

Ngày 26/03/2009

Khuyến nghị: GIỮ

Giá mục tiêu: 20,830 VND/cổ phiếu

Giá giao dịch: 12,000 VND/cổ phiếu

Ngành: Vật liệu xây dựng

Phân ngành: Xi măng

Sàn giao dịch: HASTC

Nguyễn Trà Lân

ĐT: 04 3726 26 00 (Ext. 3110)

Email: [nguyentralan@thanglongsc.com.vn](mailto:nguyentralan@thanglongsc.com.vn)**Công ty Chứng khoán Thăng Long**

Tầng 6, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà nội;

Điện thoại: +84 (4) 3726 2600

Fax : +84 (4) 3726 2601

**Phòng Giao dịch Lý Nam Đế:**

14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội

Điện thoại: +84 (4) 3733 7671

Fax : +84 (4) 3733 7670

**Phòng Giao dịch Hoàng Quốc Việt**

126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Điện thoại: +84 (4) 37557668

Fax : +84 (4) 37557589

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Tầng 2, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: +84 (8) 3910 6411

Fax : +84 (8) 3910 6412

**Phòng Giao dịch Tôn Đức Thắng:**

02 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: +84 (8) 3910 2215

Fax : +84 (8) 3910 2216

Website : <http://www.thanglongsc.com.vn>**Kết quả kinh doanh**

Năm 2008, BCC tiêu thụ 2.58 triệu tấn xi măng, đạt tổng doanh thu gần 1,940 tỷ đồng, tăng tương ứng 11.2% và 25.2% so với năm 2007. EPS đạt 2,196 đồng và cổ tức trả dự kiến 1,000 đồng/cổ phiếu, tăng 30% so với 2007. Giá bán xi măng của BCC, cũng như các thành viên của Tổng công ty Xi măng Việt Nam (VICEM) hiện tại vẫn bị kiểm soát bởi chính sách của Chính phủ, chưa cho thấy khả năng tăng giá cho tới đầu quý III năm 2009.

**Một số điểm nhấn về tình hình kinh doanh và tài chính trong năm 2008**

- Chi phí lãi vay trong các năm 2005 – 2008 là chi phí từ khoản vay tài trợ cho vốn lưu động. Công ty đã trả gần hết khoản vay này nên chi phí lãi vay trong giai đoạn này không cao.
- Chi phí bán hàng: Giảm mạnh so với 2007 là do cơ chế bán hàng thay đổi. Trong năm 2008, hàng được bán với cơ chế 1 giá, bán tại đầu nguồn, thay cho phương thức bán hàng tại các tỉnh như trong năm 2007. Với cơ chế bán 1 giá này, thì BCC đã tiết kiệm được chi phí vận tải và hoa hồng, do vậy, chi phí bán hàng năm 2008 giảm 40% so với năm 2007 (từ 135 tỷ xuống 75 tỷ). Tuy nhiên, do sản lượng tăng mạnh nên doanh thu không giảm mà ngược lại, tăng 25.2% so với 2007.
- ROE tăng từ 13.5% trong năm 2007 lên 17.9% trong năm 2008, do lợi nhuận sau thuế tăng từ 72.8 tỷ (2007) lên 138 tỷ (2008), trong khi vốn chủ sở hữu tăng không mạnh, tăng 15% so với năm 2007, từ 1,010 tỷ lên 1,310 tỷ vào năm 2008.

**Dự án quan trọng**

- Dự án lắp đặt dây chuyền mới, công suất 2 triệu tấn xi măng/năm với tổng vốn 4,085 tỷ VND hiện đang là dự án quan trọng nhất đối với BCC. Cho đến thời điểm cuối năm 2008, BCC đã giải ngân được hơn 3,000 tỷ đồng, phần còn lại sẽ được giải ngân trong 3 quý đầu 2009. Điều đó có nghĩa doanh thu và lợi nhuận của BCC trong năm nay sẽ chủ yếu vẫn đến từ 2 dây chuyền lò quay hiện tại và khối lượng clinker nhập thêm (nhưng không lớn).
- BCC đang gặp sức ép trả lãi vay lớn cho khoảng thời gian vay trong 8 -10 năm tới. Do vậy, những yếu tố mà BCC cần lưu ý để giảm bớt sức ép này là tăng sản lượng tiêu thụ và/hoặc Chính phủ cho phép tăng giá bán.

**Rủi ro**

- **Rủi ro trong hoạt động sản xuất**
  - ❖ Vòng quay các khoản phải thu trong năm 2008 nhỏ, thể hiện khả năng quản lý tốt của BCC. Vòng quay tài sản cố định tương đối thấp, cho thấy khả năng sinh lời khá tốt từ một đồng giá trị tài sản của BCC.
  - ❖ Nếu trong trường hợp giá xi măng không được chính phủ phê duyệt cho tăng giá, kèm theo việc chi phí nguyên vật liệu đầu vào không giảm, hoặc tăng, thì khả năng rất lớn BCC sẽ phải trích lập dự phòng giảm giá, ít nhất là cho khoảng 100 tỷ giá trị thành phẩm.
- **Rủi ro về chênh lệch tỷ giá hối đoái (EURO:VND và USD:VND)**
  - ❖ Do chênh lệch tỷ giá của khoản vay 110 triệu EURO và 9 triệu USD, BCC đã lỗ gần 42 tỷ đồng trong 3 quý đầu năm 2008, và tổng giá trị khoản lỗ đã tăng lên gần 139 tỷ vào thời điểm cuối năm. Nếu không có biện pháp xử lý, đây sẽ là yếu tố làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của BCC trong thời gian tới.

**Thông tin cơ bản**



**Tên Công ty:** Công ty cổ phần Xi măng Bim Sơn  
**Tên giao dịch quốc tế:** Bimson Joint Stock Company  
**Địa chỉ:** Phường Ba Đình, Thị Xã Bim Sơn, tỉnh Thanh Hóa  
**Điện thoại:** 037 3824242 - **Fax:** 037 3824046  
**Website:** <http://www.ximangbimson.com.vn>  
**Hoạt động chính:** Sản xuất, kinh doanh, xuất nhập khẩu xi măng, clinker; sản xuất, kinh doanh các loại vật liệu xây dựng khác

**Diễn biến giao dịch**

**Ngày niêm yết:** 24/11/2006  
**Giá bình quân ngày GD đầu tiên:** 17,470 VND  
**Lượng giao dịch ngày GD đầu tiên:** 228,900 cp  
**Cao nhất 52 tuần:** 26,300 VND  
**Thấp nhất 52 tuần:** 9,600 VND  
**Lượng GD bình quân 30 ngày:** 710,485 cp  
**Lượng cổ phiếu lưu hành (tính đến tháng 3/2009):** 95,661,397 cp

**Quá trình hoạt động**

**Ngày 04/03/1980:** Thành lập Nhà máy Xi măng Bim Sơn  
**Tháng 08/1993:** Sáp nhập Xí nghiệp Kinh doanh Vật tư số 4 vào Nhà máy Xi măng Bim Sơn thành Công ty Xi măng Bim Sơn  
**Tháng 03/1994:** Hiện đại hóa dây chuyền lò 2, chuyển từ công nghệ ướt sang công nghệ khô  
**Tháng 05/2006:** Công ty chuyển đổi hoạt động sang mô hình Công ty Cổ phần  
**Quý III/2008:** Công ty nâng vốn điều lệ từ 900 tỷ lên 956.61 tỷ đồng

Cơ cấu cổ đông	Tỷ trọng sở hữu
VICEM	74.00%
Nhà đầu tư nước ngoài	4.01%
Nhà đầu tư trong nước	21.99%

Tính đến 25/03/2008  
 Nguồn: BCC và HASTC

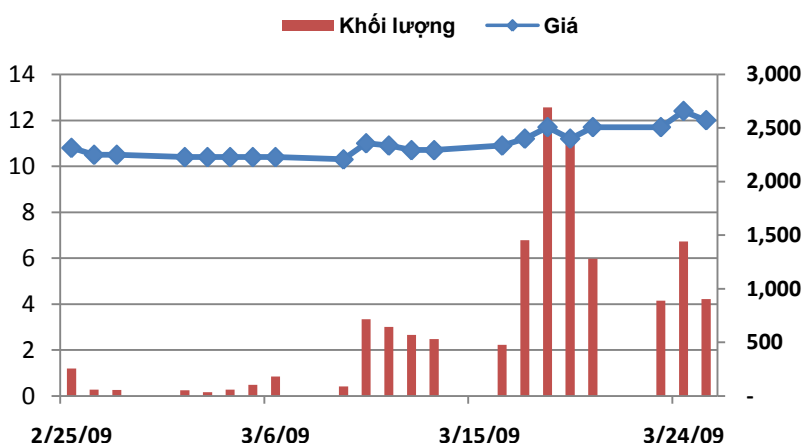
**Một số chỉ tiêu tài chính trong những năm trước**

	2005	2006	2007	2008
<b>Doanh thu thuần</b>	1,525.0	990.8	1,547.0	1,936.1
<b>Giá vốn hàng bán</b>	1,151.2	725.7	1,164.5	1,551.4
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	75.6	72.9	139.0	210.1
<b>Lợi nhuận biên</b>	5.0%	7.4%	9.0%	10.9%
<b>ROA</b>	4.5%	4.0%	5.9%	4.4%
<b>ROE</b>	8.4%	7.5%	13.5%	16.0%
<b>EPS</b>	0.8	0.8	1.5	2.2
<b>BVPS</b>	n/a	10.8	11.4	13.7

Đơn vị: tỷ đồng, (EPS và BVPS: nghìn đồng)

Nguồn: Báo cáo tài chính BCC và dự báo của TSC

**Diễn biến giá và khối lượng trong 30 ngày gần nhất**



Đơn vị: Giá ('000), Khối lượng ('000)

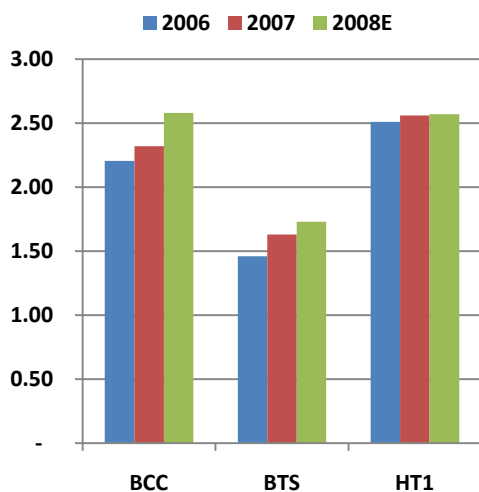
Nguồn: TSC

**Khuyến nghị**

Xét trên giá mục tiêu 20,830 đồng/cổ phiếu với giá hiện tại 12,000 đồng (ngày 26/03/2009), BCC đáng được đưa vào danh mục đầu tư. Tuy nhiên, có 2 điều mà các nhà đầu tư có thể sẽ cân nhắc vào thời điểm này. Thứ nhất là ảnh hưởng từ hoạt động của dây chuyền II trong 2 năm đầu lên lợi nhuận của BCC. Thứ hai, trong năm 2009, việc một loạt các dự án xi măng bị chậm tiến độ trong các năm trước sẽ đi vào hoạt động, làm gia tăng lượng cung, thậm chí có khả năng dẫn đến cung vượt cầu. Bên cạnh đó, việc sản lượng của BCC tăng trong khi thị phần bị giới hạn bởi sự điều tiết của Tổng công ty Xi măng Việt Nam (VICEM) sẽ là yếu tố tác động không nhỏ đến kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trong năm nay của BCC.

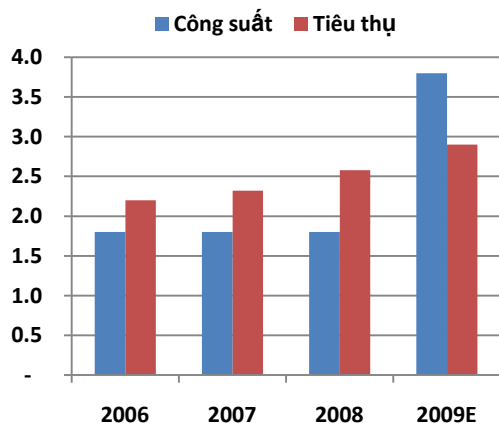
**Với những biến động về doanh thu và lợi nhuận trong năm 2009, phần lớn do ảnh hưởng của chi trả lãi vay cho dây chuyền II, chúng tôi sẽ không ngạc nhiên nếu các nhà đầu tư giảm bớt quan tâm tới cổ phiếu này trong thời gian trước mắt. Tuy nhiên, nếu công ty giải quyết được bài toán tỷ giá và thị phần, đây vẫn là một cổ phiếu nên được cân nhắc nắm giữ trong dài hạn.**

**Sản lượng tiêu thụ trong 3 năm gần nhất khi so sánh với 2 công ty thành viên của VICEM (triệu tấn)**



Nguồn: Báo cáo Thường niên công ty và TSC ước tính

**Công suất và sản lượng tiêu thụ (triệu tấn)**



Nguồn: Báo cáo tài chính BCC và dự báo của BCC

## Tổng quan hoạt động

BCC được coi là một trong những trụ cột của Tổng công ty Xi măng Việt Nam (VICEM) và cũng là một trong những công ty xi măng có công suất lớn nhất cả nước. Tại thị trường miền Bắc, BCC đứng vị trí số một về sản lượng tiêu thụ trong các thành viên của VICEM. Tính đến thời điểm hiện tại (tháng 3/2009), sản lượng của BCC chiếm 10% tổng sản lượng tiêu thụ của VICEM.

BCC, sau khi mở rộng quy mô hoạt động, sẽ tiếp tục nằm trong số những doanh nghiệp có công suất (3.8 triệu tấn/năm) và sản lượng có khả năng tiêu thụ lớn nhất cả nước. Thị phần sẽ vẫn được duy trì từ Khánh Hòa trở ra phía Bắc. Xi măng sản xuất được cung cấp cho các công ty thành viên của (VICEM) và 9 nhà phân phối chính thức trên toàn miền Bắc, Bắc Trung Bộ và 1 văn phòng đại diện tại CHDCND Lào; số lượng clinker sản xuất dành để cung cấp cho Công ty Thạch cao Xi măng và Xi măng Hải Vân (thành viên VICEM).

BCC sản xuất chủ yếu xi măng loại PCB 30. Ngoài ra còn có xi măng Xi măng và Clinker nhưng 2 sản phẩm này chiếm tỷ trọng không lớn. Bên cạnh đó, BCC còn sản xuất xi măng PCB 40 dành cho đóng bao hoặc bán rời. Để tăng cường chất lượng cũng như đa dạng các sản phẩm cung cấp, BCC đang có kế hoạch tăng cường sản xuất xi măng PCB 40.

BCC hiện đã cải thiện được nhược điểm về công nghệ sản xuất khi từ bỏ công nghệ sản xuất theo phương pháp ướt, đây là công nghệ sản xuất tiêu hao nhiều chi phí và ảnh hưởng đến môi trường. Hiện tại các dây chuyền sản xuất của BCC đang được vận hành theo công nghệ bán khô và khô.

*Do không thu thập được thông tin về cơ cấu chi phí đầu vào và những biến động của chi phí nguyên, nhiên, vật liệu đầu vào nên chúng tôi không có được những đánh giá xác thực về những yếu tố sẽ tác động tới giá đầu vào kể cả sản xuất clinker lẫn xi măng của BCC trong năm tới.*

## Công suất

Hiện tại, công suất sản xuất của BCC, nếu chưa tính đến dây chuyền II, đang đạt mức 1.8 triệu tấn. Khi nâng công suất lên 3.8 triệu tấn/năm, BCC sẽ đứng trong nhóm những doanh nghiệp sản xuất xi măng có công suất sản xuất lớn nhất cả nước, tính cả các doanh nghiệp liên doanh.

## Thị phần

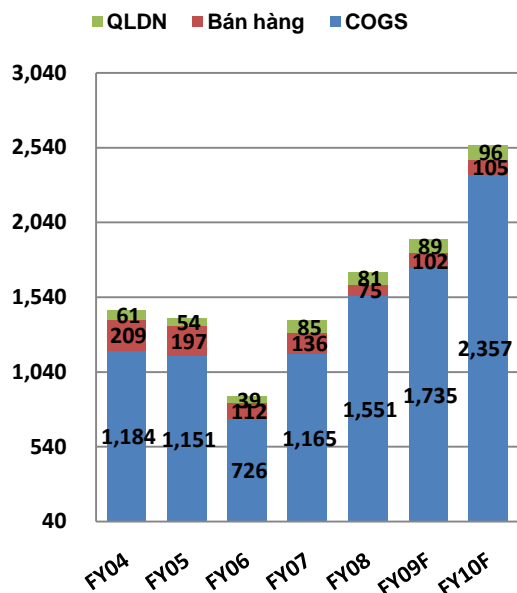
So với năm 2006, thị phần của BCC đã có sự thay đổi khi mở rộng ra đến Khánh Hòa thay vì dừng lại ở Quảng Ngãi. Những thị trường chính vẫn nằm ở những thành phố và tỉnh lớn như Thanh Hoá, Ninh Bình, Nam Định, Nghệ An, Quảng Bình và Hà Nội. Từ những năm gần đây, BCC cũng đã tiến sang thị trường Lào, nhưng hiện cũng chỉ dừng lại ở khu vực biên giới phía đông Lào, tiếp giáp với một số tỉnh phía Bắc Trung Bộ.

## Đánh giá Dự án Dây chuyền II (công suất 2 triệu tấn xi măng/năm)

Dự án quan trọng nhất của BCC là dự án dây chuyền II và quá trình đầu tư cũng sắp đi vào giai đoạn kết thúc. Khi dự án này đi vào hoạt động, tổng công suất của BCC sẽ được nâng lên 3.8 triệu tấn/năm (bao gồm clinker đã được nghiền và xi măng sản xuất trực tiếp).

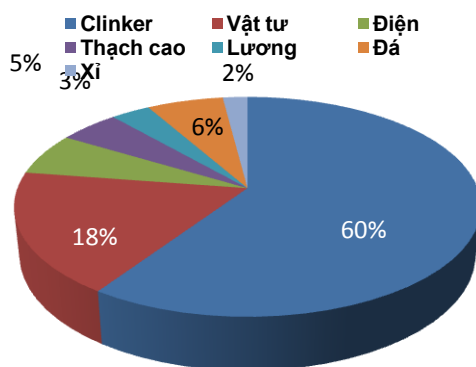
Tổng vốn đầu tư cho dây chuyền II vào khoảng 4,085 tỷ đồng. Trong số vốn này, BCC mới chỉ đối ứng được khoảng 15% (lấy từ nguồn thặng dư vốn, lợi nhuận chưa phân phối và các quỹ đầu tư 400 tỷ đồng). Trong đó, BCC đã thực hiện giải ngân được 3,000 tỷ, số vốn còn lại sẽ được giải ngân trong năm nay. Theo như trao đổi với đại diện của BCC, ông Dương Đình Hội – phó Giám đốc và ông Nguyễn Văn Quân – Phó phòng Kế toán, hiện tại BCC chưa phải trả chi phí lãi vay cho khoản vay gần 3,400 tỷ từ 5 ngân hàng lớn (bao gồm Vietinbank, Vietcombank, BIDV, Agribank và

**Cơ cấu chi phí trong những năm qua (tỷ VND)**



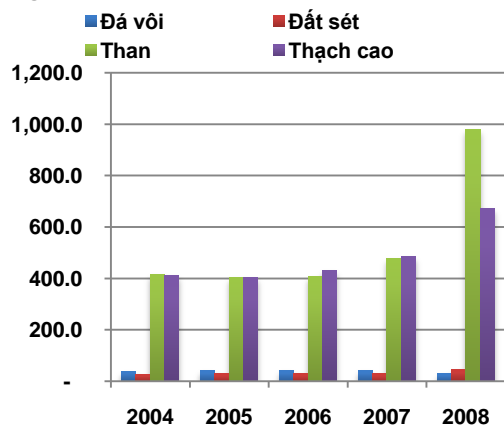
Nguồn: Báo cáo tài chính BCC và dự báo của TSC

**Cơ cấu chi phí sản xuất 1 tấn xi măng  
(ước tính tương đối)**



Nguồn: TSC tổng hợp

**Giá đầu vào một số nguyên liệu sản xuất xi măng (tham khảo)**



Nguồn: TSC tổng hợp

Indovina Bank), trong đó có khoản vay 110 triệu euro với chi phí lãi vay tính theo LIBOR + 2.8%. Chi phí lãi vay phải trả sẽ được tính từ khi đây chuyển II chính thức đi vào hoạt động, dự tính quý IV năm 2009.

**Chi phí đầu tư một tấn xi măng**

Với tổng vốn đầu tư 4,085 tỷ đồng, chi phí vốn bình quân cho một tấn xi măng khoảng 2 triệu đồng, bao gồm chi phí mua và lắp đặt thiết bị (lò nung, máy nghiền, trạm phát điện), xây dựng và nâng cấp cơ sở hạ tầng.

**Bảng tham khảo tỷ suất đầu tư 1 tấn xi măng của một số nhà máy lớn:**

Nhà máy	Công suất (triệu tấn)	Vốn đầu tư (nghìn tỷ VND)	Bình quân 1 tấn (nghìn VND)
BCC (dây chuyền II)	2.00	4,085	2,043
Xi măng Công Thanh	1.00	1,600	1,600
Đại Việt - Dung Quất	0.50	500	1,000
Xi măng Hùng Vương	1.00	1,000	1,000
Xi măng Hoàng Thạch	1.35	2,430	1,800
Xi măng Thăng Long	2.30	5,199	2,260
Xi măng Holcim	3.60	10,365	2,879
Xi măng Hạ Long	2.07	3,290	1,589
Xi măng Cẩm Phả	2.30	4,739	2,061

Nguồn: TSC tổng hợp

**Nguồn nguyên, nhiên liệu đầu vào**

Đặc thù đầu vào của ngành sản xuất xi măng là nguồn nguyên, nhiên liệu được khai thác từ thiên nhiên, chủ yếu là đá vôi và than, còn lại đất sét và phụ gia như thạch cao, xỉ lò cao, tro bay... Ngoài ra, điện sản xuất và đóng bao cũng đóng vai trò là một trong những yếu tố chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá sản xuất clinker và xi măng.

Theo như cuộc trao đổi với đại diện BCC, chi phí mua đá vôi thấp hơn đáng kể so với giá mua trung bình của các doanh nghiệp khác 50%, có nghĩa rằng chi phí sản xuất của BCC giảm đáng kể khi nhập nguồn đá vôi với giá khoảng 30,000 đồng/tấn, với nguồn đá vôi cách nhà máy mới 2 km (Số liệu do đại diện BCC cung cấp). Đây có thể coi là một lợi thế của BCC về chi phí vận chuyển khi tỷ suất đầu tư bình quân 1 tấn xi măng của BCC không thấp hơn mức trung bình của các nhà máy công suất lớn trên thị trường.

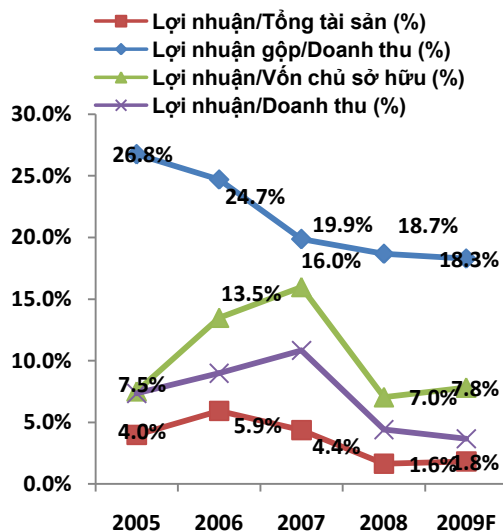
Nguồn nhiên liệu than, chi phí thường chiếm khoảng 45 – 47% trong cơ cấu chi phí giá 1 tấn clinker, với giá mua tương đương giá mua trên thị trường dành cho loại than cám 3a và 3b, với mức giá 1 triệu đồng/tấn. (Số liệu do đại diện BCC cung cấp)

**Khấu hao**

Với phương pháp khấu hao đường thẳng, ước tính thời gian khấu hao của nhà máy dây chuyền II sẽ khoảng 15 năm. Như vậy, bình quân 1 năm, dây chuyền II khấu hao khoảng 270 tỷ đồng. Do đó, để hoàn vốn và sinh lợi nhuận, BCC sẽ phải chịu sức ép rất lớn về mặt điều hành và quản trị nhằm đưa dây chuyền II chạy hết công suất ngay trong những năm đầu trong khi thị trường xây dựng đang trầm lắng. Trước tình hình giá xi măng bán lẻ chưa được Chính phủ cho phép tăng, và sự xuất hiện của các doanh nghiệp ngoài VICEM, BCC sẽ gặp không ít khó khăn để đảm bảo tăng doanh thu, và trước mắt, sẽ trông chờ vào thị phần mà VICEM đã và đang điều tiết cho các thành viên.

**Tổng quan các chỉ tiêu tài chính**

**Tỷ suất sinh lợi**



Nguồn: Báo cáo tài chính BCC và dự báo của TSC

**Tỷ suất sinh lợi**

Tỷ suất sinh lợi của BCC, xét về tỷ suất lợi nhuận ròng và ROE, đang đứng trong top 5 những doanh nghiệp trong ngành đang niêm yết, đặc biệt là tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu, dao động từ 20 – 25% trong 5 năm trở lại đây. Có một điều chúng tôi nhận thấy rằng, trong khoảng thời gian này, chênh lệch giữa lợi nhuận gộp trên doanh thu với lợi nhuận ròng trên doanh thu trong khoảng thời gian là tương đối lớn. Chiếm phần nhiều trong khoản chênh lệch này là chi phí bán hàng, chiếm tỷ trọng từ 11% - 13% trong các năm từ 2004 đến 2006. Tuy nhiên, chi phí bán hàng đang có xu hướng giảm dần trong 2 năm gần đây, từ 11.3% (2006) xuống 8.8% và 3.9% trong 2 năm 2007 và 2008. Chúng tôi nhận định, cơ cấu của khoản chênh lệch này sẽ có những thay đổi trong năm 2009, khi chi phí lãi vay của khoản vay 3,400 tỷ được tính từ khi dây chuyền II đi vào hoạt động. Ngoài ra, chi phí bán hàng sẽ thấp như năm 2008 do BCC tiếp tục áp dụng phương thức bán hàng như đã thực hiện trong năm qua, chuyển từ bán hàng trực tiếp đến các tỉnh, sang bán tại nhà máy (cho các nhà phân phối), chuyển chi phí vận tải và giảm chi phí hoa hồng cho các nhà phân phối.

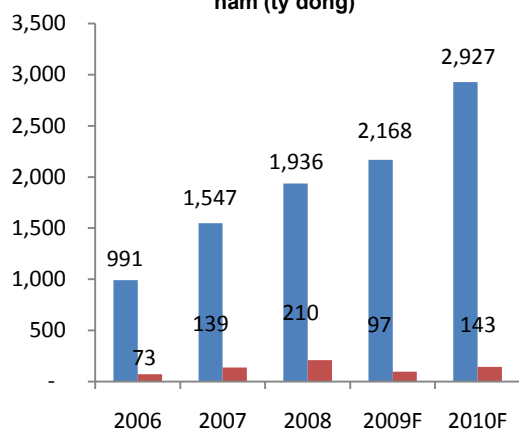
Chi phí lãi vay tăng cao, làm tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu dự tính cho năm 2009 giảm mạnh so với năm 2008. Bên cạnh đó, do tài sản cố định tăng mạnh so với năm 2008, nên tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản cũng giảm tương ứng trong năm 2009.

**Tỷ suất sinh lợi từ 2006 – 2008 và dự báo cho 2009 và 2010:**

	2006	2007	2008	2009F	2010F
Tỷ suất lãi gộp/Doanh thu	26.8%	24.7%	19.9%	20.0%	19.5%
Tỷ suất lợi nhuận /Doanh thu	11.6%	10.4%	11.8%	11.2%	12.7%
Tỷ suất lãi ròng/Doanh thu	7.4%	9.0%	10.9%	4.5%	4.9%
Hệ số dòng tiền mặt/Doanh thu	0.3%	-2.2%	0.0%	24.0%	32.9%
Tỷ suất lợi nhuận/Tổng tài sản	4.0%	5.9%	4.4%	1.7%	2.4%
Tỷ suất lợi nhuận/Vốn chủ sở hữu	7.5%	13.5%	16.0%	7.1%	9.9%
Tỷ suất thu tiền mặt/Tổng tài sản	6.5%	3.7%	1.8%	9.0%	16.0%

Nguồn: TSC

**Biểu đồ doanh thu và lợi nhuận qua các năm (tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo tài chính BCC và dự báo của TSC

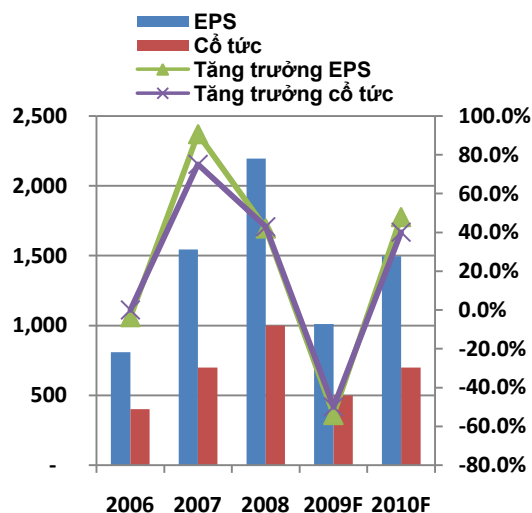
**Bảng thống kê cơ cấu lãi gộp trong những năm qua và dự tính cho năm 2009:**

Đơn vị: nghìn VND	2006	2007	2008	2009F	2010F
Lãi gộp	265,100	382,497	384,790	433,697	570,853
Thu/Chi tài chính	(24,749)	(22,532)	(30,752)	(132,993)	(208,990)
Chi phí bán hàng	(111,882)	(135,946)	(75,200)	(101,772)	(104,622)
Chi phí hành chính (quản lý doanh nghiệp)	(38,734)	(85,416)	(80,976)	(89,454)	(96,389)

Nguồn: Báo cáo tài chính BCC và TSC



Lợi nhuận trên 1 cổ phiếu (EPS), cổ tức (VND) và tăng trưởng hàng năm



Nguồn: Báo cáo tài chính BCC và dự báo của TSC

#### So sánh chỉ tiêu sinh lời giữa các công ty niêm yết trong ngành

Công ty	2008		Lợi nhuận ròng	(VND)	
	ROA	ROE		EPS	Giá trị sổ sách
BCC	5.3%	18.0%	10.9%	2,196	12,169
BTS	2.9%	9.5%	8.7%	1,146	12,057
CCM	8.2%	17.8%	4.0%	3,611	12,120
HT1	1.7%	7.8%	2.8%	810	10,431
QNC	4.5%	27.1%	7.1%	4,204	15,489
SCC	9.8%	11.9%	6.2%	2,316	19,473
SCJ	25.2%	30.0%	15.4%	8,214	27,401
SDY	2.5%	17.0%	2.1%	3,577	20,991
TBX	19.8%	49.3%	5.8%	6,361	12,909
XMC	5.1%	17.3%	5.3%	4,349	25,154
YBC	0.4%	3.3%	0.6%	644	19,803

Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty

Trong bảng so sánh trên, BCC chưa thể được xem là công ty có những chỉ số sinh lời tốt nhất. Những chỉ số trên, mới tính đến hết năm 2008. Nếu tính đến giá trị đầu tư cho cả dây chuyền II trong năm 2009, giá trị tổng tài sản của BCC sẽ tăng mạnh, ước tính lên khoảng 5,400 tỷ. Trong mô hình định giá, chúng tôi giả định rằng, tăng trưởng doanh thu trong 2 năm 2009 và 2010 lần lượt là 12% và 35%, tương ứng với việc gia tăng sản lượng tiêu thụ khi dây chuyền II hoạt động từ cuối quý IV/09.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, lợi nhuận sau thuế sẽ không tăng tương ứng. Thứ nhất, trong 2 năm tới, BCC sẽ chịu 50% của mức thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành. Thứ hai, từ năm sau, BCC sẽ chịu chi phí lãi vay cho khoản vay đầu tư dự án dây chuyền II, tại mức lãi suất LIBOR + 2.8%/năm. Thứ ba, cho đến thời điểm quý I này, chính phủ chưa có kế hoạch điều chỉnh tăng giá bán xi măng, có nghĩa là kỳ vọng về gia tăng lợi nhuận bao gồm từ việc tăng giá bán sẽ chưa sớm trở thành hiện thực đối với BCC. Với khả năng như vậy, chúng tôi cho rằng ROA của BCC sẽ giảm tương ứng. Quay trở lại năm 2008, có thể thấy rằng, BCC là một trong 2 công ty có tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu thuần lớn nhất trong số những công ty xi măng niêm yết trên sàn (tính đến thời điểm hết năm 2008 – TSC tổng hợp).

#### Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận

BCC đã có 3 năm liên tiếp tăng trưởng về doanh thu cũng như lợi nhuận biên. Một phần trong đó đến từ việc hưởng lợi từ chính sách khuyến khích các doanh nghiệp tiến hành cổ phần hoá và sau đó là niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán của Chính phủ. Cụ thể, BCC đã được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 2 năm 2007 và 2008 đồng thời được giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong 2 năm tiếp theo là 2009 và 2010. Tuy nhiên, nếu so sánh với các doanh nghiệp xi măng và doanh nghiệp thuộc lĩnh vực khác trên sàn giao dịch chứng khoán, tỷ suất lợi nhuận biên của BCC chưa phải ở mức cao và cũng chưa thể nói là có sức thu hút lớn từ phía các nhà đầu tư, đặc biệt là những nhà đầu tư nhỏ.

Một trong những yếu tố tạo nên doanh thu và lợi nhuận cao trong năm 2008, phải kể đến sự thay đổi trong phương thức bán hàng và tăng trưởng về sản lượng. Phương thức bán hàng thay đổi đã giúp giảm chi phí bán hàng trong năm qua, từ 135.9 tỷ

(2007) xuống 75.2 tỷ (2008). Việc chuyển từ bán hàng chú trọng vào bán tại các tỉnh, nay chuyển sang bán hàng một giá, tức là bán hàng tại nhà máy, điều này giúp BCC hạn chế được chi phí vận chuyển cũng như hoa hồng cho các nhà phân phối trước kia. Sản lượng tiêu thụ tăng 20.8% so với 2007, từ 2.13 triệu tấn lên 2.58 triệu tấn, trong khi năm 2007, sản lượng tiêu thụ chỉ tăng 5.4% so với năm 2006.

Một yếu tố khác để đánh giá hiệu quả sản xuất và tỷ suất lợi nhuận ròng là xem xét cơ cấu giá vốn hàng bán và những biến động của các yếu tố đầu vào trong sản xuất clinker cũng như xi măng. Tuy nhiên, chúng tôi đã không có được chi tiết cơ cấu giá vốn hàng bán và biến động giá của nguyên, nhiên, vật liệu đầu vào trong những năm qua. Chúng tôi sẽ trở lại cùng quý vị ngay khi có thông tin chi tiết về vấn đề này trong các báo cáo cập nhật tiếp theo.

### Tăng trưởng EPS

Kể từ khi chuyển đổi sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần năm 2006, lợi nhuận trên một cổ phiếu (EPS) của BCC đã có tăng trưởng mạnh trong 2 năm tiếp theo. Tỷ lệ cổ tức trên EPS được giữ ở mức 45% - 50%, và tăng trưởng 75% và 42.9% trong 2 năm liên tiếp kể từ 2006, tỷ lệ thuận với tăng trưởng lợi nhuận ròng trên doanh thu thuần trong những năm này (90.78% và 51.1%). Tuy nhiên, trong năm 2009, mô hình của chúng tôi gợi ý khả năng BCC sẽ sụt giảm về EPS, xuống mức ước tính là 659 đồng/cổ phiếu, với mức lợi nhuận sau thuế kỳ vọng là 63 tỷ đồng và giả định lượng cổ phiếu lưu hành vào thời điểm cuối năm vẫn giữ nguyên số lượng hiện tại. Với mức EPS dự tính như ở trên, chúng tôi cho rằng có thể BCC sẽ không tiến hành trả cổ tức trong năm nay. Đây có thể sẽ không phải là thông tin tốt đối với các cổ đông của BCC về mặt tài chính, nhưng nếu xét trên khía cạnh quản trị, thì có thể việc duy trì khoản lợi nhuận dù khiêm tốn trong năm 2009 đã là một thành công đối với ban điều hành BCC, khi mà dự án dây chuyền II dự tính đi vào hoạt động cuối năm.

### Cơ cấu tổng tài sản

Trong cơ cấu tài sản của BCC, tài sản cố định sẽ tăng mạnh từ năm nay khi cơ sở vật chất cho dây chuyền II được đưa vào sản xuất. Ngoài ra, tỷ trọng tài sản lưu động trong cơ cấu tổng tài sản sẽ giảm mạnh trong năm nay khi giá trị nguyên vật liệu hàng tồn kho (với tổng giá trị gần 2,300 tỷ trong năm 2008), sẽ giảm. Lý do là trong tổng giá trị trên, vật tư dành cho xây dựng lắp đặt dây chuyền II sẽ được tách ra và chuyển sang gia tăng tài sản cố định. Phần còn lại trị giá khoảng 300 tỷ, trong đó có 100 tỷ là giá trị tồn kho hàng thành phẩm và còn lại 200 tỷ là giá trị tồn kho nguyên vật liệu sản xuất.

**Giá trị hàng thành phẩm tồn kho, 100 tỷ,** nếu tính giá bán tại thời điểm cuối năm 2008 là 860,000 đồng/tấn xi măng PCB 30, thì số lượng tồn kho thành phẩm của BCC ước tính khoảng 116,280 tấn, tương đương 16 ngày sản xuất.

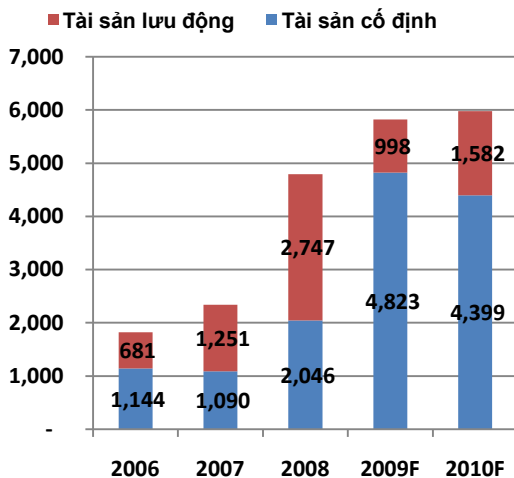
**Nguyên, vật liệu tồn kho, có giá trị 200 tỷ.** Với chi phí cho sản xuất 1 tấn xi măng, theo tham khảo (do chúng tôi chưa có đủ dữ liệu giá đầu vào cho 1 tấn xi măng) vào thời điểm giá nguyên vật liệu và chi phí vận chuyển ở thời điểm giữa năm 2008, chúng tôi ước tính giá trị nguyên vật liệu tồn kho trên tương đương cho sản xuất được 390,000 tấn xi măng thành phẩm trong khoảng 54 ngày.

Giá trị, số lượng hàng và vật liệu tồn kho lớn nhưng giá bán đầu ra không có dấu hiệu giảm, cùng với việc, giá nguyên vật liệu biến động không nhiều so với thời điểm giữa năm (theo biến động của CPI), kèm theo đó, tuổi đời vật tư cao, khả năng sử dụng lâu dài nên chúng tôi cho rằng, BCC sẽ rất ít có khả năng phải trích lập giảm giá hàng tồn kho.

**Vòng quay các khoản phải thu** dự báo sẽ tăng mạnh trong năm 2009, so với 2 năm trước đó, do chúng tôi nhận định giá trị các khoản phải thu giảm mạnh do dự án dây chuyền II kết thúc.

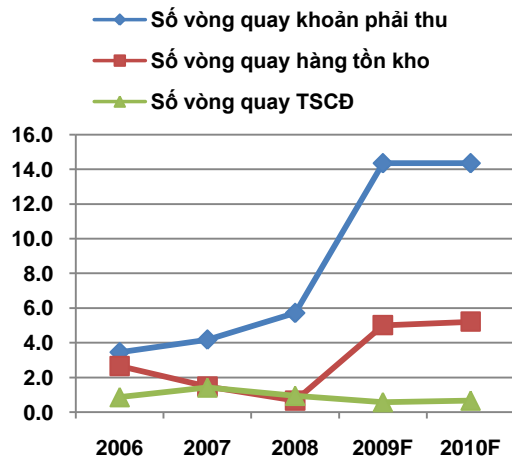
**Vòng quay hàng tồn kho** cũng tương tự như vòng quay các khoản phải thu, chúng tôi dự báo sẽ tăng mạnh trong năm 2009, do nguyên vật tư hạch toán trong năm 2008 sẽ chuyển vào tài sản cố định của dây chuyền II.

Cơ cấu tài sản



Nguồn: Báo cáo tài chính BCC và dự báo của TSC

**Hệ số hoạt động**



Nguồn: Báo cáo tài chính BCC và dự báo của TSC

**Vòng quay tài sản cố định (TSCĐ)** sẽ giảm so với năm 2008, do dự án dây chuyền II đã hoàn thành. Cùng với nhận định BCC sẽ gặp khó khăn trong việc ổn định thị trường và duy trì mức sản lượng tiêu thụ ít nhất như năm 2008, thì việc tài sản cố định gia tăng kể từ cuối năm 2009 sẽ làm giảm số vòng quay TSCĐ trong năm.

**Bảng so sánh hệ số hoạt động của 4 doanh nghiệp xi măng niêm yết: (số liệu tính đến hết 2008)**

	Số vòng quay khoản phải thu		Số vòng quay hàng tồn kho		Số vòng quay tài sản cố định	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
BCC	4.2	5.7	1.5	0.7	1.4	0.9
BTS	4.9	5.4	2.2	0.5	0.6	0.6
HT1	3.6	12.6	3.8	4.8	2.1	1.6
SCJ	3.2	2.9	20.8	15.0	6.3	3.4

Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty

So sánh với 3 doanh nghiệp trên, đặc biệt là với 2 thành viên thuộc VICEM, có cùng công suất và tương đương về quy mô đầu tư, hệ số hoạt động cho thấy BCC không thật sự có ưu thế hơn. Không kể đến SCJ, BCC đã cho thấy sự yếu thế hơn khi so sánh số vòng quay hàng tồn kho, hệ số thể hiện khả năng bán hàng và cạnh tranh thị trường của BCC. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, sau 2009, hệ số này của BCC sẽ được cải thiện hơn nhiều, nhưng chủ yếu là do tách rời các khoản mục liên quan đến dây chuyền II khỏi bản báo cáo tài chính hợp nhất của công ty.

#### Cơ cấu nợ

Cơ cấu nợ của BCC đang cho thấy nợ đang ở mức cao, chiếm từ 70 – 80% trong tổng tài sản trong 2 năm trở lại đây và theo chúng tôi nhận định, tỷ trọng nợ trên tổng tài sản sẽ vẫn ở mức này trong 2 năm tiếp theo. Điều này cho thấy, BCC đang phải chịu áp lực lớn về trả nợ vay huy động cho dây chuyền II. Đặc biệt khi nhìn vào hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu cho thấy sự mất cân đối trong tổng nguồn vốn. Nếu nhìn nhận, BCC là một công ty cổ phần thông thường, không có tổ chức nhà nước nắm giữ phần lớn, thì sẽ gặp áp lực rất lớn về chi trả lãi vay. Khoản vay gần 3,400 tỷ với lãi suất LIBOR + 2.8% (71% trong đó là khoản vay bằng euro) được tính lãi kể từ khi dây chuyền II đi vào hoạt động và được trả dần trong 8.5 năm (thêm 2 năm ân hạn) đang là áp lực không nhỏ đối với ban lãnh đạo của BCC.

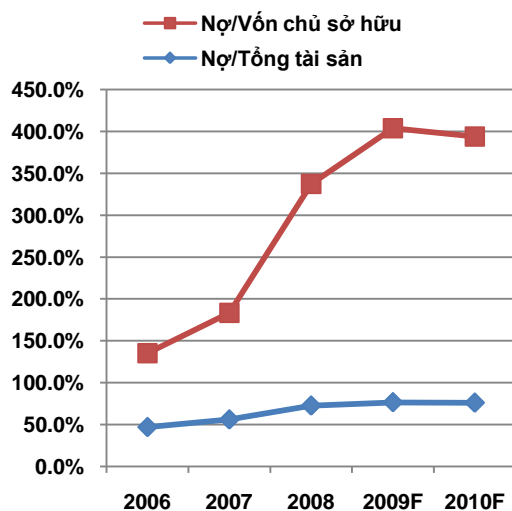
Tuy nhiên, với tư cách là một trong số các thành viên chủ lực của VICEM và được VICEM hỗ trợ đứng ra đảm bảo huy động vốn, BCC có vẻ như sẽ giảm bớt được áp lực này nếu như định hướng chiếm lĩnh thị trường miền Trung của VICEM dành cho BCC hay cho Công ty Xi măng Hoàng Thạch sớm thành hiện thực.

**Bảng so sánh hệ số đòn bẩy của 4 doanh nghiệp niêm yết (số liệu tính đến hết năm 2008)**

	Hệ số nợ/Tổng tài sản		Hệ số nợ dài hạn/trên vốn chủ + nợ dài hạn		Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
BCC	0.6	0.7	0.5	0.7	1.3	2.6
BTS	0.6	0.7	0.3	0.7	1.3	2.7
HT1	0.6	0.8	0.4	0.8	1.5	4.9
SCJ	0.3	0.1	-	-	0.4	0.1

Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty

**Hệ số đòn bẩy**



Nguồn: Báo cáo tài chính BCC và dự báo của TSC



BCC có giá trị tài sản lớn và nợ, như đã đề cập ở trên, đặc biệt là tài sản cố định và nợ dài hạn tăng mạnh trong 2008 và 2009, tương tự như BTS và HT1 (đặc thù của các thành viên VICEM khi có những dự án mới). So sánh với 2 người anh em trong VICEM, hệ số đòn bẩy của BCC cho chúng tôi thấy được mức độ ít rủi ro hơn trong khả năng sử dụng đòn bẩy tài chính của công ty.

#### Hệ số thanh toán

**Khả năng thanh toán hiện thời** của BCC trong mạnh trong 4 năm trở lại đây. Điều này không lạ nếu nhìn vào cơ cấu của tài sản lưu động trong những năm này.

**Giá trị các khoản phải thu và giá trị hàng tồn kho lớn** là những yếu tố khiến hệ số thanh toán hiện thời cao, đặc biệt trong năm 2008. (Giá trị hàng tồn kho và giá trị các khoản phải thu, phần lớn là nguyên vật tư phục vụ cho xây lắp dây chuyền II và trả trước cho bên nhà thầu IHI cho việc cung ứng vật tư, tỷ trọng trong 2 khoản mục này từ 85 – 87%). Thực tế, các khoản phải thu từ các nhà phân phối đang giảm dần trong những năm gần đây, từ 61.4 tỷ (2005) xuống 18.5 tỷ (2007). Tuy nhiên, qua cuộc trao đổi với BCC, chúng tôi được biết, trong năm 2008, BCC gặp khó khăn trong việc thu hồi tiền từ phía khách hàng, đặc biệt là khi đối tác chuyển tiền qua ngân hàng mà vướng vào ngày cuối tuần. BCC cũng đã có kế hoạch cho ngân hàng bảo lãnh trả chậm cho đối tác để giảm thiểu rủi ro cũng như tối đa hiệu quả thu hồi các khoản phải thu.

**Khả năng thanh toán nhanh** đang ở mức khá an toàn trong những năm qua. Tuy nhiên, có thể khả năng thanh toán này sẽ không duy trì hệ số như năm ngoái. Theo dự tính của chúng tôi, hệ số này vẫn duy trì ở mức tương đương 2008, 0.9, do có sự thay đổi về các khoản phải thu.

**Khả năng thanh toán tiền mặt** của BCC vẫn được duy trì ở mức khá thấp, với lượng tiền mặt duy trì ở mức 85 tỷ. Với mức này, BCC sẽ gặp khó khăn khi trả những khoản vay và nợ ngắn hạn khi đáo hạn, cũng như phải trả cho những khoản mua nguyên, nhiên liệu phục vụ sản xuất. Rất có thể, BCC trong năm nay, và cả năm sau, sẽ phải tiếp tục duy trì những khoản vay ngắn hạn để trang trải cho các khoản phải trả và nợ, vay ngắn hạn.

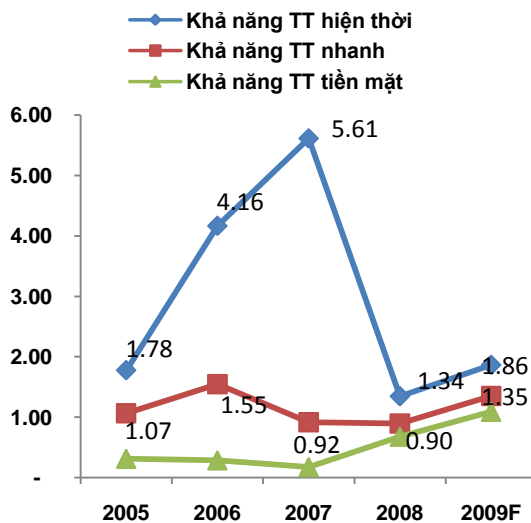
**Bảng so sánh hệ số thanh toán của 4 doanh nghiệp niêm yết (số liệu tính đến thời điểm cuối 2008)**

	Hệ số thanh toán hiện thời		Hệ số thanh toán nhanh		Hệ số thanh toán tiền mặt	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
BCC	4.2	5.6	1.5	0.9	0.3	0.2
BTS	0.8	2.6	0.4	0.4	0.1	0.1
HT1	1.7	1.0	1.0	0.3	1.0	0.05
SCJ	2.9	5.5	2.7	4.8	0.4	0.4

*Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty*

Hệ số thanh toán của BCC so với 3 doanh nghiệp trên cho thấy BCC đang có ưu thế về khả năng huy động vốn lưu động cho hoạt động sản xuất trong ngắn hạn, đặc biệt so với BTS và HT1, cũng như là tận dụng việc gửi tiền trong thời gian ngắn hạn nhằm tối đa hoá nguồn tiền cho sản xuất,

**Hệ số thanh toán**



*Nguồn: Báo cáo tài chính BCC và dự báo của TSC*

**Giới thiệu các thành viên Ban quản trị và Ban điều hành**

Thành viên	Chức vụ	Trình độ chuyên môn
<b>Ông Nguyễn Thanh Chương</b>	Chủ tịch Hội đồng quản trị	Kỹ sư Silicat
<b>Ông Nguyễn Như Khuê</b>	Giám đốc - Ủy viên HĐQT	Kỹ sư Silicat
<b>Ông Dương Đình Hội</b>	Phó Giám đốc - Ủy viên HĐQT	Kỹ sư thi công công trình
<b>Ông Vũ Văn Hoan</b>	Phó Giám đốc - Giám đốc Ban Quản lý Dự án - Ủy viên HĐQT	Thạc sỹ
<b>Bà Phan Thị Nhưường</b>	Kế toán trưởng - Ủy viên HĐQT	Cử nhân ngành Tài chính
<b>Ông Ngô Đăng Khoa</b>	Phó Giám đốc	Kỹ sư cơ khí
<b>Ông Nguyễn Văn Châu</b>	Phó Giám đốc	Kỹ sư
<b>Ông Nguyễn Sỹ Ngọc</b>	Phó Giám đốc	Kỹ sư

*Nguồn: Báo cáo thường niên BCC*

**Khả năng quản trị**

Chúng tôi đánh giá cao sự tận tâm của thành viên ban lãnh đạo BCC cũng như những thành viên chủ chốt khác đối với việc điều hành BCC. Thông qua cuộc tiếp xúc doanh nghiệp, chúng tôi được biết, ban lãnh đạo BCC đang tập trung nhiều hơn đến những phương thức khuyến mại nhằm kích thích nhu cầu khách hàng đối với sản phẩm của BCC, đây là điều không dễ thấy ở các doanh nghiệp xi măng, đặc biệt là những doanh nghiệp thuộc VICEM, vốn từ trước tới nay ít quen với các chương trình quảng bá khuyến mại.

Bên cạnh đó, việc Ban giám đốc BCC chuyển đổi một số phương thức kinh doanh như chi phí vận chuyển sẽ do nhà phân phối đảm nhận, thay vì do BCC chi trả như các năm trước, cộng với xem xét phương thức cho ngân hàng bảo lãnh chi trả chậm cho đối tác trong ngày nghỉ sẽ được coi là biện pháp hạn chế rủi ro chiếm dụng vốn cũng như bảo đảm vốn lưu động cho hoạt động sản xuất.

**Triển vọng công ty trong năm 2009**
**Nhận định**

Theo dự báo của chúng tôi, BCC sẽ đạt doanh thu ước tính 2,170 tỷ và lợi nhuận sau thuế khoảng 96 tỷ trong năm 2009. Dự báo của chúng tôi thấp hơn so với mức lợi nhuận dự báo khoảng 210 tỷ (tương đương với mức của năm 2008) do doanh nghiệp ước tính sơ bộ. Sự khác biệt này được lý giải bởi gia tăng khấu hao và chi phí lãi vay phải trả tăng lên khi dây chuyền II hoạt động. Với số lượng cổ phiếu giả định không tăng, EPS của BCC năm 2009 sẽ ở mức khoảng 1,000 đồng.

Trong 2 năm 2009 và 2010, BCC sẽ phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp 12.5% sau 2 năm đầu (2007 và 2008) cổ phần hoá được miễn thuế, do vậy, với dự báo lãi 96 tỷ, chúng tôi cho rằng tỷ lệ trả cổ tức sẽ thấp hơn nhiều so với năm 2008.

Sản lượng tiêu thụ ước tính (từ phía ban lãnh đạo BCC) cho năm 2009 sẽ khoảng 3 triệu (bao gồm gần 2.6 triệu tấn từ dây chuyền I và 400,000 tấn từ dây chuyền II hoạt động vào quý IV/09). Đây sẽ là mục tiêu rất khó khăn cho Ban lãnh đạo BCC khi thị trường xây dựng vẫn trầm lắng trong khi năm 2008 đã có 11 dự án nhà máy xi măng trên cả nước đi vào hoạt động và ước tính có thêm 17 dự án mới sẽ hoạt động trong năm nay. Chúng tôi cho rằng đây là mục tiêu không dễ dàng cho BCC.

**Dự báo một số chỉ tiêu cho năm 2009**
**➤ Hệ số thanh toán**

Hệ số thanh toán khá tốt tính đến thời điểm kết thúc năm 2008 (ngoại trừ hệ số thanh toán hiện thời do các khoản phải thu tính gộp các khoản trả trước cho nhà thầu), cho thấy BCC có khả năng kiểm soát được những khoản nợ ngắn hạn.

**➤ Hệ số nợ**

Hệ số nợ trên tổng tài sản đang ở mức khá cao (0.75). hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu rất cao, do vay dài hạn tăng mạnh, chủ yếu phát sinh từ vốn giành cho dự án lắp đặt dây chuyền II. Chúng tôi dự báo, hệ số này sẽ vẫn ở mức cao trong năm tới, do khả năng BCC chưa tiến hành trả một phần nợ trong khoản nợ 3,400 tỷ.

**➤ Hệ số sinh lời**

ROA thấp trong 4 năm qua, và chúng tôi nhận định trong năm 2009, ROA vẫn thấp (1.7%) nhưng sẽ có khả năng tăng trong năm 2010 (2.4%). Lý do là chúng tôi dự báo dây chuyền 2 chỉ chạy khoảng 20% công suất trong năm 2009 và từ 2010 sẽ chạy được toàn bộ công suất. ROE sẽ có khả năng giảm mạnh trong năm tới, do lợi nhuận ròng thấp, chi trả chi phí lãi vay và sản lượng tiêu thụ chỉ tương đương năm 2008, đồng thời vốn chủ sở hữu được nhận định là không tăng mạnh.

**Một số chỉ tiêu dự báo cho những năm tới**

	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
<b>Doanh thu thuần</b>	2,168.5	2,992.5	3,321.7	3,687.1	4,092.6
<b>Giá vốn hàng bán</b>	1,763.0	2,444.9	2,723.8	3,023.4	3,368.2
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	95.9	109.9	121.9	162.4	214.4
<b>Lợi nhuận biên</b>	9.0%	13.9%	9.3%	9.5%	10.7%
<b>ROA</b>	1.6%	1.8%	2.1%	3.0%	4.2%
<b>ROE</b>	7.0%	7.8%	8.3%	10.6%	13.0%
<b>EPS</b>	1.0	1.1	1.3	1.7	2.2
<b>BVPS</b>	14.2	14.7	15.3	16.0	17.2

Đơn vị: tỷ đồng, (EPS và BVPS: nghìn đồng)

Nguồn: Báo cáo tài chính BCC và dự báo của TSC

**Đánh giá theo phương pháp SWOT**

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Được sự hỗ trợ về chính sách từ phía VICEM. Có vị thế khi kiểm tìm vốn tài trợ cho các dự án khi là thành viên của VICEM, giải tỏa được áp lực trả nợ trong thời gian đầu nhà máy mới đi vào hoạt động</li> <li>➢ Ban lãnh đạo bao gồm những thành viên có kinh nghiệm</li> <li>➢ Hệ thống phân phối ổn định và có mặt ở hầu hết các tỉnh, thành phố lớn ở phía Bắc</li> <li>➢ Địa điểm đặt dây chuyền II nằm ngay trong khuôn viên nhà máy. Nguồn nguyên, nhiên liệu đầu vào vẫn là nguồn đầu vào dành cho nhà máy hiện tại, giảm được chi phí tìm kiếm nguồn nguyên, nhiên liệu cũng như chi phí vận chuyển đến nhà máy mới</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Dây chuyền lò 1 đã xuống cấp. Dây chuyền lò 2 gặp bất cập về các thiết bị (con lăn lò, bộ truyền động máy nghiền than)</li> <li>➢ Giá phụ tùng, một số nguyên, nhiên liệu đầu vào còn cao như giá thạch cao, giá than và giá điện</li> <li>➢ Duy trì song song 2 phương pháp công nghệ (ướt và khô), nên cần duy trì lượng nhân công lớn, so với một số công ty xi măng có công suất tương đương (<i>như BTS – TSC tham khảo</i>)</li> <li>➢ Chịu sự điều tiết của VICEM, nên không tự quyết được một số chính sách quan trọng như mở rộng thị phần và điều chỉnh giá bán</li> <li>➢ Chưa có biện pháp kiến nghị VICEM để có giải pháp thúc đẩy các thành viên trả tiền nhanh chóng cho BCC khi nhập hàng</li> <li>➢ Chưa có khả năng hoặc chưa chuẩn bị cho dự báo biến động tỷ giá, gây ra những khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá</li> <li>➢ BCC không có khả năng tự quyết được sản lượng bán cũng như thị trường tiêu thụ.</li> </ul>
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Nếu có sự thay đổi về chiến lược phát triển thị phần của các thành viên từ phía VICEM, BCC sẽ có cơ hội để mở rộng thị phần tại miền Trung (trong trường hợp Công ty xi măng Hoàng Thạch tiến sang thị trường nam Trung Quốc)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Sự xuất hiện của những nhà máy mới có công suất khá lớn (trên 1 triệu tấn/năm) đang gây áp lực về thị phần và doanh thu đối với BCC</li> <li>➢ Khả năng bão hòa, thậm chí dư cung trên thị trường khi có sự gia tăng đáng kể về số lượng các nhà máy và tổng công suất thiết kế</li> <li>➢ Khó khăn khi tìm kiếm thị trường tiêu thụ 2 triệu tấn xi măng tăng thêm kể từ cuối năm 2009</li> <li>➢ Các nhãn hiệu xi măng của các thành viên khi bán ra thị trường đều lấy dưới nhãn hiệu VICEM, như vậy sẽ khó khăn cho nhãn hiệu BCC khi thu hút lại thói quen tiêu dùng của khách hàng cũ cũng như tiếp cận khách hàng mới</li> </ul>

**Các phương pháp định giá cổ phiếu BCC****Những giả định trong mô hình định giá BCC****Giả định về tăng trưởng**

- Chúng tôi giả định tăng trưởng doanh thu của BCC trong năm 2009 sẽ là 12% và 38% trong năm 2010 khi dây chuyền II dự tính sẽ hoạt động vào quý IV/09, kèm theo dự báo rằng giá bán lẻ xi măng sẽ không tăng trong năm 2009 và tăng 3% trong năm 2010. Sau năm 2010, chúng tôi nhận định BCC sẽ tăng trưởng tương đương mức tăng trưởng của ngành, tức vào khoảng từ 10.4% đến 11%/năm trong 5 năm (2011 – 2015).
- Về lợi nhuận, chúng tôi giả định rằng, do phải chi trả lãi vay cho khoản vay 3.400 tỷ đồng, nên lợi nhuận trong năm 2009 sẽ giảm khoảng 49.9% so với 2008. Lãi suất tính theo LIBOR hiện đang ở mức thấp, và có chiều hướng tăng không nhiều từ nay đến cuối năm. Chúng tôi giả định, mức lãi suất mà BCC phải trả sẽ dao động từ 5 – 6.3% trong thời gian từ 2010 – 2012, sau đó từ 6.5 – 7% trong khoảng từ 2013 – 2015. Ngoài ra, với nhận định cho rằng số lượng các nhà cung cấp xi măng trong năm 2011 sẽ tăng lên dẫn đến lượng cung sẽ vượt cầu, do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận của BCC sẽ tăng trưởng thấp trong năm 2011. Tuy nhiên, với khả năng tăng trưởng trở lại của thị trường xây dựng trong năm 2012, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng về lợi nhuận sẽ tăng mạnh trong 2 năm 2012 và 2013 (30.4 và 25.5%) và sau đó sẽ giảm dần.
- Về tốc độ tăng trưởng dòng tiền, chúng tôi dự báo dòng tiền của BCC sẽ tăng trưởng 4.36%/năm sau năm 2015.

**Giả định về biến động chi phí**

- Với giả định rằng, chi phí đầu vào không tăng nhiều so với năm 2008 ở đá vôi, đất sét, phụ gia, ngoại trừ giá điện và giá than. Ước tính tương đối, than và điện chiếm lần lượt 6% và 47% trong chi phí sản xuất 1 tấn xi măng. Nếu giá điện tăng 8% trong năm nay, giả định từ tháng 6, thì giá vốn hàng bán có khả năng sẽ tăng ước tính khoảng 1.3% và đây sẽ là yếu tố làm chậm đà tăng trưởng lợi nhuận của BCC trong những năm tiếp theo.
- Về chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp, năm 2009, những chi phí này sẽ tăng nhẹ, 3.3% và 4.4%. Năm 2010 những chi phí này sẽ tăng mạnh hơn do toàn bộ dây chuyền II đi vào hoạt động, lần lượt là 6.6% và 14.4%. Những năm tiếp theo, chúng tôi giả định, 2 loại chi phí trên sẽ tăng trưởng 4.1% - 4.9%/năm.

**Giả định về hệ số hoạt động**

- Sau khi dây chuyền II đi vào hoạt động, vòng quay các khoản phải thu và vòng quay hàng tồn kho sẽ tăng mạnh, do những khoản liên quan đến dây chuyền II đã được hạch toán sang tài sản cố định. Chúng tôi dự báo sẽ không có biến động mạnh về những hệ số hoạt động trong những năm sau 2009.

*Trong mô hình định giá, chúng tôi sử dụng 4 phương pháp bao gồm chiết khấu dòng tiền, P/E, P/B và chiết khấu cổ tức. Với đặc thù BCC là doanh nghiệp sản xuất, cho nên kết quả định giá kết hợp cả 4 phương pháp của chúng tôi sẽ nghiêng về phương pháp chiết khấu dòng tiền, với tỷ trọng 40%, những phương pháp còn lại có tỷ trọng cân bằng nhau.*



**Sử dụng phương pháp FCFF**

Chi phí sử dụng vốn – WACC	11.29%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2015F	4.36%
Hiện giá dòng tiền 2009F - 2015F	988,686,374
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2015F	4,966,481,360
Tiền và các khoản tương đương tiền	84,827,645
Giá trị Công ty	6,039,995,378
Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008	2,990,140,917
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	3,049,854,461
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	95,661,397

**Giá ( '000 VND/cp) 31.88**

**Sử dụng phương pháp tính theo P/B (Market price/Book ratio)**

Giá trị kế toán vốn chủ sở hữu năm 2015F	1,963,604,752
Chỉ số P/B trung bình trong ngành	1.07
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2015F	2,093,060,932
WACC	11.29%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	989,730,093
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	95,661,397

**Giá ( '000 VND/cp) 10.35**

**Sử dụng phương pháp tính theo P/E ( Price/EPS)**

Thu nhập ròng năm 2015F	325,671,679
Chỉ số P/E bình quân ngành	8.68
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2015F	2,828,081,862
WACC	11.29%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	1,337,293,952
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	95,661,397

**Giá ( '000 VND/cp) 13.98**

**Sử dụng phương pháp chiết khấu cổ tức**

Cost of equity	13.35%
Chỉ số P/E ngành cuối năm 2009	8.68
Hiện giá thị trường cổ tức 2009F - 2015F	4.258
Giá cổ phiếu cuối năm 2015E	29.56

**Giá ( '000 VND/cp) 16.06**

**Giá tham khảo ( '000 VND/cp )**

**20.83**

*Kết quả định giá này được tính toán một cách thận trọng dựa trên những hiểu biết tốt nhất mà chúng tôi hiện có tại thời điểm hiện tại. Trong thời gian tới, nếu xuất hiện thêm những thông tin có thể ảnh hưởng tới giá trị cổ phiếu BCC, chúng tôi sẽ trở lại với các báo cáo cập nhật mới nhất.*



Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân tích – Đầu tư, Công ty Chứng khoán Thang Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những nhà đầu tư quan tâm tới dịch vụ hỗ trợ đầu tư tại Công ty Chứng khoán Thang Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thang Long 2007, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thang Long.

## Sản phẩm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Khối Phân tích – Tư vấn Đầu tư, Công ty Chứng khoán Thang Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm các sản phẩm nghiên cứu phân tích, bao gồm hai dòng sản phẩm chính là **Thanglong Express** và **Thanglong Intel**:

### Thang Long Express

- Market Commentary
- Company Reports
- Industry Reports

### Thang Long Intel

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook
- StockWatch

**Trụ sở chính:** Tầng 6, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội

T: +84 (43) 726 2600 F: +84 (43) 726 2601.

**Chi nhánh:** Tầng 2, Tòa nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM

T: +84 (83) 910 6411 F: +84 (83) 910 6153.

**Phòng GD:** - 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội

T: +84 (43) 733 7671 F: +84 (43) 733 7670.

- 126 Hoàng Quốc Việt, Cầu Giấy, Hà Nội

T: +84 (43) 755 7668 F: +84 (43) 755 7589.

- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

T: +84 (83) 910 2215 F: +84 (83) 910 2216.

**Website:** <http://www.thanglongsc.com.vn>

**Hà nội Office:**

**Bộ phận Phân tích:** Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Thái Thị Hương Trang, Nguyễn Anh Thư, Lê Đức Khánh, Vũ Thị Diệu Linh, Kris Bartkus, Joe Busa.

**Bộ phận Tư vấn đầu tư:** Nguyễn Trọng Nghĩa, Hoàng Mai Phương.

**Hồ Chí Minh Office:** Hồ Ngọc Bạch, Lê Hoàng Tân, Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Đình Khánh, Phạm Đặng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Nguyên Có, Nguyễn Mạnh Tú, Nguyễn Thị Hồng Hà, Nguyễn Thị Hương, Nguyễn Hoài Nam.

**Liên hệ trao đổi ý kiến:**

**Đỗ Hiệp Hòa**

Tel: 043.7 26 26 00 Ext. 3102 Email: [dohiephoa@thanglongsc.com.vn](mailto:dohiephoa@thanglongsc.com.vn)

**Nguyễn Trà Lân**

Tel: 043.7 26 26 00 Ext. 3110 Email: [nguyentralan@thanglongsc.com.vn](mailto:nguyentralan@thanglongsc.com.vn)