

## Ngành xi măng

Báo cáo cập nhật Q1/2016

25 tháng 2, 2016

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **18.500**

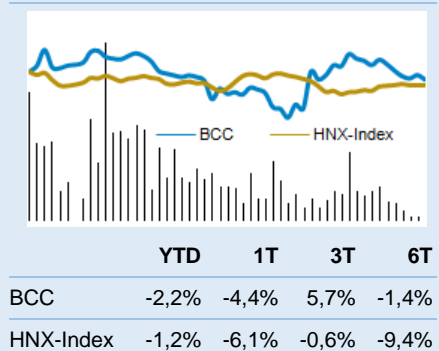
Giá thị trường (25/2/2016) 14.100

Lợi nhuận kỳ vọng 31,2%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	11.300-20.200
Vốn hóa	1.349 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	95.661.397 CP
KLGD bình quân 10 ngày	34.120 CP
% sở hữu nước ngoài	7,6%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	300 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,2%
Beta	0,86

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

**Dương Đức Hiếu**

(84 4) 3928 8080 ext 622

duongduchieu@baoviet.com.vn

## 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 Bỉm 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.

**Dự báo 2016.** BVSC dự báo năm 2016 BCC tiêu thụ được khoảng 3,8 triệu tấn xi măng và 400 nghìn tấn clinker, đạt doanh thu khoảng 4.493 tỷ, LNST đạt 286 tỷ tương đương EPS 2.993 đồng/cổ phần, tăng lần lượt 8% và 2% so với năm 2015.

**Khuyến nghị đầu tư.** Với mức giá hiện tại, cổ phiếu BCC đang được giao dịch với P/E 2016 khoảng 4,9 lần, ở mức khá hấp dẫn để đầu tư. Dự báo KQKD 2016 của BCC tiếp tục duy trì đà tăng trưởng khá. Triển vọng hoạt động của BCC trong các năm tới được đánh giá tốt khi thị trường BĐS – Xây dựng dự báo tiếp tục cải thiện, đặc biệt là tại thị trường Thanh Hóa. Với định giá khoảng 18.500 đồng/cp, cao hơn 31% so với giá thị trường, BVSC đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu BCC.

Chỉ số tài chính	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu (triệu đồng)	3.728.692	4.333.945	4.153.080	<b>4.492.799</b>
EBITDA (triệu đồng)	577.600	756.185	830.696	<b>831.292</b>
EBIT (triệu đồng)	248.977	426.505	498.405	<b>476.521</b>
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	-21.618	162.089	279.537	<b>286.282</b>
EPS (đồng/cổ phần)	-291	1.696	2.922	<b>2.993</b>
P/E (x)	-50,57	8,67	5,03	<b>4,91</b>
P/B (x)	1,26	0,97	0,83	<b>0,75</b>
ROA (%)	-0,5%	2,8%	5,1%	<b>5,5%</b>
ROE (%)	-2,5%	12,7%	17,3%	<b>16,0%</b>

**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	73,15%
Sở hữu nước ngoài	7,43%
Sở hữu khác	19,42%

**CỔ ĐÔNG LỚN**

Tct Công nghiệp Xi măng VN	73,15%
KITMC	5,02%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu	3.729	4.334	4.153	4.493
Giá vốn	3.020	3.419	3.380	3.623
Lợi nhuận gộp	709	915	773	870
Doanh thu tài chính	9	148	76	1
Chi phí tài chính	381	398	148	135
Lợi nhuận sau thuế	-22	162	280	286

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016F
Tiền & khoản tương đương tiền	132	352	158	13
Các khoản phải thu ngắn hạn	435	436	343	343
Hàng tồn kho	476	461	562	539
Tài sản cố định hữu hình	4.507	4.254	3.994	4.250
Tài sản dài hạn khác	101	63	57	61
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5.786</b>	<b>5.613</b>	<b>5.147</b>	<b>5.239</b>
Nợ ngắn hạn	2.404	2.703	2.688	2.680
Nợ dài hạn	2.244	1.439	738	675
Vốn chủ sở hữu	1.113	1.447	1.704	1.866
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>5.786</b>	<b>5.613</b>	<b>5.147</b>	<b>5.239</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	6%	16,2%	-4%	8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)			72%	2%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	19%	21%	19%	19%
Lợi nhuận thuần biên (%)	-1%	4%	7%	6%
ROA (%)	0%	3%	5%	6%
ROE (%)	-2%	13%	17%	16%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	65%	59%	45%	41%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	340%	227%	136%	116%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	-291	1.696	2.922	2.993
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.637	15.127	17.816	19.511

## Ngành xi măng diễn biến thuận lợi trong năm 2015, tăng trưởng chậm lại trong 2016

Theo Vụ Vật liệu Xây dựng (Bộ Xây dựng), tổng sản lượng xi măng tiêu thụ năm 2015 ước đạt khoảng 72,7 triệu tấn. Trong đó, tiêu thụ nội địa khoảng 56,5 triệu tấn, tăng 11% so với năm 2014. Lượng xi măng xuất khẩu chỉ đạt 16,25 triệu tấn, giảm 17% so với năm 2014. Về công suất, năm 2015 có thêm 2 dự án xi măng đi vào vận hành, nâng tổng số dây chuyền sản xuất xi măng lên 76 dây chuyền với tổng công suất thiết kế 81,5 triệu tấn. Công suất huy động khoảng 76-77 triệu tấn, đạt 94,5% công suất thiết kế.

Nhìn chung hoạt động của ngành xi măng trong năm 2015 là khá tích cực nhờ tăng trưởng tại thị trường xây dựng và BĐS. Doanh số xuất khẩu sụt giảm không ảnh hưởng nhiều tới ngành do hoạt động xuất khẩu xi măng chủ yếu để giải phóng hàng tồn, lợi nhuận mang lại cho các doanh nghiệp không nhiều.

Bộ Xây dựng cho biết dự kiến nhu cầu tiêu thụ xi măng năm 2016 khoảng 75-77 triệu tấn, tăng từ 4,5 đến 7% so với năm 2015. Trong đó, mục tiêu tiêu thụ nội địa đạt 59-60 triệu tấn. Tuy nhiên, với định hướng siết chặt hơn tín dụng BĐS đang được đặt ra sẽ gián tiếp ảnh hưởng tới nhu cầu tiêu thụ xi măng trong năm 2016.

## BCC: Lợi nhuận 2015 tăng trưởng nhờ tiết giảm chi phí

Năm 2015, BCC đạt 4.153 tỷ doanh thu, -4,2%yoy; 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), LNST của công ty tăng mạnh lên 279,5 tỷ, +72% yoy, EPS đạt 2.922 đồng/cổ phần.

Do không còn được hưởng lợi nhiều từ tỷ giá, doanh thu tài chính năm 2015 chỉ đạt 76 tỷ, 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 2015.

## 2015 sản lượng chỉ tương đương 2014 do Trạm nghiền Đại Việt gián đoạn hoạt động

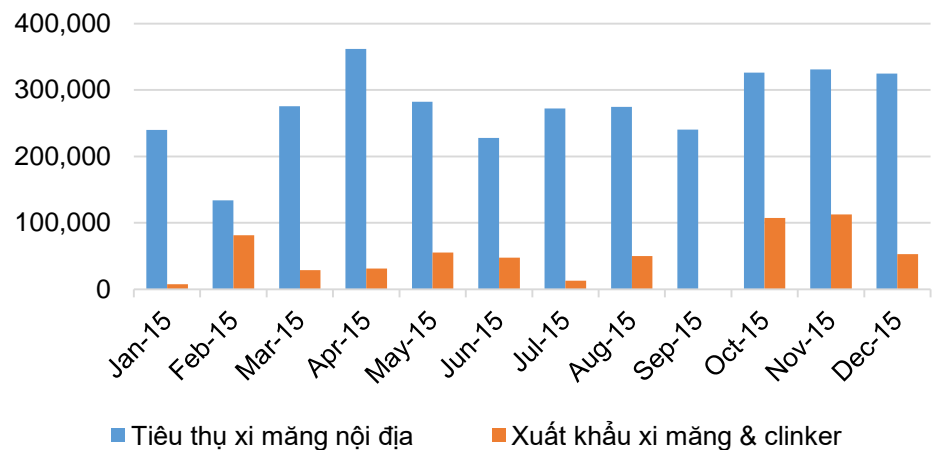
**Trạm nghiền Đại Việt (Quảng Ngãi) gián đoạn hoạt động trong 2 quý giữa năm.** Trạm có công suất 500.000 tấn xi măng/năm và là trạm nghiền lớn duy nhất tại khu vực Nam Trung bộ từ Quảng Nam tới Khánh Hòa. Trạm nghiền Đại Việt đã dừng hoạt động trong quý 2 và quý 3 do các tranh chấp với người dân địa phương. Đây là nguyên nhân chính khiến sản lượng của BCC sụt giảm trong giai đoạn từ tháng 5 đến tháng 9. Sau nhiều nỗ lực giải quyết các vấn đề

an sinh xã hội như di chuyển dân cư ra xa nhà máy, cung cấp việc làm cho người dân địa phương,.. BCC đã khôi phục hoạt động của trạm từ tháng 10/2015.

**Sản lượng quý 4 tích cực, tiêu thụ cả năm 2015 xấp xỉ bằng với 2014.** Sau khi khôi phục hoạt động trạm nghiền, sản lượng tiêu thụ nội địa quý 4 đạt gần 982 nghìn tấn, +15% yoy. Sản lượng trung bình các tháng trong quý 4 tăng tới 26% so với các tháng bị gián đoạn. Hoạt động xuất khẩu cũng được đẩy mạnh trong các tháng cuối năm sản lượng xuất khẩu quý 4 đạt 273 nghìn tấn, +73% yoy.

Lũy kế cả năm 2015, BCC tiêu thụ được khoảng 4,2 triệu tấn sản phẩm (3,7 triệu tấn xi măng và 450 nghìn tấn clinker), giảm nhẹ 3% so với năm 2014.

**Sản lượng tiêu thụ xi măng Bỉm Sơn (tấn)**



*Nguồn: Hiệp hội Xi măng Việt Nam*

## Triển vọng & dự báo 2016

### Thị trường chính Thanh Hóa duy trì tăng trưởng

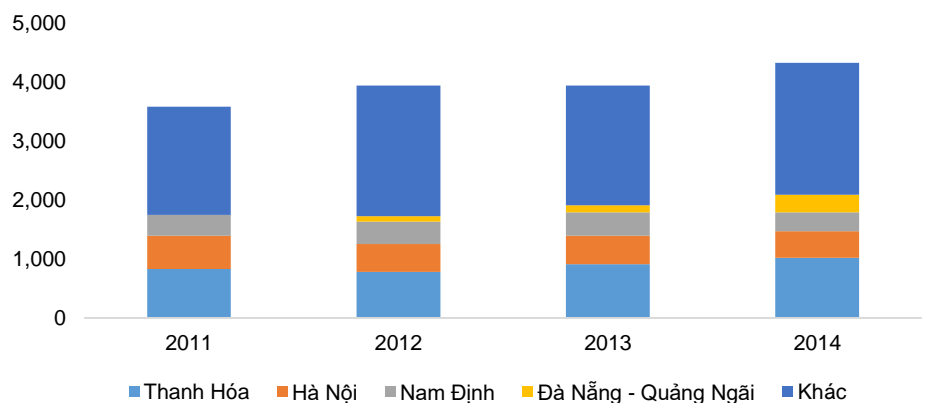
Thị trường lớn nhất của BCC là Thanh Hóa, chiếm khoảng 25% sản lượng tiêu thụ. Thanh Hóa, với trọng điểm là khu kinh tế Nghi Sơn; hiện đang nổi lên là một trong những tỉnh có tốc độ phát triển cao nhất cả nước, GDP 2015 tăng 11,8% (cả nước là 6,7%).

Khu kinh tế Nghi Sơn và các khu công nghiệp trong tỉnh hiện thu hút 355 dự án đầu tư; trong đó có 330 dự án đầu tư trong nước với vốn đăng ký 108.804 tỷ đồng và 25 dự án đầu tư nước ngoài, với vốn đăng ký 12.462 triệu USD. Có 212 dự án đi vào hoạt động toàn bộ hoặc một phần, 100% dự án có vốn đầu tư nước ngoài hoạt động ổn định, hiệu quả và đều điều chỉnh tăng vốn đầu tư để mở rộng sản xuất.hàng trăm dự án đầu tư. Cuối năm 2015, Khu kinh tế Nghi Sơn đã được phê duyệt mở rộng từ 18.600ha lên 106.000 ha.

Để đáp ứng nhu cầu về cơ sở hạ tầng và nhà ở cho một lực lượng lao động lớn, đặc biệt sau khi khu liên hợp lọc hóa dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động từ tháng 7/2017, dự kiến trong giai đoạn 2016-2018 Thanh Hóa sẽ đón nhận làn

sóng đầu tư BĐS của hàng loạt chủ đầu tư lớn. Các đơn vị lớn đầu tư vào Thanh Hóa có thể kể đến: 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) T&T (khu du lịch sinh thái Tân Dân), HUD (7 dự án),... 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 xây dựng - BĐS tại Thanh Hóa.

**Sản lượng tiêu thụ Xi măng Bim Sơn tại một số thị trường (nghìn tấn)**



**Triển vọng tại các thị trường khác**

Tại Hà Nội, thị trường xây dựng duy trì sôi động với 43 dự án căn hộ được triển khai trong năm 2016 (theo Savills). Cùng với đó là hàng loạt các dự án đang được triển khai và hoàn thiện sẽ giúp nhu cầu tiêu thụ xi măng tiếp tục duy trì.

Tại Nam Định, nhu cầu xi măng chủ yếu đến từ các dự án hạ tầng giao thông đang được triển khai khá mạnh mẽ như: dự án tỉnh lộ 490B (nay là tuyến đường trực phát triển tỉnh Nam Định từ Cao Bồ đến Khu công nghiệp Rạng Đông), dự án nâng cấp đường 487 tìm kiếm cứu hộ, cứu nạn đảm bảo an ninh quốc phòng tỉnh Nam Định, quốc lộ 37B, quốc lộ 38B, các dự án cầu Bến Mới, Đổng Cao, Ninh Cường, Cồn Nhất, Sa Cao,...; và các dự án kinh tế lớn như Khu công nghiệp dệt may Rạng Đông, nhà máy nhiệt điện Hải Hậu dự kiến bắt đầu triển khai trong năm 2016.

Thị trường Đà Nẵng - Quảng Nam - Quảng Ngãi là địa bàn có tốc độ tăng trưởng cao của BCC. Trong năm 2016, nhu cầu xi măng tại khu vực này dự báo tiếp tục gia tăng với các dự án hạ tầng, khách sạn phục vụ APEC, các dự án công trình tại Khu kinh tế Dung Quất, Khu Kinh tế Chu Lai. Trạm nghiền Đại Việt (Quảng Ngãi) dự kiến sẽ hoạt động ổn định trong năm 2016 chắc chắn sẽ giúp BCC tăng sản lượng tiêu thụ tại khu vực này.

**Tiếp tục nâng cao năng lực sản xuất để đón đầu nhu cầu**

Năng lực sản xuất của BCC hiện khoảng 3,1 triệu tấn clinker/năm, công suất nghiền của BCC hiện chưa sử dụng hết lượng clinker sản xuất, sản lượng clinker dư thừa được bán ra ngoài với biên lợi nhuận thấp (khoảng 10% so với

biên gộp 20% của xi măng). Mới đây BCC đã quyết định đầu tư 377 tỷ cho dự án “Công trình chuyển đổi công nghệ hệ thống nghiền xi măng đến đóng bao”, nhằm nâng cao năng lực sản xuất xi măng từ clinker. Ngoài ra, việc trạm nghiền Đại Việt (Quảng Ngãi) hoạt động ổn định trong năm 2016 và các năm sau cũng góp phần đẩy mạnh sản lượng xi măng sản xuất và tiêu thụ, cải thiện doanh thu và biên lợi nhuận gộp cho BCC.

**Chênh lệch tỷ giá không còn ảnh hưởng nhiều tới KQKD**

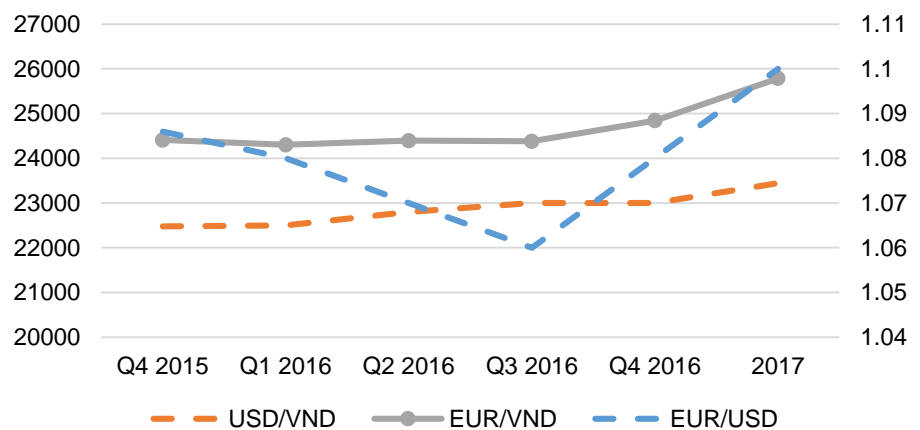
Dư nợ bằng EUR đầu năm 2016 của BCC còn khoảng 28,6 triệu EUR (tháng 1/2015 là 55,6 triệu EUR) và dự kiến sẽ thanh toán hết vào năm 2017.

Hiện nay, tỷ giá EUR tại các ngân hàng thương mại được đưa ra dựa trên 2 yếu tố

- Tỷ giá USD/VND trên thị trường liên ngân hàng tại Việt Nam;
- Tỷ giá EUR/ USD trên thị trường thế giới;

Phần lớn các dự báo đồng USD sẽ tiếp tục tăng so với VND và EUR sẽ kết thúc quá trình suy giảm trong năm 2016 và tăng trở lại từ năm 2017.

**Dự báo diễn biến các cặp tỷ giá**



*Nguồn: Bloomberg, BVSC ước tính*

Với các diễn biến trên, BVSC ước tính BCC sẽ chịu lỗ tỷ giá nhẹ trong giai đoạn 2016-2017, ảnh hưởng không đáng kể tới KQKD chung của công ty.

Chỉ tiêu dự báo	2016	2017
Lãi (lỗ) tỷ giá ước tính (VND)	(3.040.245.640)	(1.525.852.609)

**Dự báo KQKD 2016**

Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ xi măng của BCC tại các thị trường chính tiếp tục được duy trì. Ước tính BCC có thể đạt 4.493 tỷ doanh thu và 286 tỷ lợi nhuận ròng trong năm 2016, tăng lần lượt 8% và 2% so với năm 2015.

<b>Dự báo kết quả kinh doanh 2015 của BCC</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>%</b>	<b>Cơ sở dự báo</b>
Doanh thu	4.153	4.493	8%	Sản lượng cả năm 2016 ở mức 3,8 triệu tấn xi măng và 400 nghìn tấn clinker Giá bán xi măng của BCC trung bình khoảng 1,1 triệu đồng/tấn, clinker 0,75 triệu đồng/tấn
Giá vốn	3.380	3.623	7%	
Lợi nhuận gộp	773	870	13%	Biên gộp được cải thiện do tăng sản lượng tiêu thụ xi măng có biên gộp cao, giảm tiêu thụ clinker nhờ hoạt động ổn định tại trạm nghiền Đại Việt
Doanh thu tài chính	76	1	-99%	BCC không còn được hưởng lợi từ tỷ giá do dư nợ vay EUR năm 2016 giảm 50% so với 2015 và đồng EUR dự báo tăng giá trong năm 2016
Chi phí tài chính	148	135	-9%	Chi phí tài chính giảm do dư nợ vay giảm nhờ việc thanh toán 27 triệu EUR nợ gốc trong năm 2015 và tiếp tục thanh toán 18 triệu EUR nợ gốc trong năm 2016
Chi phí bán hàng	203	219	8%	
Chi phí QLDN	148	160	8%	
Lợi nhuận trước thuế	352	358	1%	
Lợi nhuận sau thuế	280	286	2%	Mặc dù doanh thu tài chính giảm mạnh do lãi tỷ giá tuy nhiên lợi nhuận gộp từ hoạt động core dự báo cải thiện tốt giúp BCC duy trì tăng trưởng LNST
EPS	2.922	2.993	2%	

## Khuyến nghị đầu tư

**Khuyến nghị đầu tư.** Với mức giá hiện tại, cổ phiếu BCC đang được giao dịch với P/E 2016 khoảng 4,9 lần, ở mức khá hấp dẫn để đầu tư. Dự báo KQKD 2016 của BCC tiếp tục duy trì đà tăng trưởng khá. Triển vọng hoạt động của BCC trong các năm tới được đánh giá tốt khi thị trường BĐS – Xây dựng dự báo tiếp tục cải thiện, đặc biệt là tại thị trường Thanh Hóa. Với định giá khoảng 18.500 đồng/cp, cao hơn 31% so với giá thị trường, BVSC đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu BCC.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

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

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

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

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường





## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

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

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

## **BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ**

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999