

CTCP XI MĂNG BÌM SƠN (BCC)

Giá thị trường
VND15.200

Giá mục tiêu
VND15.300

Tỷ suất cổ tức
1,73%

Khuyến nghị
NĂM GIỮ

Ngành
Công nghiệp

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá

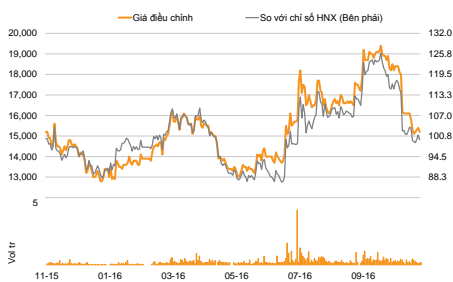


Ngày 15/11/2016

Lê Thanh Hòa

hoa.lethanh@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	16.900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11.100
KLGDBQ (3thg)	120.589
Thị giá vốn (tỷ VND)	1.694
SL CP đang lưu hành (tr)	110
Free float (%)	20

Cơ cấu cổ đông

Cổ đông	% sở hữu
Tổng Công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam	73.00%
CTCP VICEM Bao Bì Bim Sơn	0.17%
Lê Huy Quân	0.02%
Vũ Văn Hoan	0.01%

Nguồn: VNDIRECT tổng hợp

Xi măng Bim Sơn là thương hiệu có uy tín lâu năm trên thị trường vật liệu xây dựng và có vị thế vững chắc tại các thị trường Hà Nội, Nam Định, Thanh Hóa, Nghệ An và Hà Tĩnh. BCC có sản lượng tiêu thụ đứng thứ 2 trong VICEM và thứ 4 cả nước. Công ty có hiệu quả hoạt động trung bình trong bối cảnh phải hoạt động trong khu vực cạnh tranh mạnh do dư cung. BCC sẽ khó tăng trưởng trong tương lai do đang hoạt động ở mức công suất tối đa trong khi BCC khó tăng giá bán cũng như rủi ro từ việc tăng giá đầu vào sau khi giá than thế giới đã tăng mạnh kể từ đầu năm.

Hai lò sản xuất clinker đang hoạt động ở mức công suất tối đa

BCC có hai lò sản xuất clinker là lò số 2 và lò số 3. Tổng công suất sản xuất clinker của hai lò này là 3 triệu tấn/năm và hiện đang hoạt động ở mức công suất tối đa. Trong 3 năm gần đây, BCC bán clinker thô từ 450.000-750.000 tấn/năm. Khi nhu cầu xi măng tăng lên, BCC có thể giảm bán clinker và tăng sản xuất xi măng.

Cạnh tranh mạnh ở cả hai thị trường trọng điểm do dư cung

Hai thị trường trọng điểm của BCC là miền Bắc và miền Trung. Đây là hai khu vực có ưu thế về nguồn nguyên liệu đá vôi nên tập trung rất nhiều các nhà máy sản xuất xi măng dẫn tới tình trạng dư cung trong nhiều năm nay và khó có thể cải thiện trong ngắn hạn.

ĐỊNH GIÁ

Sử dụng mô hình định giá FCFE, chúng tôi định giá mức giá nội tại cho cổ phiếu BCC là 15.300 VND/CP, tương ứng với P/E pha loãng năm 2016 là 7 lần. Chúng tôi đánh giá mức P/E này là hợp lý đối với BCC.

BCC đang giao dịch quanh mức giá 15.200 VND/CP, thấp hơn mức giá mục tiêu 0,66%. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu BCC.

Tổng quan tài chính (VND)	12-14A	12-15A	12-16E	12-17E
Doanh thu (tr)	4,264,332	4,153,079	4,339,264	4,339,264
Tăng trưởng DT	14.4%	(2.6%)	4.5%	0.0%
Biên lợi nhuận gộp	19.8%	18.7%	19.4%	18.8%
EBITDA thuần (tr)	123,280	119,307	117,832	89,734
LN ròng (tr)	162,089	260,426	239,925	243,847
Tăng trưởng LN ròng		60.7%	(7.9%)	1.6%
LN trên cổ phiếu	1,694	2,722	2,181	2,217
Giá trị sổ sách/cp	15,127	17,616	19,173	19,529
ROAE	12.7%	16.6%	13.3%	12.0%

Nguồn: VNDIRECT

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH

BCC được khảo sát xây dựng từ năm 1968 với tiền thân là Nhà máy xi măng Bỉm Sơn. Công ty tiến hành cổ phần hóa và niêm yết trên sàn HNX vào năm 2006.

Xi măng Bỉm Sơn có bề dày hoạt động hơn 25 năm trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh xi măng, sản phẩm có chất lượng tốt, có uy tín lâu năm trên thị trường. Sản phẩm của công ty mang nhãn hiệu “Con Voi” được đông đảo người tiêu dùng tin tưởng và lựa chọn. Xi măng Bỉm Sơn luôn gắn liền với lịch sử trong công cuộc xây dựng đất nước với những công trình trọng điểm như: Nhà máy thủy điện Hòa Bình, Nhà máy nhiệt điện Phả Lại, Cầu Thăng Long, Bảo tàng Hồ Chí Minh, v.v...

Cổ đông lớn nhất của BCC là Tổng Công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam (Vicem) với tỷ lệ nắm giữ là 73%. Trong nhóm các công ty con của Vicem, BCC là công ty có công suất thiết kế và sản lượng tiêu thụ đứng thứ 2. Công suất thiết kế của BCC là 4,15 triệu tấn xi măng/năm, chỉ đứng sau Công ty Xi măng Hà Tiên (Công suất thiết kế 4,5 triệu tấn xi măng/năm).

BCC có một công ty con là Công ty Cổ phần Xi măng Miền Trung (CRC). Tỷ lệ nắm giữ là 76,8%. BCC đang có kế hoạch mua lại cổ phiếu của các cổ đông khác để nâng tỷ lệ lên 100%. CRC sở hữu trạm nghiền Đại Việt có công suất nghiền xi măng là 500 nghìn tấn/năm. Ngoài ra BCC còn sở hữu trạm nghiền xi măng Quảng Trị có công suất 250 nghìn tấn/năm.

Hoạt động kinh doanh

Lĩnh vực hoạt động chính của BCC là sản xuất kinh doanh xi măng, doanh thu xi măng năm 2015 chiếm 92,2% tổng doanh thu. Bên cạnh đó BCC có một số doanh thu khác chiếm tỷ lệ nhỏ từ việc bán clinker, bán xăng dầu và dịch vụ gia công.

Lợi thế từ nguồn nguyên liệu

Nguyên liệu đá vôi và công nghệ là hai yếu tố quan trọng nhất quyết định chất lượng của xi măng.

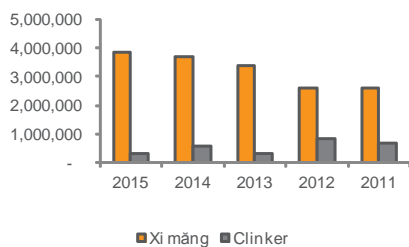
BCC có 2 mỏ đá vôi là mỏ Yên Duyên và mỏ đá vôi phường Đông Sơn. Mỏ Yên Duyên nằm trong địa phận huyện Hà Trung, cách nhà máy BCC khoảng 2,5 km về phía Đông Bắc. Công ty được khai thác diện tích khoảng 80 ha (mỏ này có trữ lượng 3.000 triệu tấn, phân bố trên diện tích 1.000 ha). Mỏ đá vôi phường Đông Sơn có diện tích 28 ha, vị trí nằm cạnh mỏ đá vôi Yên Duyên.

Nguyên liệu đá vôi của BCC có hàm lượng Cao khoảng 91-92%, nằm trong nhóm một vài khu vực có hàm lượng Cao cao nhất nước. Hàm lượng Cao càng cao thì chất lượng của xi măng và clinker càng tốt. Hàm lượng Cao phụ thuộc vào mỏ và con người không can thiệp để cải tạo chất lượng được.

Nguyên liệu đất sét được BCC khai thác từ các mỏ: mỏ Tam Diên (diện tích 200 ha, trữ lượng 240 triệu tấn), mỏ Cổ Đàm (diện tích 200 ha, trữ liệu 60 triệu tấn), mỏ Đông Sơn (diện tích 32 ha), mỏ Bắc Sơn (diện tích 35 ha), mỏ Hà Long (diện tích 150 ha).

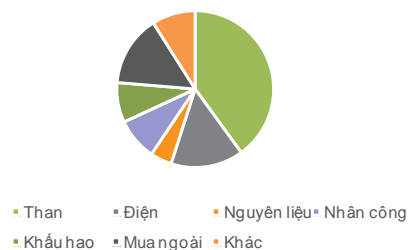
Than là nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu giá thành. Chi phí than chiếm đến 50% trong chi phí sản xuất clinker. Than được mua 70% từ Công ty Cổ phần Vicem Vật tư Vận tải Xi măng (VTV) và 30% từ các công ty thương mại khác. Hiện tại than BCC sử dụng chủ yếu là than trong nước. BCC cho biết, trong 8 tháng đầu năm 2016, giá than đầu vào của BCC giảm khoảng 3% so với trung bình năm 2015.

Cơ cấu doanh thu của BCC (triệu đồng)



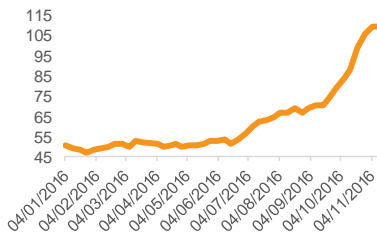
Nguồn: VNDIRECT tổng hợp

Cơ cấu giá vốn hàng bán 2015



Nguồn: VNDIRECT

Giá than Australia (USD/tấn)



Nguồn: VNDIRECT tổng hợp

Nhà máy xi măng Bim Sơn



Chúng tôi lưu ý rằng giá than Australia, được coi như là chỉ số giá than cho thị trường châu Á đã tiếp cận mốc 110 kể từ năm 2012. Tính từ đầu năm đến nay, giá than đã tăng hơn 100%. Nguyên nhân chính của việc tăng giá than là do động thái đóng cửa các mỏ than ở Trung Quốc. Giá than đá trong nước hiện tại vẫn chưa có động thái tăng giá do trước đó giá than Việt Nam giảm chậm hơn nhiều so với giá than thế giới. Tuy nhiên với việc giá than thế giới tăng mạnh thì khả năng tăng giá than trong nước là hiện hữu.

Chi phí bao bì chiếm khoảng 120.000 VND/tấn xi măng. Bao bì được mua từ Công ty Cổ phần Vicem Bao bì Bim Sơn (BPC). BPC là công ty tách ra từ BCC và đều cùng là thành viên của Tổng Công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam. BCC hiện là khách hàng chủ yếu của BPC. BCC cho biết chi phí bao bì sẽ tiếp tục ổn định trong những năm tới.

Công nghệ sản xuất hiện đại

Công nghệ sản xuất xi măng có hai công nghệ cơ bản là công nghệ lò đứng và công nghệ lò quay. Công nghệ lò quay được chia ra thành công nghệ lò quay phương pháp khô và công nghệ lò quay phương pháp ướt.

Công nghệ lò đứng là công nghệ lạc hậu, nhiều bụi, tiêu hao nhiều năng lượng và hiệu suất thấp nên hầu như đã không còn được sử dụng. Công nghệ lò quay bằng phương pháp ướt tuy tốt hơn so với công nghệ lò đứng nhưng cũng tiêu tốn nhiều nhiên liệu và thải ra nhiều bụi hơn so với lò quay phương pháp khô. BCC có hai lò sản xuất clinker. Cả hai lò này đều sử dụng công nghệ lò quay phương pháp khô là công nghệ hiện đại nhất hiện tại trong sản xuất xi măng, cho phép tiết kiệm nguyên nhiên liệu, hạn chế chất thải và hiệu suất cao.

So sánh các công nghệ sản xuất xi măng khi sản xuất 1.000 tấn xi măng

Nguyên liệu và nhiên liệu

Chi tiêu	Lò quay phương pháp khô (tấn)	Lò quay phương pháp ướt (tấn)	Lò đứng (tấn)
Than	141	330	220
Đá vôi	1251	1251	1270
Đất sét	314	314	298
Photphorit	26	26	31

Nguồn: VNDIRECT tổng hợp

Chất thải

Chi tiêu	Lò quay phương pháp khô (tấn)	Lò quay phương pháp ướt (tấn)	Lò đứng (tấn)
Bụi	0.70825	0.71000	14.34000
CO	0.04200	0.09900	0.07500
CO2	252.170	227.750	124.540
SO2	5.56500	7.27000	6.67000
HF	-	-	0.67400
NO2	1.27000	2.97000	2.50000

Nguồn: VNDIRECT tổng hợp

Dây chuyền nghiền xi măng mới dự kiến đi vào hoạt động vào Q1/2018

Hiện tại BCC đặt trạm nghiền ở 3 địa điểm: Trạm nghiền Đại Việt có công suất 500.000 tấn/năm ở Quảng Nam, Trạm nghiền Quảng Trị có công suất 250.000 tấn/năm ở Quảng Trị và Trạm nghiền Bim Sơn có công suất 2.800.000 tấn/năm.

BCC đã khởi công xây dựng thêm dây chuyền nghiền mới ở Bim Sơn với công suất 1,2 triệu tấn/năm, nâng tổng công suất nghiền xi măng của BCC lên 4,75 triệu tấn/năm. Tổng vốn đầu tư cho dây

chuyên này khoảng 800 tỷ đồng. Dây chuyền mới dự kiến bắt đầu đi vào hoạt động vào Q1/2018. Dây chuyền mới đi vào hoạt động sẽ đáp ứng gần đủ nhu cầu nghiền trộn của BCC, qua đó giảm được chi phí và làm tăng biên lợi nhuận.

Do Trạm nghiền Đại Việt vẫn chưa đi vào hoạt động nên dự kiến năm 2016, BCC sẽ thuê bên ngoài nghiền trộn khoảng 660.000 tấn xi măng. Chi phí nghiền trộn khoảng 350.000 nghìn đồng/tấn.

Trạm nghiền Đại Việt chưa đi vào hoạt động bình thường

Theo kế hoạch Khu Kinh tế Dung Quất sẽ tiến hành hai đợt di dời các hộ dân quanh khu vực Khu kinh tế. Đợt 1 di dời các hộ dân quanh bán kính 50m và đợt 2 di dời các hộ dân từ bán kính 50-100m. Đến hiện tại vẫn có những hộ trong bán kính 50m chưa di dời và kế hoạch di dời đợt 2 chưa được thực hiện và các hộ dân ở đây đã liên tục cản trở hoạt động của nhà máy.

Nguồn: <http://baophapluat.vn>, VNDIRECT tổng hợp

BCC cho biết Trạm nghiền Đại Việt vẫn chưa thể hoạt động. Công ty đang tích cực phối hợp với BQL Khu Kinh tế Dung Quất và các cơ quan quản lý môi trường để nhanh chóng đưa Trạm nghiền Đại Việt đi vào hoạt động. Hiện tại, BCC vẫn chưa thể cho biết thời điểm chính xác Trạm nghiền này có thể đi vào hoạt động.

Trạm nghiền Đại Việt chưa đi vào hoạt động gây thiệt hại khá lớn cho BCC. Để duy trì thị phần tại khu vực, BCC phải vận chuyển xi măng từ Quảng Trị và Thanh Hóa với chi phí khá lớn. Chi phí vận chuyển 1 tấn xi măng từ Thanh Hóa vào Quảng Nam khoảng 200.000 đồng/tấn. Nếu Trạm nghiền Đại Việt không nhanh chóng đi vào hoạt động, BCC sẽ đánh mất lợi thế khi mà Nhà máy xi măng Xuân Thành tiếp tục triển khai giai đoạn II nâng công suất nhà máy xi măng Xuân Thành ở Quảng Nam lên 4,5 triệu tấn/năm.

Triển khai và ứng dụng hệ thống quản lý ERP

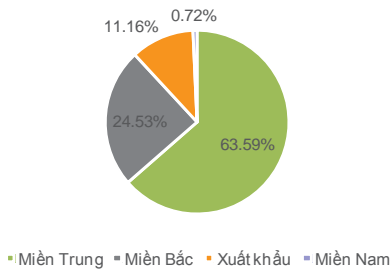
BCC là một trong những đơn vị đầu tiên của VICEM triển khai và ứng dụng hệ thống quản lý ERP. BCC lựa chọn giải pháp ERP của Oracle tích hợp đầy đủ cho các phòng ban như sản xuất, tài chính và kế toán, hành chính và nhân sự, bán hàng. Bên cạnh hỗ trợ quản lý nội bộ doanh nghiệp thì giải pháp ERP của BCC còn tích hợp tương tác với các đối tác bên ngoài như là đại lý trong hệ thống bán hàng cho phép BCC nhanh chóng nắm bắt được lượng hàng tiêu thụ cũng như các đại lý có thể đặt hàng online nhanh chóng.

Việc ứng dụng ERP sẽ giúp cho BCC quản lý doanh nghiệp tốt hơn, nhanh chóng hơn, tiết kiệm hơn và minh bạch hơn.

Chưa có thông tin chi tiết về dự án nhà máy tận dụng nhiệt khí thải lò nung để phát điện (WHRPG)

Hệ thống WHRPG (Waste heat recovery power generation) là hệ thống tận dụng nhiệt khí thải lò nung để phát điện. Theo Quyết định số 1488/QĐ-TTg, các nhà máy đã đi vào hoạt động hoặc đang xây dựng có công suất 2.500 tấn clinker/ngày trở lên sẽ phải hoàn thành đầu tư WHRPG trước năm 2015. Tuy nhiên theo Hiệp hội Xi măng Việt Nam, hiện nay, chỉ có Holcim Hòn Chông và Hà Tiên 1 là đã hoàn thành đầu tư vào công nghệ này. BCC cho biết chi phí đầu tư vào dự án này sẽ vào khoảng 500 tỷ đồng tuy nhiên chưa có thông tin chi tiết về thời điểm triển khai.

Cơ cấu tiêu thụ theo khu vực



Nguồn: BCC

Doanh thu chủ yếu đến từ thị trường miền Trung

Thị trường miền Trung tiêu thụ 63,59% sản lượng xi măng và là thị trường trọng điểm của BCC. Trong đó, Thanh Hóa là địa bàn quan trọng nhất với lượng tiêu thụ hơn 1,1 triệu tấn/năm. Nghệ An và Hà Tĩnh là các tỉnh có vị trí địa lý gần kề Thanh Hóa, thuận tiện cho việc vận chuyển nên cũng tiêu thụ khá lớn xi măng Bỉm Sơn với khối lượng tiêu thụ năm 2015 lần lượt là 288 tấn và 395 tấn. Năm 2013, BCC đã mua lại 77% cổ phần của Công ty Cổ phần Xi măng Miền Trung để phục vụ cho các địa bàn Quảng Ngãi, Quảng Nam, Khánh Hòa và khu vực Tây Nguyên và đang cải thiện dần sản lượng tiêu thụ tại khu vực này.

Tại khu vực phía Bắc, Hà Nội và Nam Định là hai địa bàn quan trọng với khối lượng tiêu thụ lần lượt là 495.000 tấn và 359.000 tấn trong năm 2015.

Thị trường Miền Nam chiếm một tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu tiêu thụ của BCC. Sản phẩm xi măng bán ở thị trường này chủ yếu là các sản phẩm xi măng chuyên dụng như SC40.

BCC thực hiện bán hàng qua hệ thống đại lý. Mỗi tỉnh/thành phố tiêu thụ trọng điểm có 2-3 đại lý cấp 1. BCC có Xí nghiệp tiêu thụ xi măng (trụ sở tại Thanh Hóa) và các văn phòng đại diện tại các tỉnh để giám sát và hỗ trợ hoạt động của hệ thống đại lý này.

BCC đã ứng dụng công nghệ cho phép bán hàng online. BCC cho biết hiện tại có khoảng 60% đơn hàng được đặt qua hệ thống online giúp tiết giảm chi phí cho cả đại lý cũng như BCC.

Thị trường Thanh Hóa kỳ vọng tăng trưởng tốt nhờ Khu kinh tế Nghi Sơn

Năm 2015, BCC bán 1,13 triệu tấn ở thị trường Thanh Hóa, chiếm 30% sản lượng tiêu thụ xi măng của BCC.

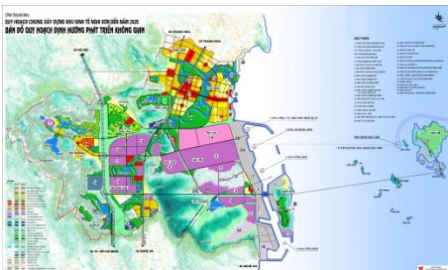
Thanh Hóa là vùng kinh tế phát triển năng động với tốc độ tăng trưởng GDP năm 2014 và 2015 lần lượt là 16,6% và 16,8%, cao hơn nhiều so với mức tăng chung của cả nước lần lượt là 5,98% và 6,68%. Khu kinh tế Nghi Sơn là 1 trong 5 khu kinh tế trọng điểm của cả nước được ưu tiên đầu tư.

Cuối năm 2015, Khu kinh tế Nghi Sơn được quy hoạch tăng diện tích từ 18 ha lên 106 ha trong đó có 66 ha đất liền, đảo và 40 ha mặt nước. Tính đến nay, Khu kinh tế Nghi Sơn đã thu hút được 141 dự án đầu tư với tổng mức vốn đăng ký đầu tư khoảng 16,8 tỉ USD, trong đó có 15 dự án FDI với tổng vốn đăng ký gần 12 tỉ USD. Một số dự án tiêu biểu như Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn với vốn đầu tư 9,3 tỉ USD, Nhà máy Nhiệt Điện Nghi Sơn 1 với vốn đầu tư 1 tỉ USD, Nhà máy Nhiệt Điện Nghi Sơn 2 với vốn đầu tư hơn 1 tỉ USD,... trong đó đã có 59 dự án đã đi vào hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định. Khu kinh tế Nghi Sơn với vị trí tương đối thuận lợi và ưu đãi đầu tư lớn sẽ tiếp tục thu hút thêm nguồn vốn đầu tư dẫn đến thúc đẩy xây dựng cơ sở hạ tầng ở khu vực này cũng như nhu cầu nhà ở tăng mạnh do lực lượng lao động gia tăng.

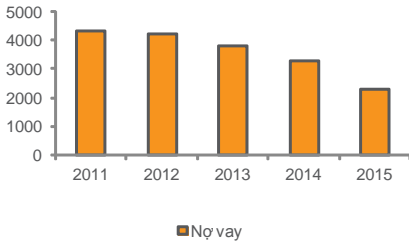
Nền kinh tế năng động ở Thanh Hóa cũng thu hút được nhiều dự án BĐS từ các công ty BĐS lớn như Vingroup (Khu trung tâm hành chính mới, Trung tâm thương mại Vincom Center), FLC (FLC Sầm Sơn, FLC complex Thanh Hóa...), Tập đoàn Sao Mai (Khu đô thị Sao Mai), SunGroup (Quần thể Khu du lịch nghỉ dưỡng và vui chơi giải trí cao cấp Bến En, Khu tâm linh Am Tiên), v.v...

Thanh Hóa đang là điểm đến của nhà đầu tư cả về sản xuất công nghiệp cũng như BĐS và dịch vụ giải trí. Điều này sẽ đẩy mạnh nhu cầu VLXD để xây dựng cơ sở hạ tầng cũng như BĐS nhà ở và giúp cho sản lượng tiêu thụ xi măng tăng trưởng.

Quy hoạch Khu kinh tế Nghi Sơn



Tổng nợ vay ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT tổng hợp

Chi phí lãi vay giảm mạnh từ năm 2011 đến năm 2015

BCC chuyển đổi công nghệ cho lò nung số 2 và đầu tư lò nung số 3 đã đẩy nợ vay tăng mạnh. Mức nợ vay cao nhất là năm 2011 với tổng nợ vay hơn 4.300 tỷ đồng. Khoản nợ vay liên tục giảm mạnh từ năm 2011 đến nay kéo theo chi phí lãi suất giảm mạnh qua từng năm. Đến năm 2015 nợ vay của BCC chỉ còn 2.316 tỷ đồng và lãi vay là 146 tỷ. BCC dự kiến sẽ trả nợ gốc vay dài hạn trong năm 2016 khoảng 425 tỷ đồng. Tuy nhiên bên cạnh đó, trong năm 2016, BCC dự kiến vay 640 tỷ đồng để tài trợ cho dự án dây chuyền nghiền ở Bim Sơn. Chúng tôi ước tính chi phí lãi vay năm 2016 sẽ vào khoảng 119 tỷ đồng.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Cơ cấu vốn và tài sản

Nợ vay (nợ vay ngắn hạn và nợ vay dài hạn) trên tổng tài sản của BCC ở mức 45,17%, thấp hơn một chút so với mức trung bình ngành là 46,25%. Nợ vay lớn là đặc điểm chung của ngành xi măng không chỉ ở Việt Nam mà còn trên thế giới do chi phí đầu tư nhà máy lớn.

Nợ vay ngoại tệ giảm mạnh

BCC giảm mạnh nợ vay đồng Euro từ mức 91,8 triệu Euro năm 2014, về 55,6 triệu Euro năm 2015. Dự nợ vay Euro lớn đã giúp cho BCC ghi nhận lãi tỷ giá là 142 tỷ đồng trong năm 2014 và 85 tỷ đồng trong năm 2015. Tính đến Q3/2016, BCC chỉ còn 9,8 triệu Euro nợ vay trên bảng cân đối kế toán. Dự nợ vay Euro ở mức thấp giúp cho lợi nhuận BCC về cơ bản không còn bị tác động bởi biến động tỷ giá trong những năm tới.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Do tính chất dư cung ở khu vực phía Bắc dẫn tới cạnh tranh cao trên thị trường xi măng, các công ty sản xuất xi măng tăng chi phí bán hàng để gia tăng khả năng bán hàng. Trong các doanh nghiệp xi măng niêm yết, chi phí bán hàng của BCC cao thứ 2 và chiếm 4,88% doanh thu năm 2015.

Hiệu quả hoạt động

Ngoại trừ năm 2013, là năm đặc biệt khó khăn do đồng Euro tăng giá cũng như thị trường BĐS gặp khó khăn, BCC đang cải thiện dần hiệu quả hoạt động. ROE tăng qua các năm từ mức 4,48% năm 2010 lên 16,6% năm 2015. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của BCC thấp hơn HT1 và cao hơn các doanh nghiệp niêm yết khác. ROE của BCC thấp hơn HT1 là dễ hiểu khi mà BCC hoạt động trong thị trường dư cung trong khi HT1 hoạt động trong thị trường thiếu cung.

VÀI NÉT VỀ NGÀNH XI MĂNG VIỆT NAM

Phân bố tập trung ở khu vực phía Bắc

Do đặc thù phân bố nguồn nguyên liệu đá vôi tập trung ở phía Bắc nên các công ty sản xuất xi măng ưu tiên xây dựng nhà máy ở khu vực này để tận dụng lợi thế nguồn nguyên liệu. Tính theo số lượng lò quay thì miền Bắc có 54 lò, miền Trung có 18 lò và miền Nam có 5 lò.

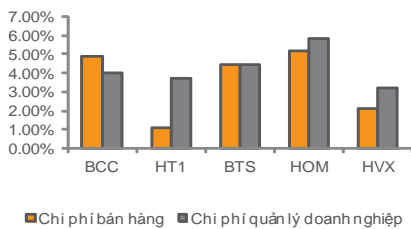
Dư cung ở miền Bắc, thiếu cung ở miền Nam và khu vực Tây Nguyên

Chi phí lãi vay (tỷ đồng)



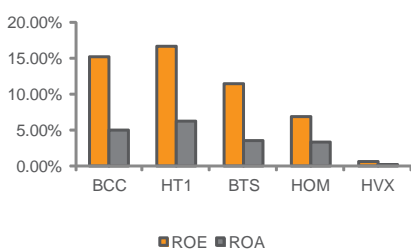
Nguồn: VNDIRECT tổng hợp

Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu năm 2015 (%)



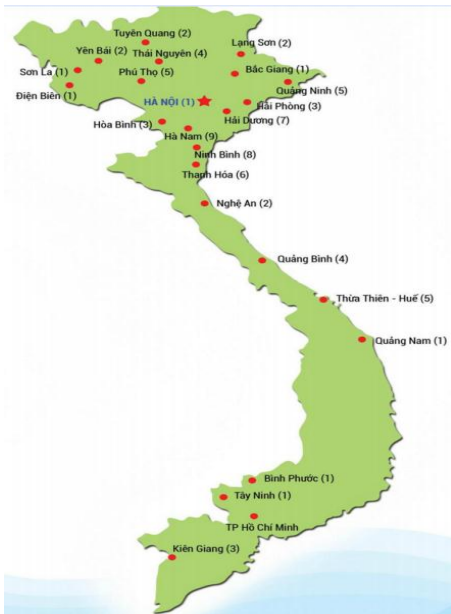
Nguồn: VNDIRECT tổng hợp

ROE và ROA năm 2015 (%)



Nguồn: VNDIRECT tổng hợp

Phân bố nhà máy xi măng



Nguồn: Hiệp hội xi măng Việt Nam

Năm 2015, theo Hiệp hội xi măng Việt Nam (VNCA), tổng sản lượng toàn ngành đạt 81,15 triệu tấn, sản lượng tiêu thụ đạt 72,93 triệu tấn, tồn kho 4,96 triệu tấn.

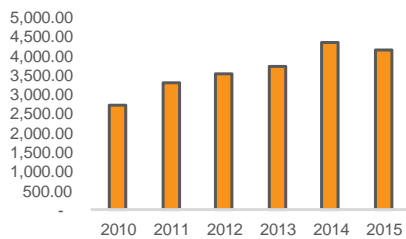
Các nhà máy tập trung ở khu vực miền Bắc, phân bố ít ở miền Nam và khu vực Tây Nguyên làm cho dư cung xi măng ở miền Bắc trong khi thiếu cung ở miền Nam và khu vực Tây Nguyên. Khu vực Tây Nguyên có điều kiện địa lý khó vận chuyển hàng nặng làm cho giá bán xi măng ở khu vực này cao nhất so với cả nước. Giá xi măng ở miền Nam và khu vực Tây Nguyên cao nhất ở mức 72-85 USD/tấn, ở khu vực phía Bắc ở mức 57-66 USD/tấn.

Xuất khẩu bị cạnh tranh mạnh từ Trung Quốc

Theo VNCA, năm 2015, Việt Nam xuất khẩu xi măng đạt 17,86 triệu tấn, giảm 15,87% so với cùng kỳ. Tình hình xuất khẩu gặp khó khăn hơn do Việt Nam không những phải cạnh tranh với xi măng chất lượng cao và giao hàng nhanh của Thái Lan mà còn chịu áp lực cạnh tranh mạnh từ xi măng giá rẻ của Trung Quốc. Năm 2014, giá xi măng xuất khẩu khoảng 55-60 USD/tấn và giá xuất khẩu clinker khoảng 38-40 USD/tấn. Đến năm 2015, giá xuất khẩu xi măng giảm xuống còn 53-56 USD/tấn và giá xuất khẩu clinker giảm xuống còn 32-35 USD/tấn. Mặc dù giá xuất khẩu xi măng đã giảm mạnh nhưng vẫn cao hơn so với giá xuất khẩu của Trung Quốc. Điều này sẽ tiếp tục làm ảnh hưởng tới sản lượng xuất khẩu trong những năm tới.

Trong 6 tháng đầu năm 2016, BCC đã xuất khẩu 350.000 tấn xi măng và 150.000 tấn clinker. Mức giá bán giảm 90.000 đồng/tấn đối với xi măng và 40.000 đồng/tấn đối với clinker. Chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu năm 2016 sẽ tương đương với năm 2015 tuy nhiên giá bán vẫn ở mức thấp tương đương với nửa đầu năm 2016.

Doanh thu (tỷ VND)



Nguồn: VNDIRECT tổng hợp

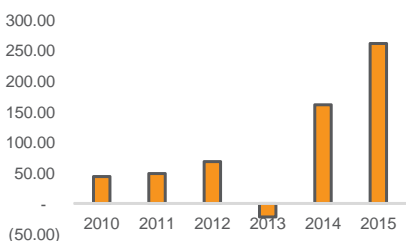
KẾT QUẢ KINH DOANH

LNST năm 2015 tăng mạnh nhờ lãi tỷ giá

Năm 2015, BCC ghi nhận 4.153 tỷ đồng doanh thu (-2,6% yoy) và 260 tỷ đồng LNST (+60,49% yoy). LNST tăng mạnh so với cùng kỳ là nhờ: (1) Năm 2014 BCC hạch toán 172 tỷ đồng lỗ chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn xây dựng dây chuyền mới, (2) Ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá Euro 75 tỷ đồng.

BCC đã phát hành 14,35 triệu cổ phiếu trả cổ tức năm 2015 (tỷ lệ cổ tức 15%) trong Quý 4/2016. BCC cũng cho biết sẽ không trả cổ tức bằng tiền mặt cho đến 2017.

Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)



Nguồn: VNDIRECT tổng hợp

LNST 9 tháng đầu năm 2016 tăng nhẹ nhờ giá đầu vào giảm

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2016, BCC ghi nhận 3.212 tỷ đồng doanh thu (+10,38% yoy) và 176,87 tỷ đồng LNST (+2,26% yoy). Giá xi măng năm nay tăng nhẹ và giá than giảm nhẹ giúp cho tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ. Tuy nhiên, LNST không tăng tương ứng với mức tăng của doanh thu là do BCC không còn khoản lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá.

Dự báo KQKD năm 2016

Chúng tôi dự báo năm 2016: sản lượng xi măng bán ra tăng 5% đạt 3.900.000 tấn, giá bán tăng 3.500 VND/tấn, giá than đầu vào giảm 2,5%. Với những dự báo này, chúng tôi ước tính BCC sẽ đạt doanh thu 4.339 tỷ đồng (+4,48% yoy) và LNST 240 tỷ đồng (-7,87% yoy) tương ứng với EPS pha loãng là 2.181 VND/CP.

Loại bỏ tác động từ tỷ giá thì LNST năm 2016 tăng 36,77% yoy. Tuy nhiên cần lưu ý là yếu tố giá than giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp trong năm 2016 khó có thể duy trì trong những năm tới do giá than thế giới đang tăng mạnh trở lại.

ĐỊNH GIÁ

Sử dụng mô hình định giá FCFF với một số giả định đầu vào bao gồm: chi phí vốn cổ phần là 14,5%, chi phí vốn vay 9% và tăng trưởng dài hạn là 2%, chúng tôi định giá mức giá nội tại cho cổ phiếu BCC là 15.300 VND/CP, tương ứng với P/E pha loãng năm 2016 là 7 lần. Chúng tôi đánh giá mức P/E này là hợp lý cho cổ phiếu BCC.

BCC đang giao dịch quanh mức giá 15.200 VND/CP, thấp hơn mức giá mục tiêu 0,66%. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu BCC.

RỦI RO

Xi măng vẫn tiếp tục dư cung

Năm 2015, theo VNCA, tổng công suất thiết kế nhà máy xi măng ở Việt Nam là 81,15 triệu tấn, sản xuất 76,28 triệu tấn và tiêu thụ 72,93 triệu tấn. Trong giai đoạn 2016-2017, Việt Nam sẽ có thêm 5 nhà máy với công suất thiết kế 15,7 triệu tấn/năm đi vào hoạt động (Xuân Thành ở Hòa Bình, Tân Thắng ở Nghệ An, Sông Lam I ở Thừa Thiên Huế, Long Sơn ở Quảng Nam, Thành Thắng ở Nghệ An). Trong giai đoạn 2019-2020, dự kiến sẽ có thêm 6 nhà máy xi măng đi vào hoạt động ở miền Nam với tổng công suất 14,36 triệu tấn, nâng tổng công suất cả nước lên đến 111,21 triệu tấn vào năm 2020.

Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ xi măng trung bình từ 2010 đến 2015 là 8,08%, trong đó có năm 2013 và 2014 là hai năm tăng trưởng rất mạnh nhờ xuất khẩu. Trong trường hợp khả quan, sản lượng tiêu thụ xi măng tăng trưởng 8,08% đến năm 2020 thì sản lượng tiêu thụ đạt 107 triệu tấn và vẫn thấp hơn so với tổng công suất thiết kế.

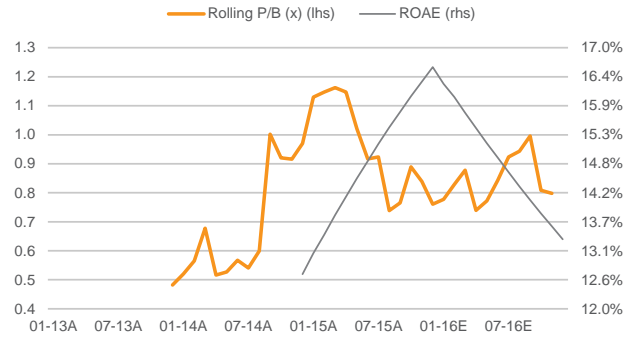
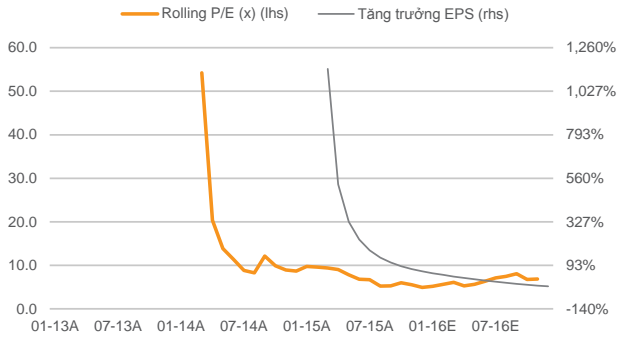
Xuất khẩu chịu sự cạnh tranh mạnh từ Trung Quốc

Xi măng Trung Quốc với lợi thế giá rẻ đang gia tăng mạnh áp lực lên xi măng Việt Nam trong việc xuất khẩu ra thị trường quốc tế. Những năm gần đây, Việt Nam đã thực hiện ký một số hiệp định thương mại tự do mà các đối thủ lớn như Trung Quốc và Thái Lan không tham gia như TPP, đây sẽ là cơ hội cho Việt Nam tận dụng để xuất khẩu xi măng sang các thị trường này.

Rủi ro lãi suất

Mặc dù nợ vay của BCC đã giảm mạnh nhưng BCC vẫn còn khoản nợ vay khá lớn ở mức 1.898 tỷ đồng. Trong trường hợp lãi suất tăng lên sẽ làm gia tăng chi phí tài chính và ảnh hưởng tới lợi nhuận của BCC. Theo ước tính của chúng tôi, lãi suất tăng thêm 1% sẽ làm công ty tăng thêm 18 tỷ đồng chi phí lãi vay.

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tr/VND)	12-15A	12-16E	12-17E
Doanh thu	4,153,079	4,339,264	4,339,264
Giá vốn hàng bán	(3,377,946)	(3,495,504)	(3,521,414)
Chi phí quản lý DN	(369,900)	(420,909)	(413,098)
Chi phí bán hàng	0	0	0
LN hoạt động thuần	405,233	422,851	404,751
EBITDA thuần	119,307	117,832	89,734
Chi phí khấu hao	285,926	305,018	315,018
LN HĐ trước thuế & lãi vay	405,233	422,851	404,751
Thu nhập lãi	859	4,599	7,550
Chi phí tài chính	(147,754)	(119,788)	(99,738)
Thu nhập ròng khác	74,340	600	600
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	332,678	308,262	313,164
Thuế	(79,295)	(61,652)	(62,633)
Lợi ích cổ đông thiểu số	7,043	(6,684)	(6,684)
LN ròng	260,426	239,925	243,847
Thu nhập trên vốn	260,426	239,925	243,847
Cổ tức phổ thông	(28,698)	(143,490)	0
LN chưa phân phối	231,728	96,435	243,847

Báo cáo LCTT

(tr/VND)	12-15A	12-16E	12-17E
LN trước thuế	332,678	308,262	313,164
Khấu hao	285,926	305,018	315,018
Các khoản +/- (non cash) khác	0	0	0
Khoản +/- không thuộc HĐKD	0	0	0
Thuế đã nộp	(79,295)	(61,652)	(62,633)
LC tiền từ HĐKD khác	0	0	0
Thay đổi VLĐ	206,835	(89,615)	12,727
LC tiền thuần HĐKD	746,144	462,013	578,276
Đầu tư TSCĐ	(16,862)	(869,981)	(229,981)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	0	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(16,862)	(869,981)	(229,981)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quý	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(896,497)	293,677	(172,434)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(143,490)	0
LC tiền thuần HĐTC	(896,497)	150,187	(172,434)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	352,260	158,034	43,743
LC tiền thuần trong năm	(167,215)	(257,781)	175,861
Tiền & tương đương tiền cuối kì	185,045	(99,747)	219,603

Bảng cân đối kế toán

(tr/VND)	12-15A	12-16E	12-17E
Tiền và tương đương tiền	158,034	43,743	219,603
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	365,685	375,221	375,221
Hàng tồn kho	584,128	537,770	541,756
Các tài sản ngắn hạn khác	0	0	0
Tổng tài sản ngắn hạn	1,107,847	956,733	1,136,580
Tài sản cố định	3,964,554	4,529,517	4,444,480
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	57,259	57,259	57,259
Tổng tài sản	5,129,660	5,543,509	5,638,319
Vay & nợ ngắn hạn	1,578,624	1,657,301	1,643,680
Phải trả người bán	866,404	755,977	772,691
Nợ ngắn hạn khác	232,974	216,963	216,963
Tổng nợ ngắn hạn	2,678,002	2,630,241	2,633,333
Vay & nợ dài hạn	738,353	953,353	794,540
Các khoản phải trả khác	11,132	21,449	31,934
Vốn chủ sở hữu	1,685,167	1,914,776	2,148,137
Lợi ích cổ đông thiểu số	17,006	23,690	30,375
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	5,129,660	5,543,509	5,638,319

Phân tích Dupont

	12-15A	12-16E	12-17E
Dupont			
Biên LN ròng	6.3%	5.5%	5.6%
Vòng quay TS	1	1	1
ROAA	4.8%	4.5%	4.4%
ĐBTC điều chỉnh	3	3	3
ROAE	16.6%	13.3%	12.0%

	12-15A	12-16E	12-17E
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	27	27	27
Số ngày nắm giữ HTK	63	56	56
Số ngày phải trả tiền bán	94	79	80
Vòng quay TSCĐ	1	1	1
ROIC	6.5%	5.3%	5.3%

	12-15A	12-16E	12-17E
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0	0	0
Khả năng thanh toán nhanh	0	0	0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0	0	0
Vòng quay tiền	(3)	4	3

	12-15A	12-16E	12-17E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT	(2.6%)	4.5%	0.0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(10.4%)	4.3%	(4.3%)
Tăng trưởng LN ròng	60.7%	(7.9%)	1.6%
Tăng trưởng EPS	60.7%	(19.9%)	1.6%

	12-15A	12-16E	12-17E
Giá trị cổ phiếu			
LN trên cổ phiếu (VND)	2,722	2,181	2,217
Giá trị sổ sách/cp (VND)	17,616	19,173	19,529
Cổ tức / cp (VND)	300	1,437	0

Nguồn: VNDIRECT

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Nguyễn Mai Phương, CFA – Giám đốc Phân tích

Email: phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn

Lê Thanh Hòa – Chuyên viên phân tích

Email: hoa.lethanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>