế 500.000 tấn/năm. Việc sở hữu CRC nằm trong chiến lược phát triển thị trường miền Trung và Tây Nguyên. Sau thời gian đầu tư xây dựng, đến ngày 01/05/2013 CRC chính thức chuyển sang giai đoạn sản xuất kinh doanh. Năm 2013, CRC đã đạt được những kết quả sau.

- Sản lượng sản xuất: 103.962 tấn
- Sản lượng tiêu thụ: 101.775 tấn
- Thị phần tại Quảng Ngãi: 34-35%
- Độ phủ tại Quảng Ngãi: 76-80%

### Năm 2014, CRC đạt chỉ tiêu sản lượng tiêu thụ đạt 350.000 tấn.

Theo số liệu từ BCTC hợp nhất BCC 9 tháng đầu năm 2014, lợi ích từ cổ đông thiểu số đạt 335 triệu đồng, như vậy, ước lợi nhuận từ CRC trong 9 tháng đầu năm 2014 đạt 1,4 tỷ đồng.

### Kết quả hoạt động kinh doanh CRC

Chỉ tiêu	Năm 2013 (triệu đồng)
Tổng tài sản	335.665
Doanh thu thuần	27.197
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	(26.555)
Lợi nhuận trước thuế	(26.320)
Lợi nhuận sau thuế	(26.320)

Nguồn: BCTN BCC

*Thị phần tại khu vực miền Bắc đang giảm, tại miền Trung đang tăng*

*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.*

## **Doanh nghiệp lớn 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 tại khu vực miền Bắc đang giảm.** Năm 2013, sản lượng tiêu thụ công ty chiếm khoảng 10% thị phần tiêu thụ khu vực miền Bắc, sau Chinfon, Bút Sơn và Hoàng Thạch. 9 tháng đầu năm 2014, thị phần công ty tại thị trường miền Bắc giảm xuống còn khoảng 8%. Tôi cho rằng, thị phần tại khu vực miền Bắc giảm chủ yếu do sự sụt giảm tại thị trường Hà Nội do quy định về tải trọng, khổ giới hạn đường bộ theo thông tư 06/VBHN-BGTVT khiến chi phí vận chuyển tăng lên (khoảng cách từ nhà máy công ty đến Hà Nội khoảng 130km).

**1 trong 3 doanh nghiệp dẫn đầu tại miền Trung.** Bim Sơn 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.

Sản lượng tiêu thụ tại thị trường miền Nam không đáng kể.

## **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 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).

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.

Giống như các thành viên khác của VICEM, công ty mua than từ CTCP Vicem vật tư vận tải xi măng (VTV) với mức giá hiện tại khoảng 2,3 triệu/tấn. Các loại than được dùng phổ biến là 4A, 4B, 3C với mức tiêu hao năng lượng khoảng 830 kcl/1 tấn clinker.

Giá điện bình quân của công ty khoảng 1.300-1.400 đồng/kwh với mức tiêu hao điện 63 kwh/tấn clinker. Như vậy, chi phí điện cho việc sản xuất 1 tấn clinker khoảng 85.000 đồng/tấn.

## **Công suất nung clinker và nghiền xi măng**

Tháng 03/1994, Dự án đầu tư cải tạo hiện đại hóa dây chuyền số 2 Nhà máy xi măng Bim Sơn được phê duyệt, chuyển đổi công nghệ ướt sang công nghệ khô hiện đại. Dự án được khởi công ngày 13/01/2001 do hãng IHI Nhật Bản trúng thầu, nâng công suất lò nung số 2 từ 1.750 tấn clinker/ngày lên 3.500 tấn clinker/ngày



(tương đương 1.100.000 tấn/năm). Bên cạnh đó, công ty còn sở hữu lò nung số 3 với công suất khoảng 2 triệu tấn clinker/năm. Dự án được khởi công vào tháng 01/2007 và đưa vào vận hành năm 2010 với giá trị đầu tư 4.366 tỷ đồng. **Tổng công suất sản xuất clinker của BCC đạt 3,1 triệu tấn/năm.**

Công suất trạm nghiền xi măng tại nhà máy Thanh Hóa đạt khoảng 3,25 triệu tấn/năm. Năm 2013, với việc mua lại cổ phần và sở hữu CTCP xi măng miền Trung, công ty tiếp nhận và vận hành trạm nghiền xi măng Đại Việt – Quảng Ngãi, được đánh giá có tính chiến lược trong việc phát triển thị trường miền Trung và Tây Nguyên. Công suất nghiền xi măng của trạm nghiền Đại Việt đạt 500.000 tấn/năm. Bên cạnh đó, công ty còn sở hữu trạm nghiền xi măng Quảng Trị, phát triển thị trường Quảng Trị, Quảng Bình và Huế. Công suất nghiền xi măng của trạm nghiền Quảng Trị đạt 250.000 tấn/năm. **Tổng công suất nghiền xi măng toàn công ty đạt khoảng 4,0 triệu tấn/năm.**

### Hệ thống nhà phân phối



### Thị trường tiêu thụ chuyển dịch về miền Trung

Đối với thị trường nội địa, thị trường tiêu thụ của công ty chủ yếu tập trung ở các tỉnh Thanh Hóa, Hà Tĩnh, Hà Nội, Nam Định, Nghệ An; trong đó, **Thanh Hóa là thị trường lớn nhất của công ty.** Sản lượng tiêu thụ xi măng tại thị trường này năm 2013 đạt 916,6 nghìn tấn, chiếm 30,6% tổng sản lượng tiêu thụ. Đối thủ cạnh tranh chính của công ty tại Thanh Hóa là xi măng Nghi Sơn và The Vissai Ninh Bình. Đặc thù quan trọng của ngành xi măng là tiêu thụ mang tính địa phương do chi phí vận chuyển cao và một phần do sự phân chia thị trường của VICEM. Các doanh nghiệp xi măng chủ yếu tiêu thụ tại địa phương mình và các tỉnh lân cận. Theo số liệu thống kê của cục thống kê năm 2013, Thanh Hóa là tỉnh có dân số lớn thứ 3 tại Việt Nam; do đó đây là một cơ hội rất lớn cho BCC, doanh nghiệp xi măng dẫn đầu tại thị trường này. Hà Tĩnh và Nghệ An là 2 thị trường có sản lượng tiêu thụ và tốc độ tăng trưởng nhanh nhất. Điều này thể hiện định hướng chuyển dịch thị trường tiêu thụ vào khu vực miền Trung của công ty.

Theo chúng tôi ước tính, quy mô tiêu thụ xi măng tại thị trường Quảng Ngãi và Quảng Nam theo dân số khoảng 600.000 tấn/năm và 700.000 tấn/năm. Sản lượng tiêu thụ của công ty tại thị trường Quảng Ngãi năm 2013 đạt 91.500 tấn, đây là năm đầu tiên trạm nghiền Đại Việt được đưa vào hoạt động, do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của công ty tại 2 thị trường này sẽ tăng mạnh bắt đầu từ năm 2014, vì hiện tại thị phần của công ty tại thị trường Quảng Ngãi chỉ đạt 15% và công ty hầu như chưa tiêu thụ tại Quảng Nam.

**Sản lượng tiêu thụ xi măng theo thị trường**

Địa bàn	Tiêu thụ BCC 2012 (tấn)	Tiêu thụ BCC 2013 (tấn)	+/- YoY	Thị phần BCC 2013	Dân số 2013 (triệu người)	Sản lượng ước tính (nghìn tấn)
<b>Cả nước</b>					<b>89.709</b>	<b>46.045</b>
Hà Nội	471.203	464.767	-1,4%	23%*	6.937	3.561
Nam Định	377.357	398.915	5,7%	41%	1.840	0.944
<b>Thanh Hóa</b>	<b>784.837</b>	<b>916.591</b>	<b>16,8%</b>	<b>50%</b>	<b>3.477</b>	<b>1.785</b>
Nghệ An	116.453	226.870	94,8%	15%*	2.979	1.529
Hà Tĩnh	242.083	482.123	99,2%	13%	1.243	0.638
Quảng Bình	48.072	94.326	96,2%	27%	863	0.443
Quảng Trị	130.943	139.893	6,8%	48%	613	0.315
TT Huế	48.311	49.173	1,8%	15%	1.124	0.577
Quảng Ngãi		91.598		15%*	1.236	0.634

(\*): Số ước tính lại theo FPT S

Nguồn: BCTN BCC 2013, FPT S

**Giá bán xi măng PCB30 theo thị trường (triệu đồng/tấn)**

Thương hiệu	Thanh Hóa	Hà Nội	Nam Định	Thái Bình	Ninh Bình	Nghệ An	Đà Nẵng
<b>Bim Sơn</b>	<b>1,330</b>	<b>1,380</b>	<b>1,300</b>	<b>1,320</b>	<b>1,220</b>	<b>1,350</b>	<b>1,554*</b>
VLXD Bim Sơn	<b>1,070</b>	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nghi Sơn	<b>1,340*</b>	<b>1,430*</b>	n/a	n/a	n/a	n/a	<b>1,540</b>
Hoàng Mai	<b>1,280</b>	n/a	n/a	n/a	n/a	<b>1,360*</b>	<b>1,490*</b>
Tam Điệp	<b>1,250</b>	<b>1,350</b>	n/a	n/a	<b>1,250</b>	n/a	n/a
Chinon	n/a	<b>1,350</b>	<b>1,310</b>	<b>1,300</b>	n/a	n/a	<b>1,425</b>
Phúc Sơn	n/a	<b>1,290</b>	<b>1,240</b>	<b>1,250</b>	n/a	n/a	<b>1,385</b>
Hoàng Thạch	n/a	<b>1,500</b>	<b>1,380</b>	n/a	n/a	n/a	<b>1,550*</b>
Bút Sơn	n/a	<b>1,360</b>	<b>1,280</b>	<b>1,300</b>	n/a	n/a	n/a
Cầm Phả	n/a	<b>1,300</b>	<b>1,250</b>	<b>1,280</b>	n/a	n/a	n/a
Thăng Long	n/a	<b>1,350*</b>	n/a	<b>1,300</b>	n/a	n/a	n/a
Hệ Dưỡng	n/a	n/a	n/a	n/a	<b>970</b>	n/a	n/a
Cầu Yên	n/a	n/a	n/a	n/a	<b>900</b>	n/a	n/a
Kiến Khê	n/a	n/a	n/a	n/a	<b>950</b>	n/a	n/a
12 tháng 09	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	<b>900</b>	n/a
Cầu Đuớc	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	<b>850</b>	n/a
Hải Vân	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	<b>1,300</b>
Luks VN	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	<b>1,400*</b>

\* Giá bán xi măng PCB40

Nguồn: VNCA

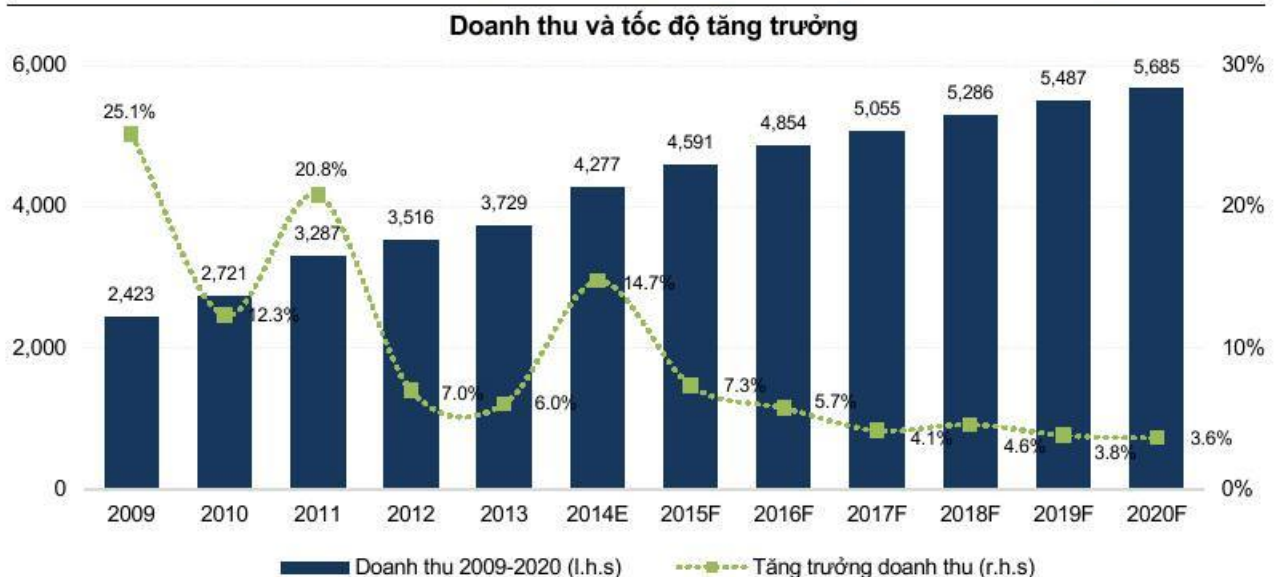


## Giá bán xi măng BCC cao hơn so với mặt bằng chung

Giá niêm yết bán lẻ xi măng Bim Sơn thường ở mức cao hơn so với các doanh nghiệp khác nhờ lợi thế về thương hiệu. Theo chúng tôi thống kê, giá bán lẻ niêm yết xi măng Bim Sơn không thay đổi trong 2 năm qua. Tuy nhiên, giá bán xi măng tại nhà máy trong 15 ngày đầu tháng 10/2014 đã tăng 20.000 - 50.000 đồng/tấn (đã bao gồm thuế GTGT 10%) cùng với mức tăng chung của thị trường. Dựa trên số liệu từ báo cáo tài chính hằng năm, giá bán xi măng trung bình tại nhà máy BCC đạt khoảng 1.300.000 đồng/tấn năm 2012 và 990.000 đồng/tấn năm 2013.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG

### Dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu không cao



Nguồn: FPTIS dự phóng

Năm 2014, doanh thu tăng mạnh so với cùng kỳ do sản lượng tiêu thụ tăng đáng kể nhờ vào chính sách tăng đầu tư công của Chính phủ và thị trường bất động sản cải thiện hơn những năm trước. Tháng 10/2013, các doanh nghiệp cũng có đợt tăng giá bán giúp doanh thu và biên lợi nhuận gộp được cải thiện trong năm 2014. Chúng tôi đứng trên quan điểm thận trọng khi dự phóng tăng trưởng doanh thu BCC trong những năm tới. Năm 2015, tốc độ tăng sản lượng tiêu thụ được dự phóng ở mức 5,4%. Vào tháng 10/2014, các công ty xi măng có đợt tăng giá bán 20.000-50.000 đồng/tấn để bù đắp một phần chi phí vận chuyển tăng lên; do đó, năm 2015, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 7,3%. Giai đoạn 2016-2020, tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xi măng ước đạt từ 3,6-4,8%/năm dựa trên dự báo tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xi măng Việt Nam của BMI (có so sánh đối chiếu với các đơn vị khác như Bộ xây dựng, FICEM).

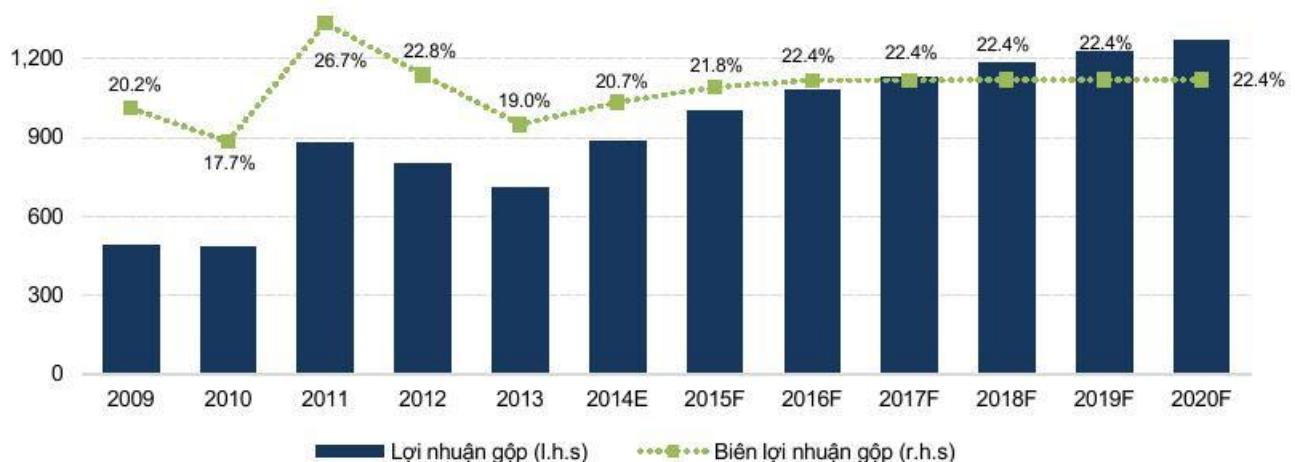
Giai đoạn từ năm 2021 trở đi, sản lượng tiêu thụ xi măng BCC được dự phóng tăng 1,94%/năm dựa trên quy hoạch phát triển ngành xi măng của Bộ xây dựng (có so sánh đối chiếu với dự phóng tốc độ tăng trưởng giá trị xây dựng Việt Nam của BMI).

Đơn vị	Chỉ tiêu	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
BMI	Tiêu thụ xi măng Việt Nam	5,7%	5,4%	4,8%	4,2%	4,6%	3,8%	3,6%
Bộ xây dựng	CAGR nhu cầu tiêu thụ xi măng	8,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
FICEM	Tiêu thụ xi măng thế giới	4,8%	3,7%	3,6%	3,0%			
	Tiêu thụ xi măng các nước phát triển	2,2%	3,2%	2,7%	2,8%			
	Trung Quốc	4,5%	3,0%	3,0%	2,0%			
	Các nền kinh tế mới nổi (loại trừ Trung Quốc)	6,2%	5,1%	5,0%	4,9%			

Nguồn: FPT S tổng hợp

### Lợi nhuận gộp biên biến động mạnh những năm qua và đang ở mức thấp

Lợi nhuận gộp và lợi nhuận gộp biên



Nguồn: FPT S dự phóng

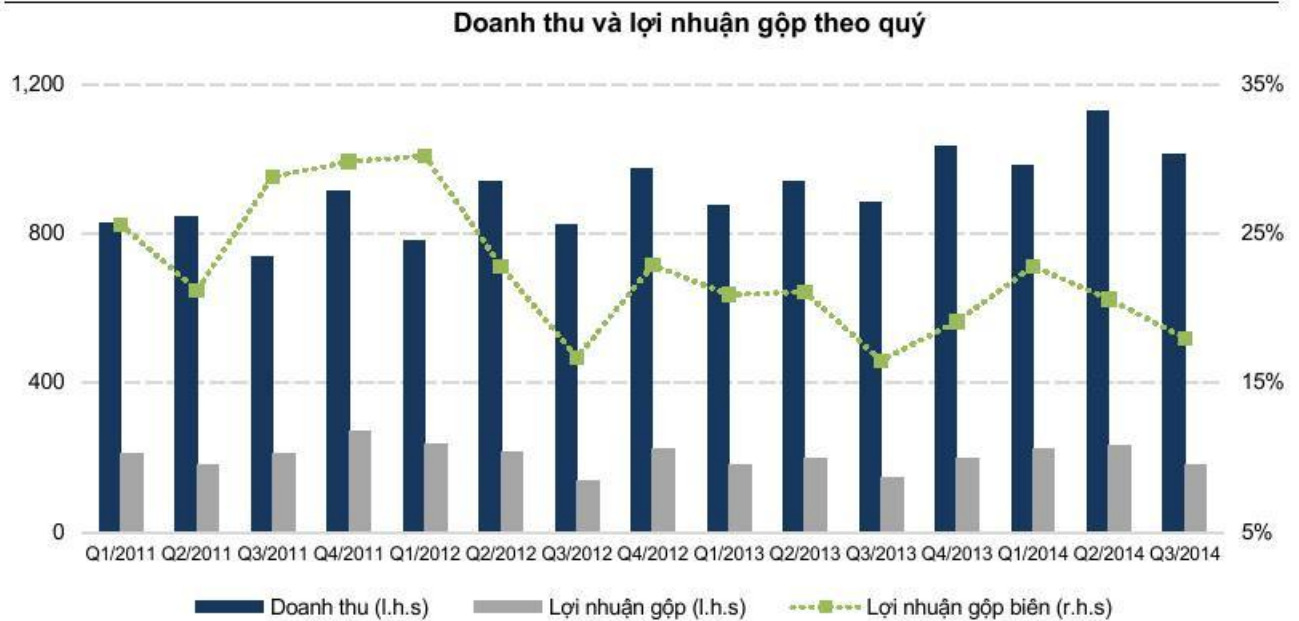
### Cơ cấu giá thành Clinker



Nguồn: FPT S

Trong cơ cấu giá thành clinker của BCC, chi phí than, điện, khấu hao và nguyên vật liệu lần lượt chiếm khoảng 48%, 13,5%, 16,5% và 11,4%. Đối với chi phí khấu hao, trong giai đoạn dự phóng 2014-2020, 2 lò nung clinker số 2 và số 3 vẫn chưa khấu hao hết, do đó chi phí khấu hao không giảm trong giai đoạn này. Tuy nhiên, khi sản lượng sản xuất tăng, chi phí khấu hao tính trên 1 đơn vị sản phẩm sẽ giảm tương ứng. Vì lộ trình tăng giá than và điện (là những chi phí quan trọng nhất đối với sản xuất clinker) chưa được xác định rõ ràng và trong những năm qua các công ty xi măng thường đề nghị được tăng giá bán để bù đắp chi phí đầu vào tăng thêm. Do đó, chúng tôi giả định lợi nhuận gộp biên không đổi trong giai đoạn dự phóng ở mức 22,4%.

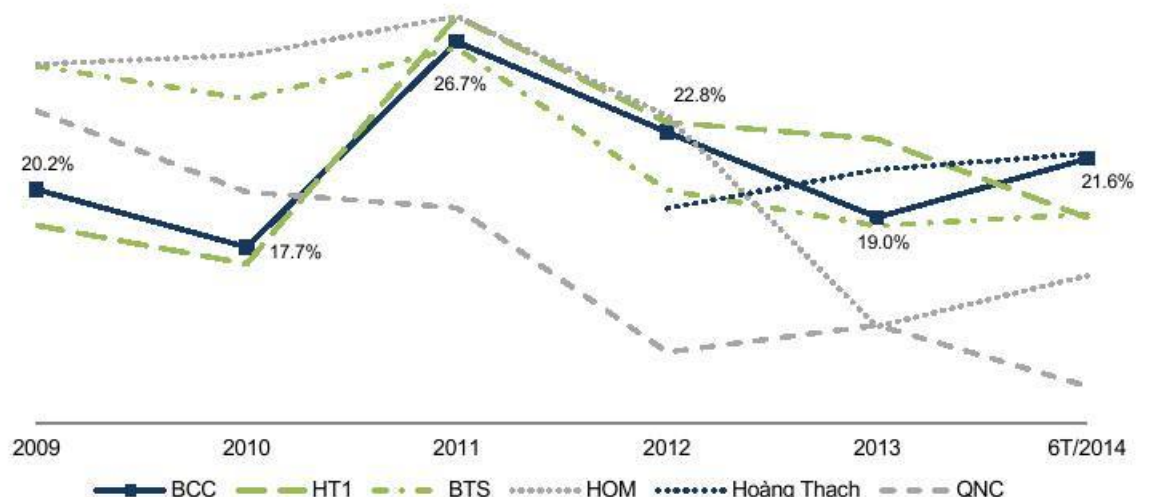




Nguồn: BCTC BCC

Tiêu thụ xi măng mang tính chất mùa vụ do phụ thuộc vào nhu cầu của ngành xây dựng. Q2 và Q4 hằng năm là thời gian cao điểm của hoạt động xây dựng trong cả nước do là thời điểm ít mưa; vì vậy, **tiêu thụ xi măng trong 2 quý này thường cao hơn quý 1 và quý 3**. Bên cạnh đó, quý 3 hằng năm thường là quý có biên lợi nhuận gộp thấp nhất do là thời gian thấp điểm nên các công ty phải áp dụng các biện pháp chiết khấu để bán được hàng. Bên cạnh đó, thông thường mỗi năm lò clinker sẽ được cho dừng hoạt động để bảo trì, sửa chữa từ 1 đến 2 lần. Vì là thời gian thấp điểm nên các công ty thường chọn quý 3 là thời điểm dừng lò clinker để bảo trì. Chi phí bảo trì, sửa chữa là chi phí thường xuyên, do đó, theo quy định kế toán sẽ được đưa vào chi phí giá vốn hàng bán và làm giảm lợi nhuận gộp biên trong quý 3.

### Lợi nhuận gộp biên các công ty xi măng Việt Nam

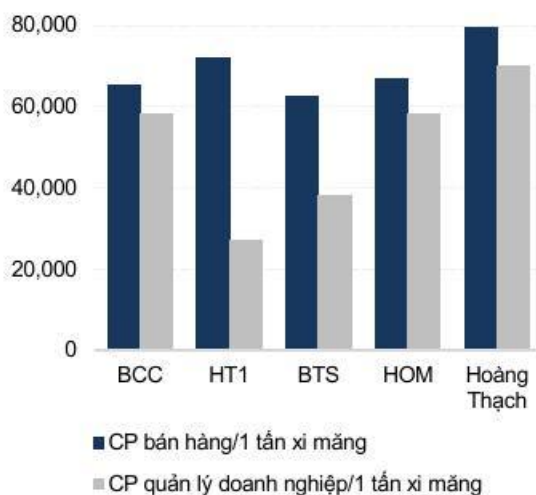


Nguồn: FPTS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp các công ty xi măng đạt mức rất cao trong năm 2011 và giảm dần trong hai năm 2012 và 2013 do thị trường bất động sản khó khăn dẫn đến sự chững lại của các hoạt động xây dựng khiến nhu cầu tiêu thụ xi măng giảm (năm 2012, tổng sản lượng tiêu thụ xi măng toàn xã hội giảm 8,0% so với cùng kỳ 2011). Biên lợi nhuận gộp của các công ty có dấu hiệu tăng trở lại trong năm 2014. **Lợi nhuận gộp biên tỷ lệ thuận quy mô sản xuất**, các công ty có quy mô sản xuất lớn hơn như HT1, BCC, Hoàng Thạch đạt biên lợi nhuận gộp cao hơn so với các công ty có quy mô nhỏ như HOM, QNC. Biên lợi nhuận gộp 9T/2014 của BCC đạt 20,4%; cao hơn so với mức 19,6% cùng kỳ 2013. Năm 2014, lợi nhuận gộp biên ước đạt 20,7%.

### Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu BCC tương đối cao

**Chi phí SG&A trên 1 đơn vị sản phẩm**



**Chi phí SG&A trên doanh thu**



Nguồn: FPTs tổng hợp

Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu của Bim Sơn năm 2013 là 5,3%, cao hơn không đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành. Chi phí bán hàng tính trên đơn vị 1 tấn sản phẩm xi măng khoảng 65.000 đồng. Đây là mức tương đối thấp so với các doanh nghiệp xi măng khác. Năm 2014, tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu được chúng tôi dự phóng ở mức 5,72%, cao hơn 0,5% so với cùng kỳ do chi phí vận chuyển tăng. Giai đoạn 2016-2020, tỷ lệ này được dự phóng thận trọng ở mức 5,97%.

Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu và chi phí quản lý doanh nghiệp tính trên 1 tấn xi măng tiêu thụ của BCC đều ở mức cao hơn so với trung bình ngành. Giai đoạn 2014-2020, chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu của BCC ở mức 4,1%, tương đương giá trị trung bình của 4 năm gần nhất.

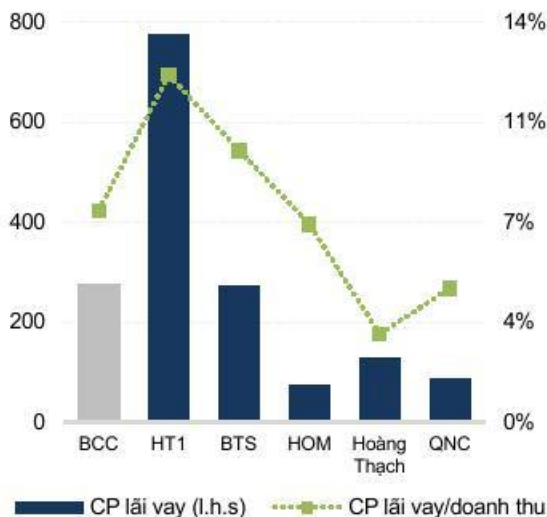


## Chi phí tài chính giảm mạnh trong những năm tới

Chi phí tài chính của BCC trong những năm qua đến từ 3 nguồn chủ yếu: 1) Chi phí lãi vay; 2) Lỗ chênh lệch tỷ giá hàng năm đối với khoản vay EUR; 3) Phân bổ khoản lỗ tỷ giá lũy kế trong giai đoạn đầu tư xây dựng dây chuyền số 3.

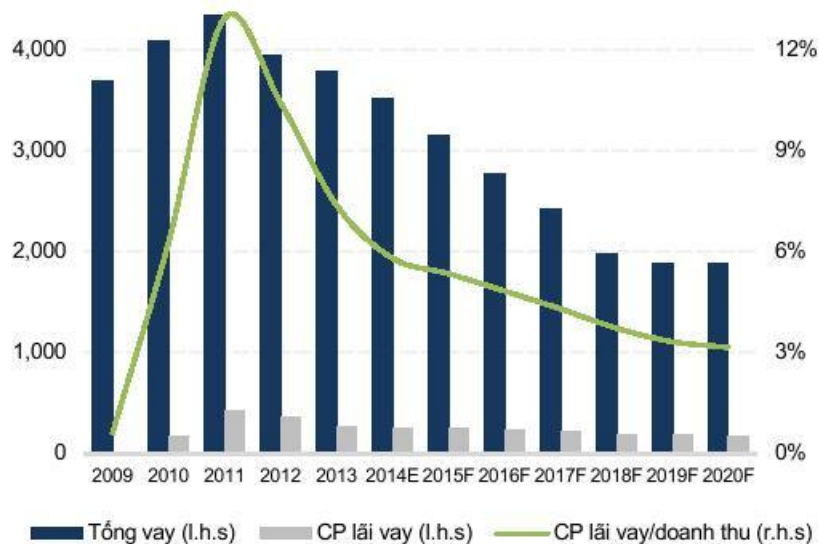
### 1) Chi phí lãi vay

Chi phí lãi vay các công ty xi măng



Nguồn: FPTIS tổng hợp

Chi phí lãi vay BCC, 2009-2020F



Nguồn: FPTIS dự phóng

**Chi phí lãi vay công ty đang trong xu hướng giảm từ năm 2011.** 9 tháng đầu năm 2014, chi phí lãi vay là 173,4 tỷ đồng, giảm 32,8 tỷ đồng so với cùng kỳ. Vì vay nợ lớn 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 rất khác nhau giữa các doanh nghiệp xi măng, BCC nằm ở mức trung bình ngành. Năm 2014, chi phí lãi vay ước đạt 248 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ chi phí lãi vay trên doanh thu thuần được dự phóng ở mức 5,8%. BCC có mức vay nợ cao, tại thời điểm 30/06/2014, tổng vay nợ ngắn hạn và dài hạn là 3.613 tỷ đồng; trong đó, vay bằng ngoại tệ là 1.865 tỷ đồng. Theo chúng tôi tính toán, lãi vay ngắn hạn VNĐ là 9,8%/năm; lãi vay dài hạn đối với VNĐ và EUR lần lượt là 10,6%/năm và 3,7%/năm (chi tiết các khoản vay xem phụ lục).

### 2) Lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá hàng năm

Lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá hàng năm xuất phát từ khoản vay EUR dài hạn tại Ngân hàng công thương Việt Nam. Tại thời điểm 30/06/2014, giá trị vay EUR dài hạn và vay dài hạn đến hạn trả lần lượt là 1.345 tỷ đồng và 516 tỷ đồng, tương ứng với 46,6 triệu EUR và 18 triệu EUR. Khoản nợ gốc được trả trong vòng 17 kỳ bán niên liên tiếp bằng nhau vào các ngày thanh toán gốc, bắt



Nguồn: FPTIS dự phóng

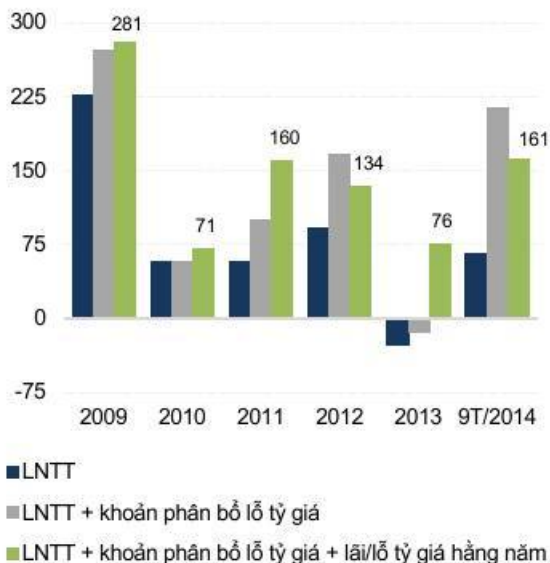
đầu từ 09/2009 và lãi vay được trả theo quý. Như vậy, theo chúng tôi ước tính, trong những năm tới mỗi năm công ty sẽ tiếp tục trả khoảng 12.000.000 EUR và hoàn thành việc trả nợ ngoại tệ vào năm 2018. Trong giai đoạn 2009-2013, do tỷ giá EUR/VND liên tục tăng nên mỗi năm công ty ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá (thực hiện + chưa thực hiện) vào chi phí tài chính khiến lợi nhuận trước thuế giảm trung bình khoảng 27,5 tỷ đồng/năm.

**Chúng tôi ước tính, năm 2014 công ty nhận được khoản lãi chênh lệch tỷ giá (thực hiện + chưa thực hiện) khoảng 131 tỷ đồng từ việc tỷ giá EUR/VND giảm 7,5%.** Dựa trên dự báo của Credit Suisse, Standard Chartered và JP Morgan, tỷ giá EUR/VND sẽ biến động không mạnh trong những năm tới do nền kinh tế châu Âu cần nhiều thời gian để phục hồi.

### 3) Phân bổ khoản lỗ tỷ giá

Trong quá trình đầu tư xây dựng dây chuyền số 3 Nhà máy Xi măng Bim Sơn, công ty phát sinh khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lũy kế tính đến ngày hoàn thành đầu tư xây dựng dây chuyền mới với tổng số tiền ước tính là 348,8 tỷ đồng. Khoản lỗ chênh lệch tỷ giá này được công ty phân bổ dần vào chi phí tài chính từ năm 2009 đến thời điểm hiện tại.

### LNTT hoạt động kinh doanh chính BCC



Nguồn: FPTIS tổng hợp

Phân bổ vào chi phí tài chính	Giá trị (triệu đồng)
Năm 2009	45.000
Năm 2011	43.371
Năm 2012	75.600
Năm 2013	12.596
9T đầu năm 2014	147.846
<b>Số dư còn lại để phân bổ trong các kỳ sau</b>	<b>24.366</b>

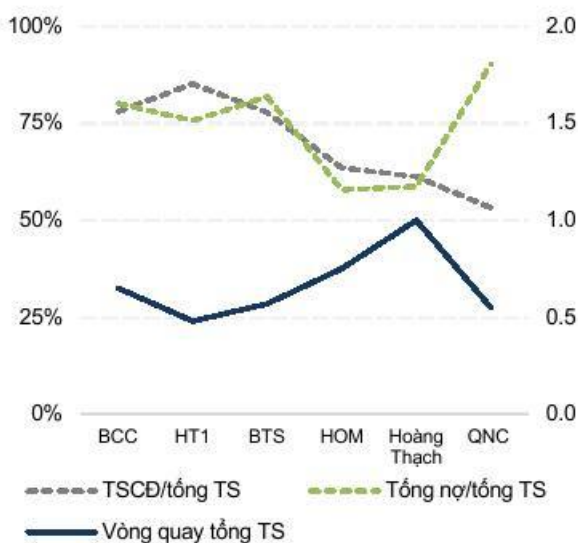
Trong 9 tháng đầu năm 2014, công ty đã phân bổ 147,8 tỷ đồng khoản lỗ này. Vậy đến thời điểm 30/09/2014, công ty vẫn còn 24,4 tỷ đồng lỗ tỷ giá phải phân bổ vào các kỳ tài chính tiếp theo. Chúng tôi đánh giá đây là một trong những nguyên nhân quan trọng khiến kết quả lợi nhuận của công ty bị ảnh hưởng trong 5 năm vừa qua. Dự báo công ty sẽ phân bổ khoản lỗ 24,4 tỷ còn lại trong quý 4 năm nay, theo đó, sẽ chấm dứt việc phân bổ trong những năm tới. Đây là một trong những nhân tố giúp kết quả kinh doanh những năm tới được kỳ vọng sẽ tăng trưởng đáng kể.

### Cơ cấu nguồn vốn thay đổi theo hướng nợ giảm dần

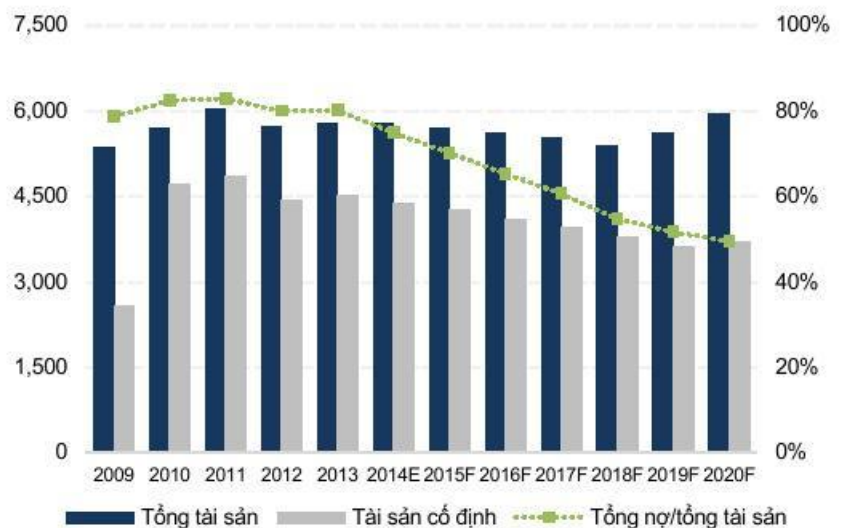
Đặc điểm của ngành xi măng là tài sản lớn (chủ yếu từ tài sản cố định) và tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản cao, BCC là đại diện



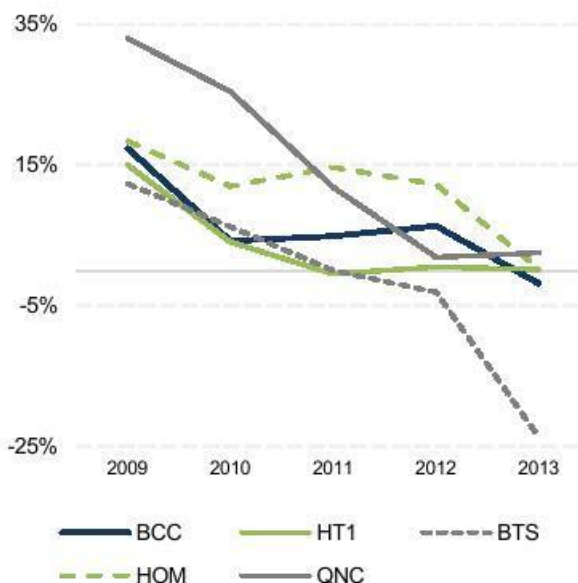
tiêu biểu cho đặc tính này. Năm 2013, vòng quay tổng tài sản công ty chỉ đạt 0,65 vòng (1 đồng tài sản tạo ra 0,65 đồng doanh thu). Giá trị tài sản cố định chiếm đến 78% tổng giá trị tài sản. Chi phí cho việc xây dựng lò nung clinker thường rất lớn, do đó, giá trị tài sản cố định chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu tổng giá trị tài sản. Ví dụ, chi phí đầu tư cho lò nung clinker công suất 6.000 tấn/ngày khoảng 4.000 - 4.500 tỷ đồng. Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản của BCC ở mức cao là 80%. Điều này tạo ra những gánh nặng về chi phí lãi vay hàng năm và lượng vay EUR chiếm đến 45,5% tổng nợ dẫn đến những rủi ro về lỗ chênh lệch tỷ giá khi tỷ giá EUR/VND tăng lên.

**Cơ cấu nguồn vốn các công ty xi măng**


Nguồn: FPTIS tổng hợp

**Cơ cấu nguồn vốn BCC**


Nguồn: FPTIS dự phóng

**ROE các công ty xi măng**


Nguồn: FPTIS tổng hợp

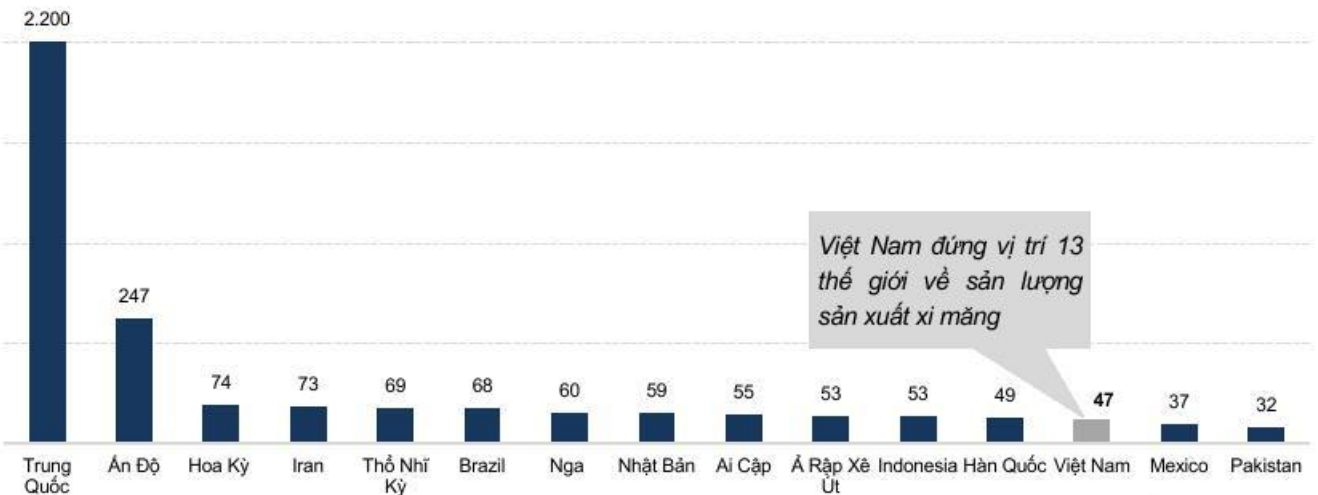
**ROE Dupont BCC, 2009 – 2020F**


Nguồn: FPTIS dự phóng

## NGÀNH XI MĂNG THẾ GIỚI VÀ VIỆT NAM

Trung Quốc đóng vai trò quan trọng trong ngành xi măng thế giới

Các quốc gia sản xuất xi măng lớn (triệu tấn)



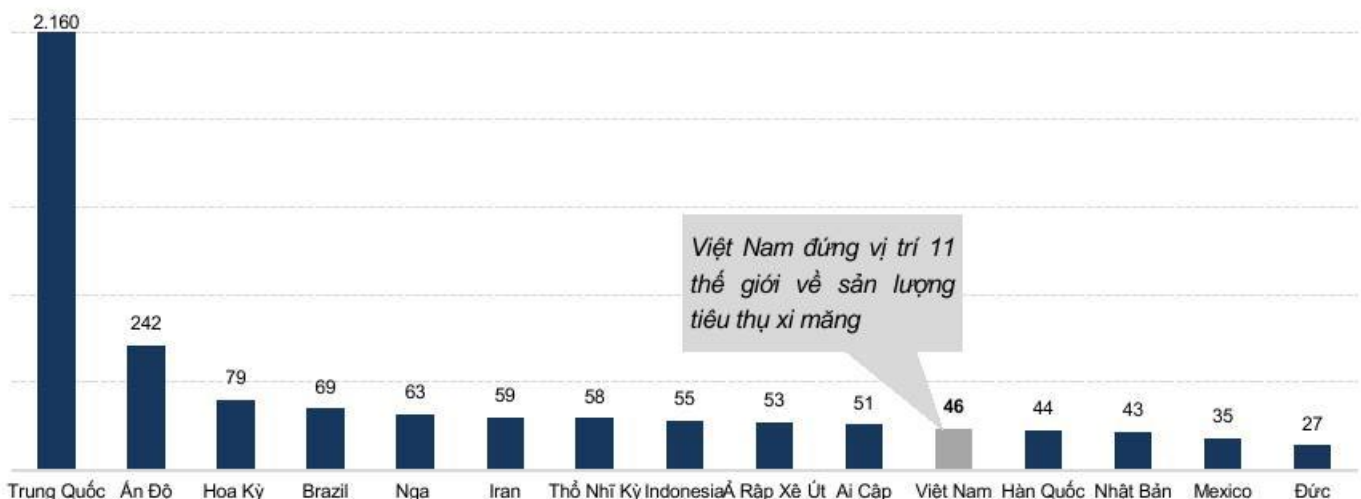
Việt Nam đứng vị trí 13 thế giới về sản lượng sản xuất xi măng

Nguồn: FICEM, FPT S

Ngành xi măng thế giới chịu sự chi phối hoàn toàn của Trung Quốc, quốc gia có sản lượng sản xuất xi măng chênh lệch rất lớn so với phần còn lại của thế giới. Sản lượng sản xuất hằng năm của Trung Quốc đạt khoảng 2.220 triệu tấn, cao hơn 9 lần quốc gia có sản lượng sản xuất lớn thứ 2 là Ấn Độ và lớn gấp 45 lần sản lượng của Việt Nam. Việt Nam có sản lượng sản xuất lớn thứ 13 trên thế giới với 49 triệu tấn năm 2013. Indonesia là quốc gia có sản lượng sản xuất lớn nhất khu vực Đông Nam Á.

### Trung Quốc chiếm 58% sản lượng tiêu thụ xi măng toàn cầu

Các quốc gia tiêu thụ xi măng lớn (triệu tấn)



Việt Nam đứng vị trí 11 thế giới về sản lượng tiêu thụ xi măng

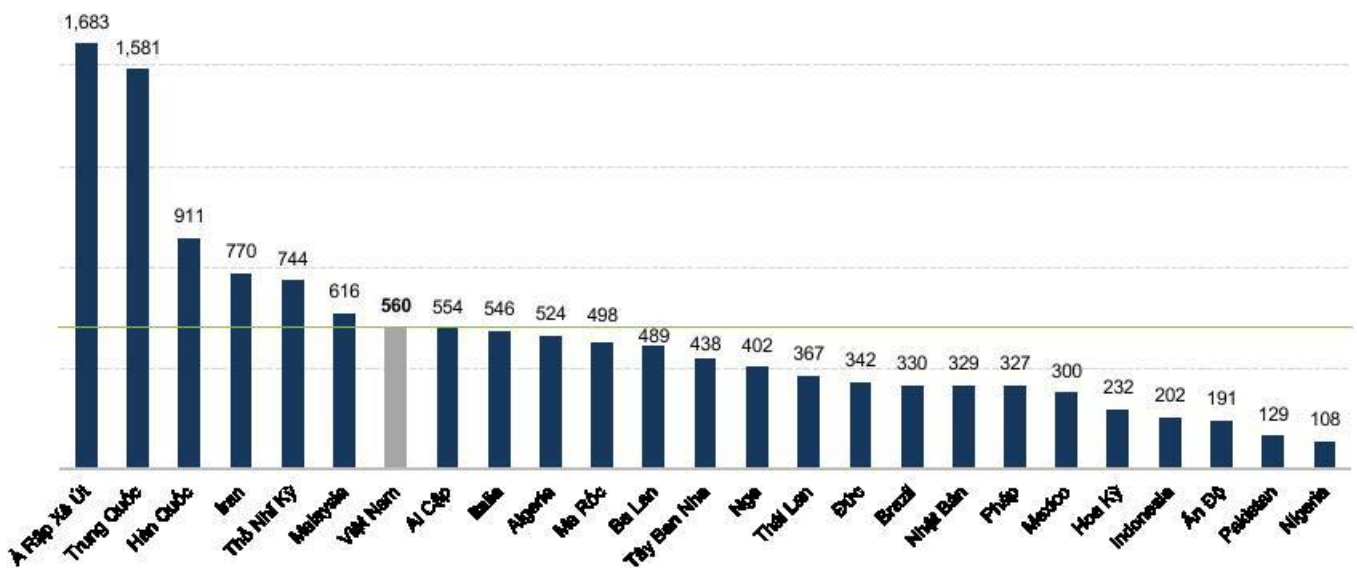
Nguồn: FICEM, FPT S



Trung Quốc là quốc gia tiêu thụ xi măng lớn nhất thế giới, chiếm đến 58% sản lượng tiêu thụ toàn cầu. Năm 2002, Việt Nam xếp thứ 18 thế giới về tiêu thụ xi măng, đến năm 2012, Việt Nam vươn lên xếp vị trí 11 toàn cầu. Điều này cho thấy nhu cầu tiêu thụ xi măng của nước ta tăng nhanh hơn so với nhiều quốc gia khác trong 10 năm qua. Theo thống kê của VNCA, sản lượng tiêu thụ xi măng của Việt Nam năm 2013 đạt 46 triệu tấn.

### Tiêu thụ xi măng bình quân đầu người của Việt Nam đang ở mức tương đối cao so với các quốc gia khác

Tiêu thụ xi măng bình quân đầu người (kg)

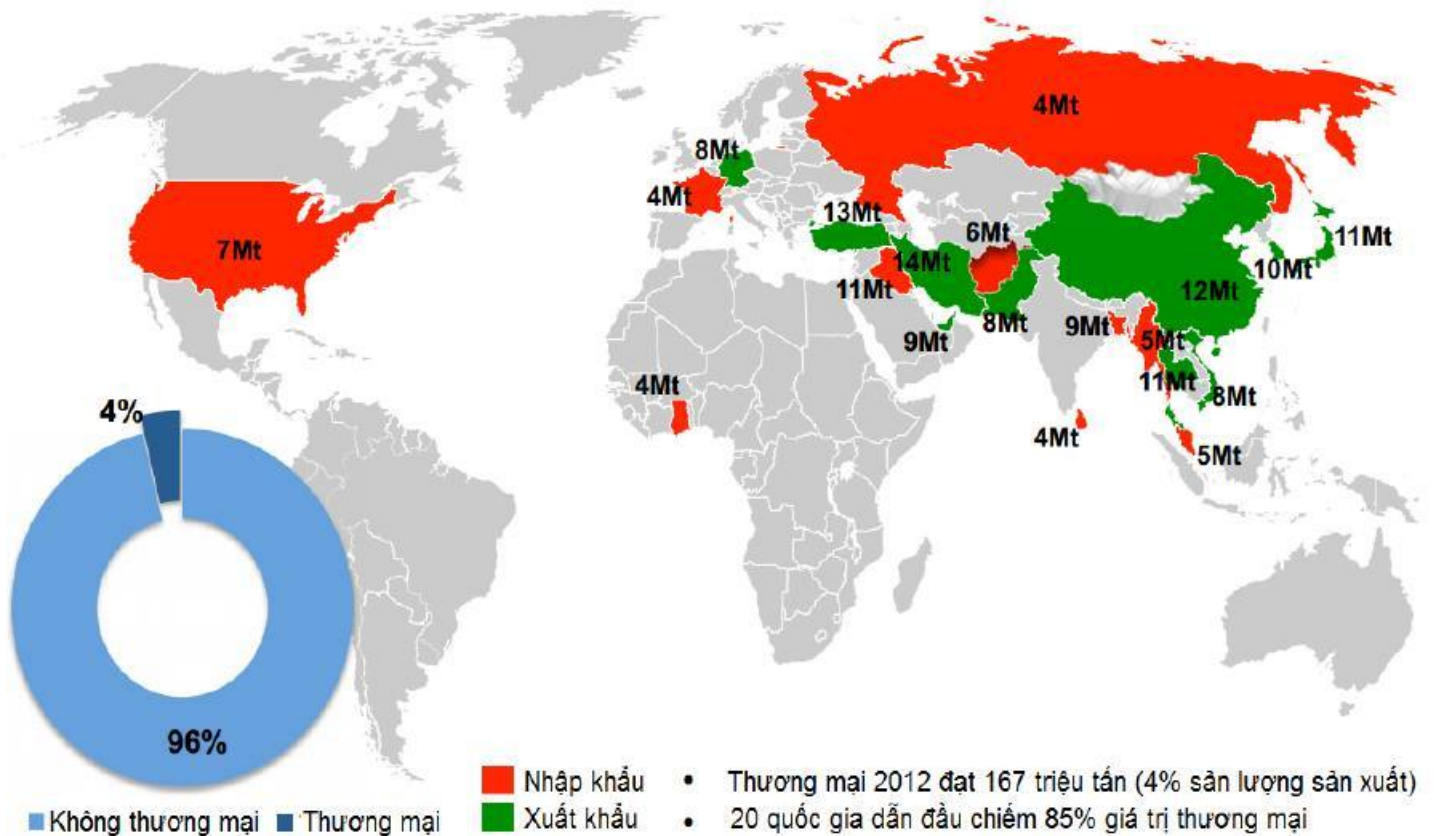


Nguồn: FICEM, FPTIS

Việt Nam xếp vị trí thứ 7 thế giới về tiêu thụ xi măng bình quân đầu người với 560 kg/năm. So với các quốc gia trong khu vực Đông Nam Á, nước ta chỉ xếp sau Malaysia và cao hơn nhiều so với các quốc gia còn lại. Ả Rập Xê Út là quốc gia có mức tiêu thụ xi măng bình quân đầu người cao nhất thế giới, cao hơn khoảng 3 lần so với Việt Nam.

### Giá trị thương mại xi măng giữa các quốc gia nhỏ

Đặc thù của ngành xi măng thế giới là giá trị thương mại giữa các quốc gia không lớn do chi phí vận chuyển cao so với giá thành sản xuất. Do đó, các quốc gia thường sản xuất chỉ để đáp ứng nhu cầu của thị trường trong nước. Ở các thị trường có định hướng và quy hoạch không tốt như Việt Nam, sẽ có tình trạng có quá nhiều nhà máy sản xuất và theo đặc tính kỹ thuật, các nhà máy clinker phải hoạt động liên tục (cả năm thường chỉ dừng lò 2 lần trong thời gian ngắn để bảo trì) dẫn đến tình trạng dư cung so với cầu nội địa và tạo ra áp lực xuất khẩu lượng xi măng và clinker thừa.

**10 quốc gia xuất khẩu và nhập khẩu xi măng lớn nhất thế giới**


Nguồn: FICEM, FPTS

**Sản lượng tiêu thụ xi măng của 3 nhóm doanh nghiệp không chênh lệch quá lớn**

Các công ty xi măng Việt Nam được chia làm 3 nhóm chính: Khối tổng công ty công nghiệp xi măng Việt Nam VICEM, các đơn vị liên doanh với nước ngoài và các nhà máy xi măng được các công ty tư nhân tự đầu tư xây dựng.

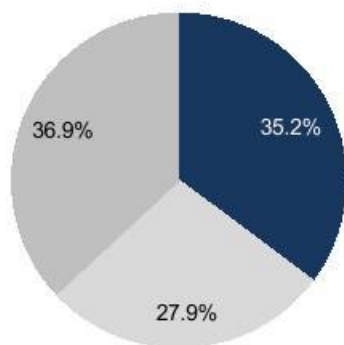
Đơn vị	Lũy kế 2012	Lũy kế 2013	Lũy kế 9 tháng 2014
Tiêu thụ xi măng nội địa	45.158.472	46.045.451	37.032.598
<b>A Khối tổng công ty</b>	<b>15.252.000</b>	<b>16.267.667</b>	<b>13.019.970</b>
1 XM Hải Phòng	1.197.000	1.187.648	844.035
2 XM Bỉm Sơn	2.455.000	2.994.411	2.307.325
3 XM Hoàng Thạch	2.782.000	2.711.634	1.895.291
4 XM Bút Sơn	2.073.000	2.390.194	1.596.390
5 XM Hà Tiên Vicem	3.968.000	4.200.114	3.267.485
6 XM Hoàng Mai	1.329.000	1.183.097	1.222.071
7 XM Tam Điệp	943.000	909.450	587.644
<b>B Khối liên doanh</b>	<b>13.262.020</b>	<b>12.667.284</b>	<b>10.327.628</b>
1 XM Nghi Sơn	3.692.871	3.790.011	2.786.276
2 XM Chinfon	2.814.422	2.774.618	2.017.403
3 XM Holcim	3.195.000	3.083.000	4.466.000



4	XM Luks(Vietnam)	1.224.652	1.173.912	950.509
5	XM Lafarge	519.489	555.160	408.560
6	XM Phúc Sơn	1.815.586	1.290.583	962.032
<b>C</b>	<b>Khối doanh nghiệp vừa và nhỏ + Trạm nghiền</b>	<b>16.860.020</b>	<b>17.110.500</b>	<b>13.685.000</b>
<b>Xuất khẩu</b>			<b>15.136.599</b>	<b>15.403.000</b>
	Xi măng		5.327.558	
	Clinker		9.809.041	

Nguồn: VNCA

### Tiêu thụ xi măng 3 nhóm doanh nghiệp



■ Vicem ■ Liên doanh ■ Tư nhân

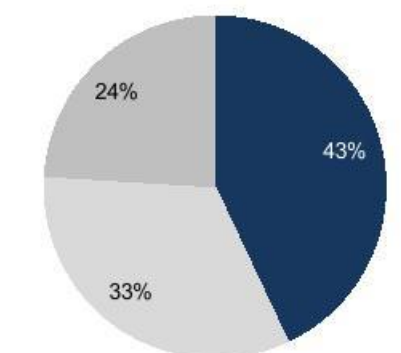
Nguồn: FPTIS tổng hợp

Tổng công ty công nghiệp xi măng Việt Nam VICEM sở hữu 8 đơn vị thành viên: Hải Phòng, Hoàng Mai, Hà Tiên, Bim Sơn, Hoàng Thạch, Bút Sơn, Hải Vân và Tam Điệp. 5 doanh nghiệp thành viên đã hoàn thành xong cổ phần hóa và chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần. Theo kế hoạch, công ty mẹ VICEM và 3 công ty con trách nhiệm hữu hạn một thành viên: Xi măng Vicem Hoàng Thạch, Xi măng Vicem Hải Phòng, Xi măng Vicem Tam Điệp sẽ được cổ phần hóa vào quý 4 năm 2015. **Các công ty trong khối VICEM chiếm khoảng 35,2% tổng sản lượng tiêu thụ toàn xã hội.**

### Dư cung miền Bắc và thiếu cung miền Nam

Lượng xi măng được tiêu thụ nhiều nhất ở khu vực miền Bắc (từ Thanh Hóa trở ra), chiếm 43% sản lượng tiêu thụ cả nước. **Đa số các lò nung clinker tập trung ở khu vực phía Bắc, nơi có nhiều mỏ đá vôi và đất sét tạo ra tình trạng dư cung ở miền Bắc và thiếu cung tại miền Nam.** Các nhà máy xi măng ở miền Nam phải vận chuyển một lượng clinker từ miền Bắc vào khiến giá thành sản phẩm tăng lên. Đây là nguyên nhân quan trọng đẩy giá bán xi măng tại khu vực miền Nam lên cao.

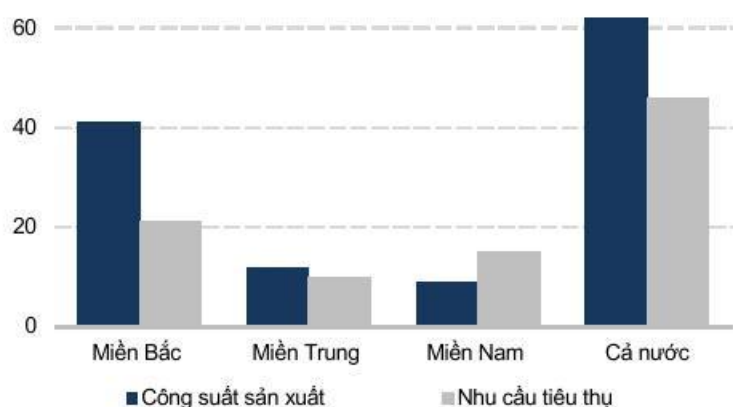
### Cơ cấu tiêu thụ xi măng 3 miền



■ Miền Bắc ■ Miền Nam ■ Miền Trung

Nguồn: FPTIS tổng hợp

### Sản xuất và tiêu thụ 3 miền (triệu tấn)



Nguồn: FPTIS ước tính

## Sản lượng tiêu thụ xi măng tăng trở lại sau giai đoạn 2010-2013 trì trệ



Nguồn: FPTS tổng hợp

Quy mô sản xuất của ngành xi măng liên tục tăng qua các năm, nhưng không tương đồng với tốc độ tăng trưởng của sản lượng tiêu thụ dẫn đến tình trạng dư cung xi măng đến thời điểm hiện tại. Trước năm 2009, cung xi măng vẫn thấp hơn cầu. Tuy nhiên, **bắt đầu từ năm 2009, cung xi măng đã vượt cầu do nhiều dự án mới được xây dựng và đưa vào hoạt động**. Bên cạnh đó, thị trường bất động sản, xây dựng bắt đầu chững lại từ năm 2011 khiến cầu xi măng giảm sút dẫn đến khoảng cách cung cầu xi măng càng lớn. Hiện tại, cung vượt cầu khoảng 15 triệu tấn nên các công ty phải xuất khẩu một phần clinker và xi măng sang các thị trường khác. Chúng tôi không đánh giá cao hiệu quả của hoạt động xuất khẩu do giá xuất khẩu thấp và chi phí vận chuyển xi măng cao so với giá thành sản xuất.

### Giá bán xi măng khác nhau giữa các thương hiệu, miền Nam cao hơn miền Bắc

Giá bán xi măng được quy định bởi [thông tư liên bộ 06-TT/LB](#). Theo đó, giá bán lẻ chuẩn xi măng bao PC 30 tại thị trường chính do Ban vật giá chính phủ quy định trên cơ sở phương án giá do VICEM đề nghị và ý kiến thống nhất của Bộ Xây dựng. Thị trường chính được quy định là các thị trường Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh, Đà Nẵng và Cần Thơ. Mức giá bán lẻ có thể khác biệt so với mức giá bán lẻ chuẩn trong biên độ 10%. Giá bán lẻ tại các thị trường khác do VICEM hoặc các công ty sản xuất, kinh doanh xi măng khác quy định nhưng cần đảm bảo giá bán xi măng tại các vùng sâu, vùng xa, miền núi không chênh lệch quá lớn so với giá bán hiện hành.

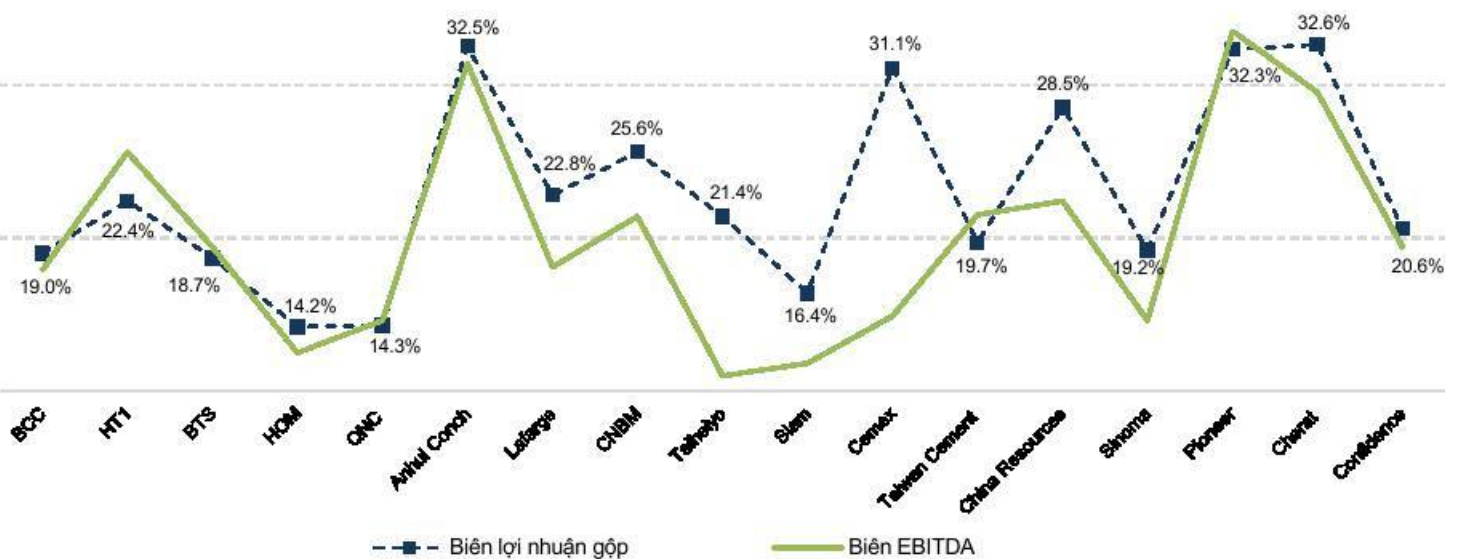


Tuy nhiên, giá xi măng theo quy định chủ yếu trên danh nghĩa, các công ty có rất nhiều chính sách khuyến mãi như chiết khấu, tặng bao, tài trợ bằng,...nên giá niêm yết và giá thực tế có thể rất khác nhau.

Giá bán xi măng của các đơn vị khác nhau trên cùng địa bàn rất khác nhau. **Giá bán xi măng tại khu vực miền Nam thường cao hơn khu vực miền Bắc khoảng 300.000 - 400.000 đồng/tấn.** Giá bán lẻ xi măng tháng 10/2014 tăng nhẹ so với tháng 9/2014 (mức tăng khoảng 20.000 - 50.000 đồng/tấn), cụ thể, tại các tỉnh miền Bắc, miền Trung hiện phổ biến từ 1.050.000 - 1.550.000 đồng/tấn; tại các tỉnh miền Nam phổ biến từ 1.460.000 - 1.850.000 đồng/tấn. Giá bán cao nhất trong cả nước tại khu vực Gia Lai, Đaklak, Kontum. Giá xuất khẩu xi măng và clinker 15 ngày đầu tháng 10/2014 khoảng 54,5 - 55 USD/tấn và 38,2 - 39 USD/tấn.

### Biên lợi nhuận gộp các công ty xi măng Việt Nam thấp hơn so với mặt bằng chung thế giới

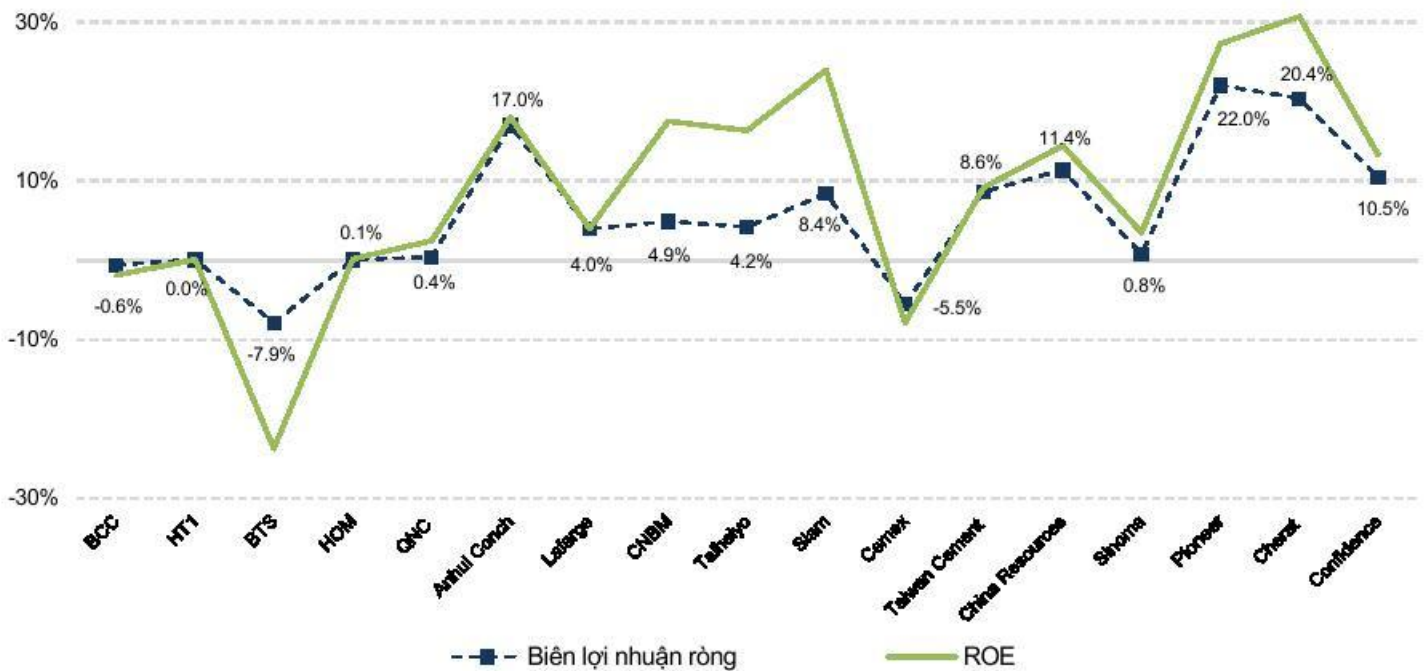
**Biên lợi nhuận gộp và biên EBITDA**



Nguồn: Bloomberg, FPTIS

Nhìn chung, **biên lợi nhuận gộp của các công ty xi măng Việt Nam thấp hơn so với mặt bằng chung của thế giới.** Đặc biệt, biên lợi nhuận gộp càng thấp đối với các công ty có quy mô sản xuất nhỏ. Do chi phí lãi vay và khấu hao cao nên biên EBITDA của các doanh nghiệp xi măng Việt Nam không quá chênh lệch so với các công ty tại các quốc gia khác. Điều này cho thấy hiệu quả của các công ty xi măng tại Việt Nam thấp chủ yếu do dùng đòn bẩy tài chính cao. Xu hướng mặt bằng lãi vay giảm dần sẽ giúp các công ty xi măng tăng hiệu quả trong những năm tới.

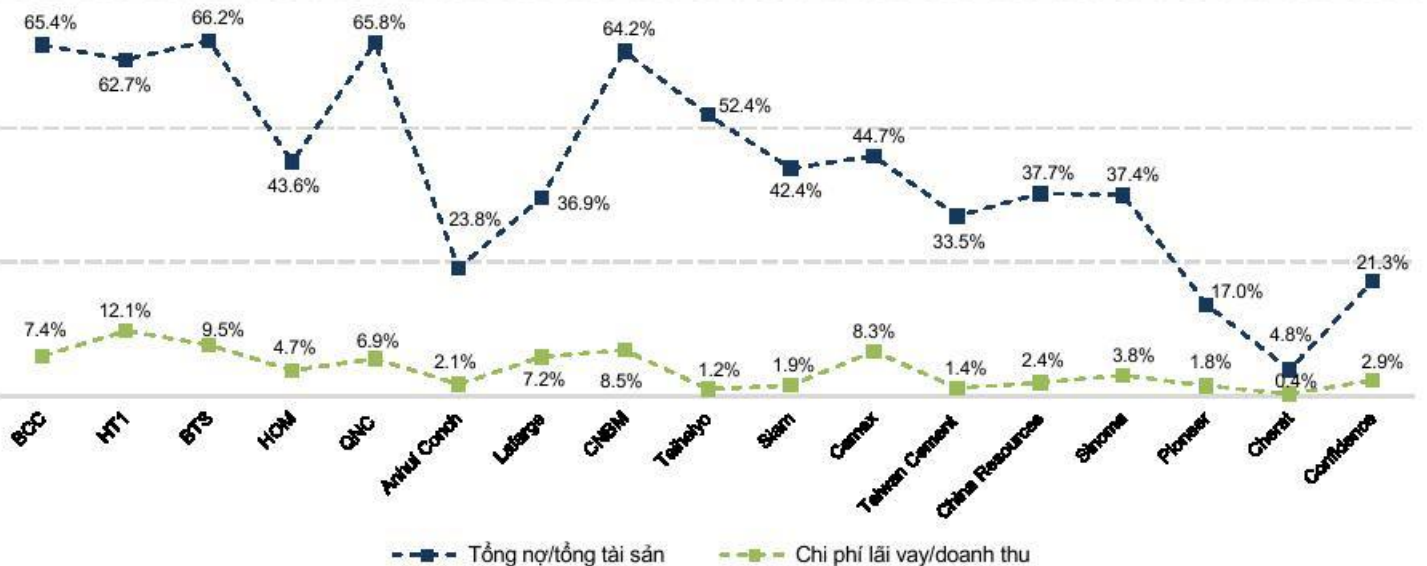
Biên lợi nhuận ròng và ROE



Nguồn: Bloomberg, FPTS

Các công ty xi măng Việt Nam dùng đòn bẩy tài chính cao hơn mặt bằng chung thế giới

Cơ cấu nguồn vốn và chi phí lãi vay



Nguồn: Bloomberg, FPTS

So với các công ty xi măng trên thế giới, các công ty tại Việt Nam có đòn bẩy tài chính cao hơn khoảng 1,5 lần. Tỷ lệ chi phí lãi vay trên doanh thu cũng cao hơn nhiều so với các công ty cùng ngành trên thế giới.



**Phụ lục 1: Báo cáo tài chính và dự phóng**

<b>HĐKD</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Doanh thu thuần	3,287,083	3,516,336	3,728,692	4,277,229
- Giá vốn hàng bán	2,409,249	2,716,273	3,019,746	3,392,710
Lợi nhuận gộp	877,834	800,063	708,946	884,520
- Chi phí bán hàng	180,127	178,308	195,836	244,635
- Chi phí quản lí DN	126,125	129,977	174,201	174,754
Lợi nhuận thuần HĐKD	571,582	491,778	338,909	465,131
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-98,788	-33,865	-96,987	-28,155
- Lợi nhuận khác	752	7,056	0	0
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	482,371	458,665	248,978	436,976
- Chi phí lãi vay	425,066	366,800	275,332	248,310
Lợi nhuận trước thuế	57,305	91,865	-26,354	188,666
- Thuế TNDN	7,738	22,966	1,451	54,550
LNST	49,567	68,899	-27,805	134,116
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	-6,189	0
LNST của cổ đông CT Mẹ	49,567	68,899	-21,616	134,116
EPS (đ)	518	720	-226	1,402
EBITDA	791,875	739,047	485,644	774,747
Khấu hao	309,504	280,382	236,666	337,771
Tăng trưởng doanh thu	20.8%	7.0%	6.0%	14.7%
Tăng trưởng LN HĐKD	147.4%	-14.0%	-31.1%	37.2%
Tăng trưởng EBIT	111.6%	-4.9%	-45.7%	75.5%
Tăng trưởng EPS	10.7%	39.0%	131.4%	-720.4%
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	26.7%	22.8%	19.0%	20.7%
Tỷ suất LNST	1.5%	2.0%	-0.7%	3.1%
ROE DuPont	4.9%	6.3%	-2.5%	10.5%
ROA DuPont	0.8%	1.2%	-0.5%	2.3%
Tỷ suất EBIT	14.7%	13.0%	6.7%	10.2%
LNST / LNST	86.5%	75.0%	105.5%	71.1%
LNST / EBIT	11.9%	20.0%	-10.6%	43.2%
Vòng quay tổng tài sản	0.56	0.60	0.65	0.74
Đòn bẩy tài chính	5.79	5.41	5.08	4.53
ROIC	8.2%	6.8%	5.9%	7.5%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Số ngày phải thu	88.7	71.6	56.2	63.9
Số ngày tồn kho	37.9	48.3	40.2	39.1
Số ngày phải trả	77.7	70.5	73.6	74.1
Thời gian luân chuyển tiền	48.9	49.3	22.8	28.9
COGS / Hàng tồn kho	4.1	5.1	6.5	6.3
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
CS thanh toán hiện hành	0.70	0.64	0.48	0.50
CS thanh toán nhanh	0.34	0.40	0.28	0.27
CS thanh toán tiền mặt	0.04	0.05	0.06	0.05
Nợ / Tài sản	0.72	0.69	0.65	0.61
Nợ / Vốn sử dụng	0.81	0.78	0.77	0.71
Nợ / Vốn CSH	4.19	3.45	3.37	2.46
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.18	0.21	0.27	0.31
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.55	0.47	0.39	0.30
Khả năng TT lãi vay	1.13	1.25	0.90	1.76
<b>Định giá</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
P/E	38.4	27.6	-88.1	14.2
P/B	1.8	1.7	1.7	1.3
EV / EBITDA	7.1	7.1	10.6	6.3
Giá trị sổ sách	10,818	11,955	11,759	14,933

<b>CĐKT</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương	67,027	91,443	131,894	122,231
+ Đầu tư TC ngắn hạn	89,000	130,000	88,032	88,032
+ Các khoản phải thu	402,255	527,865	430,774	458,562
+ Hàng tồn kho	611,450	454,130	475,336	593,801
+ Tài sản ngắn hạn khác	12,896	7,751	30,798	30,798
Tổng tài sản ngắn hạn	1,182,628	1,211,189	1,156,834	1,293,424
+ Nguyên giá tài sản CĐHI	6,357,717	6,507,007	6,755,429	6,971,824
+ Khấu hao lũy kế	-1,771,796	-2,086,668	-2,323,186	-2,660,957
+ Giá trị còn lại tài sản CĐI	4,585,921	4,420,339	4,432,243	4,310,867
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	10,735	79,569	101,657	84,102
Tổng tài sản dài hạn	4,870,156	4,516,426	4,628,046	4,487,561
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>6,052,784</b>	<b>5,727,615</b>	<b>5,784,880</b>	<b>5,780,985</b>
<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
+ Phải trả ngắn hạn	676,099	628,670	842,869	807,167
+ Vay và nợ ngắn hạn	1,015,938	1,250,155	1,543,556	1,790,384
+ Quỹ khen thưởng	5,417	5,349	5,229	7,911
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1,697,454</b>	<b>1,884,174</b>	<b>2,391,654</b>	<b>2,605,462</b>
+ Vay và nợ dài hạn	3,320,417	2,699,838	2,244,483	1,723,134
+ Phải trả dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn	3,320,431	2,699,849	2,244,494	1,723,145
<b>Tổng nợ</b>	<b>5,017,885</b>	<b>4,584,023</b>	<b>4,636,148</b>	<b>4,328,607</b>
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	57,007	57,007	57,007	57,007
+ Vốn điều lệ	956,614	956,614	956,614	956,614
+ LN chưa phân phối	39,487	68,362	-21,774	104,295
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	23,879	23,879
Vốn chủ sở hữu	1,034,899	1,143,595	1,124,853	1,428,499
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>6,052,784</b>	<b>5,727,618</b>	<b>5,784,880</b>	<b>5,780,985</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>61,187</b>	<b>67,027</b>	<b>91,443</b>	<b>131,894</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>57,303</b>	<b>91,865</b>	<b>-26,356</b>	<b>134,116</b>
+ Khấu hao	309,505	324,219	329,668	339,326
+ Điều chỉnh				
+ Thay đổi vốn lưu động	-44,073	23,688	111,822	-181,955
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>336,574</b>	<b>449,887</b>	<b>476,532</b>	<b>463,699</b>
+ Thanh lý tài sản cố định	1,368	1,057	10,442	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-439,116	-8,931	-39,831	-216,395
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	-61,410	0
+ Các hđ đầu tư khác	0	9,864	6,812	0
<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	<b>-526,748</b>	<b>-39,010</b>	<b>-42,019</b>	<b>-198,840</b>
+ Cổ tức đã trả	-47,831	0	0	0
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	133,644	234,217	293,401	246,828
+ Thay đổi nợ dài hạn	110,266	-620,579	-455,355	-521,349
+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>196,079</b>	<b>-386,463</b>	<b>-394,062</b>	<b>-274,522</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	5,905	24,414	40,451	-9,663
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>67,029</b>	<b>91,441</b>	<b>131,894</b>	<b>122,231</b>

*Đvt: Tỷ đồng*

## Phụ lục 2: Một số điều cần biết về xi măng

**Clinker** là sản phẩm nung thiêu kết ở 1.450 độ C của đá vôi, đất sét và một số phụ gia điều chỉnh hệ số như quặng sắt, boxit, cát,...Thành phần hóa học chủ yếu của phối liệu gồm 04 oxit chính: CaO (từ đá vôi), và SiO<sub>2</sub>, Fe<sub>2</sub>O<sub>3</sub>, Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>. 04 oxit chính trong phối liệu khi nung sẽ phản ứng với nhau tạo thành 4 khoáng chính C3S (3CaO. SiO<sub>2</sub>); C2S(2CaO.SiO<sub>2</sub>); C3A (3CaO.Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>); C4AF (4CaO. Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>. Fe<sub>2</sub>O<sub>3</sub>). Các khoáng chất này có cấu trúc tinh thể khác nhau và quyết định đến tính chất của clinker. Chất lượng của clinker sẽ quyết định tính chất của xi măng.

**Xi măng** là chất kết dính thủy lực được tạo thành bằng cách nghiền mịn clinker, thạch cao thiên nhiên và phụ gia. Khi tiếp xúc với nước thì xảy ra các phản ứng thủy hóa và tạo thành một dạng hồ gọi là hồ xi măng. Tiếp đó, do sự hình thành của các sản phẩm thủy hóa, hồ xi măng bắt đầu *quá trình ninh kết* sau đó là *quá trình hóa cứng* để cuối cùng nhận được một dạng vật liệu có cường độ và độ ổn định nhất định.

Muốn cho xi măng đảm bảo chất lượng, thành phần hóa học của xi măng là.

- CaO: 63-66%
- SiO<sub>2</sub>: 21-24%
- Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>: 4-8%
- Fe<sub>2</sub>O<sub>3</sub>: 2-4%

Ngoài ra, còn một ít các tạp chất như MgO, CaO dạng hạt già lửa gây mất ổn định thể tích nên cần phải hạn chế.

- MgO: <4,5%
- SO<sub>3</sub>: <3%
- Oxit kiềm (Na<sub>2</sub>O, K<sub>2</sub>O): <1,5%.

(Nguồn: Wikipedia, Giáo trình VLXD)

### Phân biệt xi măng Poocăng và Poocăng hỗn hợp.

- Xi măng PC là xi măng Poocăng được nghiền từ clinker với một lượng thạch cao nhất định (chiếm từ 4-5%). Chất lượng xi măng Poocăng được xác định theo tiêu chuẩn TCVN 2682:1999.

- Xi măng PCB là xi măng Poocăng hỗn hợp được sản xuất từ việc nghiền hỗn hợp clinker, thạch cao và phụ gia (lượng phụ gia kể cả thạch cao không quá 40% trong đó phụ gia đầy không quá 20%). Chất lượng xi măng Poocăng hỗn hợp được xác định theo tiêu chuẩn TCVN 6260:1997.

### Các tiêu chuẩn Việt Nam về xi măng thường được sử dụng hiện nay.

TCVN 2682:1992 - Xi măng portland

TCVN 5691:1992 - Xi măng portland trắng

TCVN 6260:1997 - Xi măng portland hỗn hợp

TCVN 6067:1995 - Xi măng portland bền sulfat

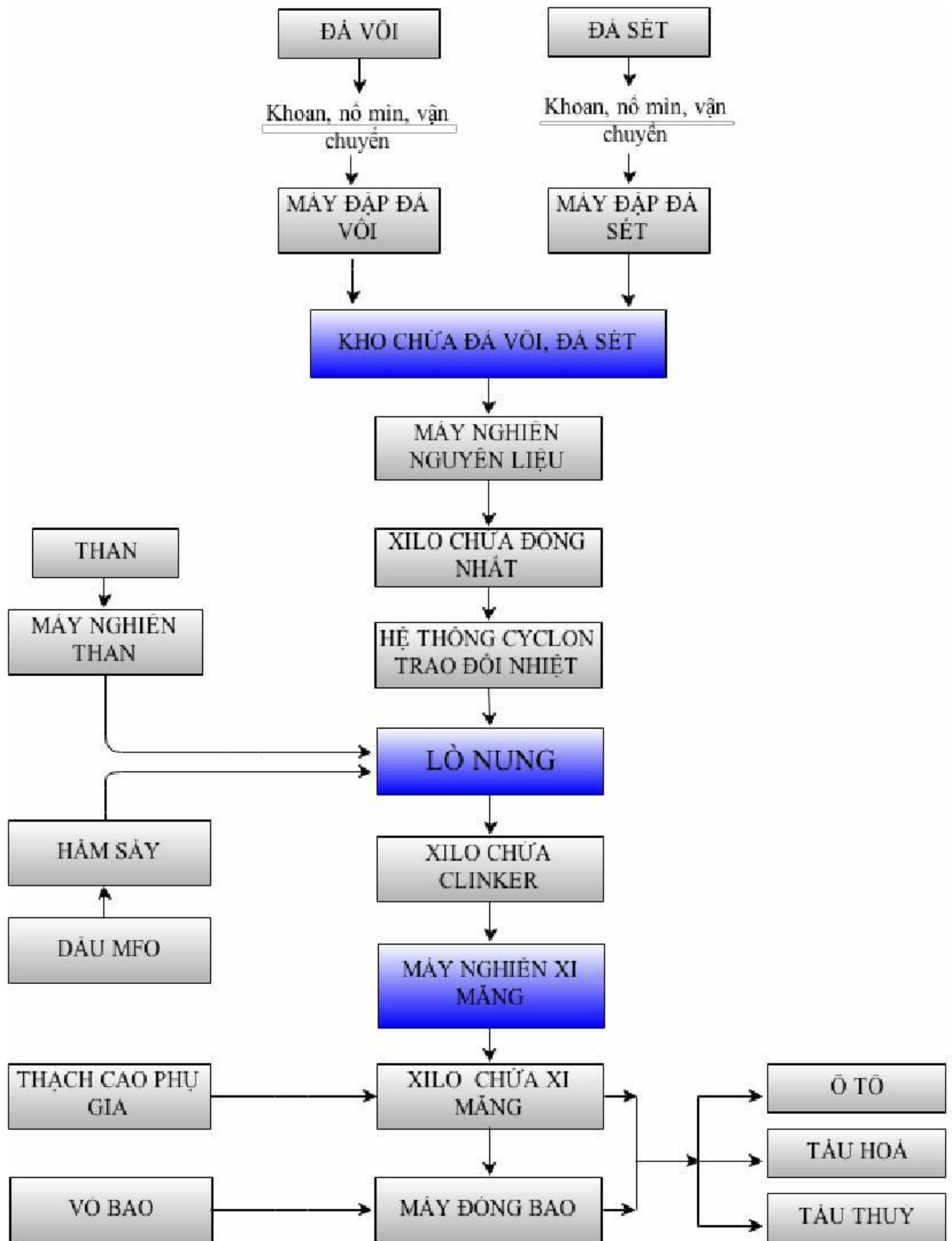
TCVN 6069:1995 - Xi măng portland ít tỏa nhiệt

TCVN 7712:2007 – Xi măng portland hỗn hợp ít tỏa nhiệt

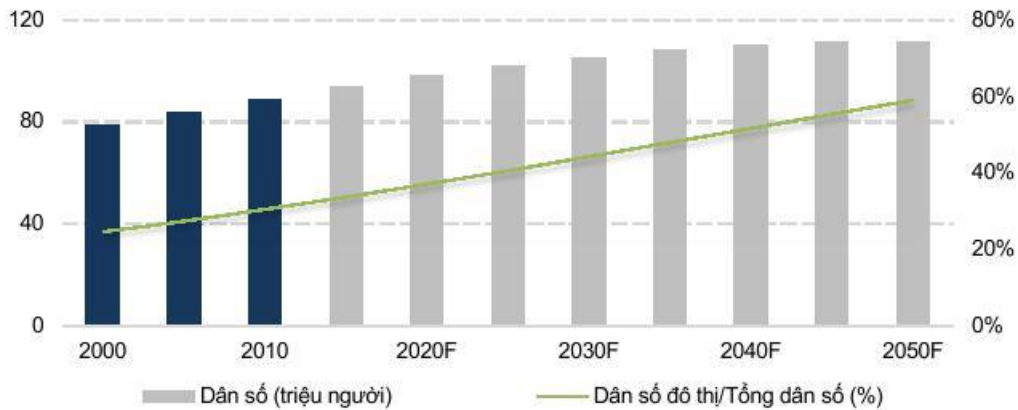
TCVN 7711:2007 – Xi măng portland hỗn hợp bền sunfat.



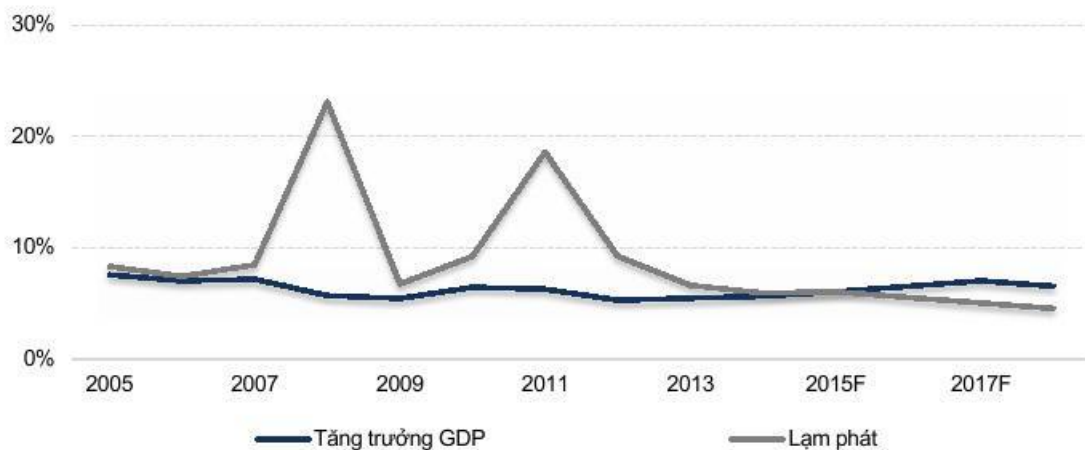
Phụ lục 3: Quy trình sản xuất xi măng



Nguồn: FPT S tổng hợp

**Phụ lục 4: Những nhân tố vĩ mô hỗ trợ tăng trưởng ngành**
**Dân số và tỷ lệ dân số đô thị Việt Nam**


Nguồn: World Urbanization Prospectives: The 2009 Revision Population Database; Bộ Xây Dựng

**Tăng trưởng GDP thực tế và lạm phát qua các năm**


Nguồn: ADB, EY Rapid-Growth Markets Forecast July 2014

**GDP\* bình quân đầu người, dự phóng đến 2018**


\* GDP danh nghĩa

Nguồn: Tổng Cục Thống kê; EY Rapid-Growth Markets Forecast July 2014



**Phụ lục 5: Top 25 công ty xi măng lớn nhất thế giới theo công suất sản xuất**

Xếp hạng	Công ty/Tập đoàn	Quốc gia	Năng suất (Mt/năm)	Số lượng nhà máy
1	Anhui Conch	Trung Quốc	217	26
2	Lafarge	Pháp	205	134
3	Holcim	Thụy Sĩ	174	117
4	CNBM	Trung Quốc	128	80
5	HeidelbergCement	Đức	90	100
6	Italcementi	Ý	80	60
7	Cemex	Mexico	76	55
8	Taiwan Cement Corp	Đài Loan	64	6
9	China Resources	Trung Quốc	59	17
10	Sinoma	Trung Quốc	53	4
11	UltraTech	Ấn Độ	49	23
12	Taiheiyo	Nhật	43	11
13	Tianrui	Trung Quốc	42	11
14	Eurocement	Nga	40	30
15	Jidong Development	Trung Quốc	37	9
16	Shanshui	Trung Quốc	36	21
17	Buzzi	Ý	36	32
18	Cimpor	Bồ Đào Nha	35	36
19	Votorantim	Brazil	35	25
20	Siam	Thái Lan	31	6
21	Jiangsu Jinfeng	Trung Quốc	31	7
22	Jaypee	Ấn Độ	27	17
23	Vicat	Pháp	25	15
24	Yatai Group	Trung Quốc	22	6
25	VICEM	Việt Nam	22	9

Nguồn: FICEM

**Phụ lục 6: Chi tiết vay nợ BCC (30/06/2014)**

<b>VAY VÀ NỢ NGẮN HẠN</b>			
<b>NGÂN HÀNG</b>	<b>GIÁ TRỊ</b>	<b>LÃI SUẤT</b>	<b>ĐẢM BẢO</b>
Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam – Chi nhánh Bim Sơn	513.037.716.521	Lãi suất trong kỳ từ 6,5% đến 8%	Không đảm bảo
Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam – Chi nhánh Sầm Sơn	305.653.921.649	Lãi suất trong kỳ từ 6,5% đến 8%	Không đảm bảo
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam – Chi nhánh Bim Sơn	163.671.275.219	Lãi suất trong kỳ từ 7% đến 8%	Không đảm bảo
Ngân hàng TMCP Quốc tế VIB – Chi nhánh Bim Sơn	78.557.333.039	Lãi suất trong kỳ từ 7% đến 7,5%	Không đảm bảo
Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam – Chi nhánh Bim Sơn	7.689.897.296	Lãi suất trong kỳ là 8%	Không đảm bảo
Công ty Cổ phần Tài chính Xi măng	13.432.418.778	Lãi suất trong kỳ là 8,25%	Không đảm bảo
<b>TỔNG CỘNG</b>	<b>1.082.042.562.502</b>		

<b>VAY VÀ NỢ DÀI HẠN</b>				
<b>NGÂN HÀNG</b>	<b>GIÁ TRỊ</b>		<b>LÃI SUẤT</b>	<b>ĐẢM BẢO</b>
	<b>Tương đương VNĐ</b>	<b>EUR</b>		
Nhóm các ngân hàng. Trong đó, Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam – Chi nhánh Bim Sơn là ngân hàng đầu mối	551.470.270.387	-	Lãi suất VNĐ = Lãi suất huy động tiết kiệm VNĐ bình quân kỳ hạn 12 tháng của tất cả các ngân hàng + 2.9%/năm Lãi suất EUR = Lãi suất EURIBOR01 kỳ hạn 6 tháng + 3,5%/năm	Toàn bộ tài sản của dự án dây chuyền mới hình thành sau đầu tư
Trong đó vay dài hạn đến hạn trả	90.000.000.000 519.480.000.000	18.000.000		
Ngân hàng phát triển Việt Nam – Chi nhánh Quảng Ngãi <i>Trong đó, vay dài hạn đến hạn trả</i>	37.730.859.003 7.500.000.000		9,6%/năm	Tài sản hình thành sau đầu tư thuộc dự án xây dựng Nhà máy xi măng Đại Việt – Công ty cổ phần xi măng Miền trung
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam – Chi nhánh Hải Dương <i>Trong đó vay dài hạn đến hạn trả</i>	48.600.000.000 1.400.000.000		10,7% - 12,5%/năm	Tài sản hình thành sau đầu tư thuộc dự án xây dựng Nhà máy xi măng Đại Việt – CTCP xi măng Miền Trung

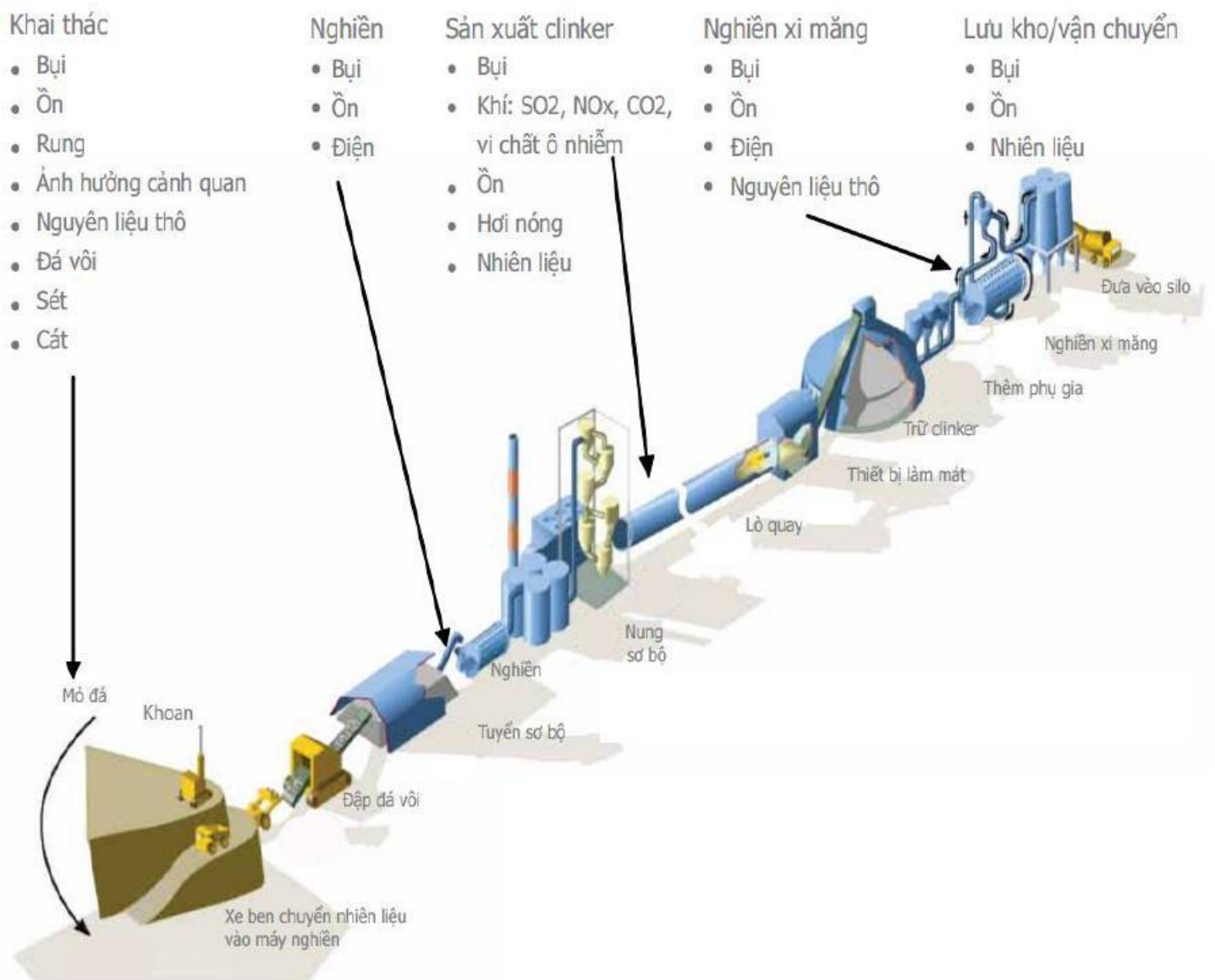


Ngân hàng TMCP An Bình – Chi nhánh Đà Nẵng	18.460.000.000	
<i>Trong đó, vay dài hạn đến hạn trả</i>	<i>1.840.000.000</i>	15%/năm

Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất của công đồng công ty con tại lô 87.1 – 25 – khu đô thị mới phía Tây, phường Thanh Bình, thành phố Hải Dương.

<b>Tổng cộng</b>	<b>2.521.035.298.936</b>	<b>64.614.488</b>
<i>Trong đó, vay dài hạn đến hạn trả</i>	<i>620.220.000.000</i>	<i>18.000.000</i>

### Phụ lục 7: Các vấn đề về môi trường



*Nguồn: World Business Council for Sustainable Development*

## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 18%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường từ 7% đến 18%
<b>Theo dõi</b>	Nếu giá mục tiêu <b>so với</b> giá thị trường từ -7% đến 7%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường từ -7% đến -18%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên -18%

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu BCC nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171

Fax: (84.4) 37739058

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.8) 62908686

Fax:(84.8) 62910607

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận  
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.511) 3553666

Fax:(84.511) 3553888