

## CTCP KS & XD BÌNH DƯƠNG (KSB- HSX)

### Nền tảng vững chắc từ ngành đá

KSB hoạt động chính trong lĩnh vực khai thác và chế biến đá xây dựng với ba mỏ chính là Tân Đông Hiệp, Tân Mỹ và Phước Vĩnh. Thời gian tới, nhu cầu các loại đá xây dựng cả nước được dự báo sẽ tăng tốt nhờ sự ấm lên của thị trường BĐS và hoạt động xây dựng. Trong đó, sản lượng tiêu thụ đá xây dựng khu vực Đông Nam Bộ, thị trường chính của KSB, ước tính sẽ tăng 45% từ nay đến năm 2020.

KSB hiện đang xin cấp phép để được khai thác sâu hơn ở mỏ Tân Đông Hiệp, đồng thời, xin cấp khai thác mới ở mỏ đá Tam Lập và mở rộng diện tích và độ sâu khai thác ở mỏ Tân Mỹ và Phước Vĩnh. Khả năng kéo dài thời gian khai thác và trữ lượng còn lại tương đối lớn là lợi thế cạnh tranh của KSB so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Nhờ các yếu tố hỗ trợ từ thị trường, DTT và LNST 9 tháng đầu năm 2015 tăng lần lượt 24,8% và 34,5% so với cùng kỳ. Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST năm 2015 có thể đạt lần lượt 745 tỷ đồng (+19%) và 132 tỷ đồng (+37%). Tỷ lệ chi trả cổ tức hàng năm của KSB khá cao (lợi tức ~10%) và ổn định nhờ HĐKD tốt và tài chính lành mạnh. Đồng thời, nếu vận dụng đòn bẩy tài chính một cách hợp lý, dự địa để cải thiện khả năng sinh lời của KSB là khá đáng kể.

Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu KSB là **38.400 đồng/cp**, cao hơn 25% so với giá đóng cửa ngày 26/10/2015. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong **TRUNG HẠN** với cổ phiếu KSB. Cơ cấu cổ đông cô đặc khiến thanh khoản là một vấn đề cần lưu tâm. Tuy nhiên, khả năng SCIC sẽ thoái vốn có thể cải thiện thanh khoản của cổ phiếu đồng thời cho phép doanh nghiệp linh hoạt hơn trong các chiến lược kinh doanh.

### Luận điểm đầu tư

- Nhu cầu đá xây dựng khu vực Đông Nam Bộ còn triển vọng tăng trưởng
- Khả năng được gia hạn và cấp mới các mỏ đá là lợi thế lớn so với các doanh nghiệp cùng ngành
- Cơ cấu cổ đông cô đặc nhưng đang có sự chuyển dịch
- Mảng BĐS KCN là lợi thế dài hạn của KSB

### Rủi ro

- Doanh thu của KSB phụ thuộc lớn vào mảng khai thác và chế biến khoáng sản
- Việc mở rộng ở KCN Đất Cuốc đòi hỏi vốn lớn và thời gian thu hồi vốn dài

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

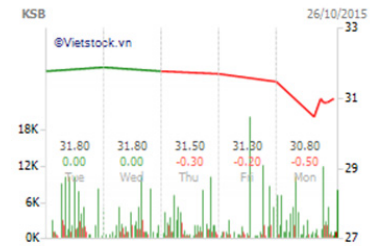
Cuối năm-T12 / (tỷ đồng)	FY2013	FY2014	9T2015	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	538,5	624,0	548,0	744,9	842,5
% tăng trưởng	-5,5	15,9	24,8	19,4	13,1
Lợi nhuận sau thuế	83,3	96,8	96,5	132,2	135,7
% tăng trưởng	-7,9	16,2	34,5	36,7	2,6
Tỷ suất LNST (%)	15,5	15,5	17,6	17,8	16,1
ROAA (%)	12,1	13,2	15,5	16,9	16,4
ROAE (%)	18,4	20,5	23,7	26,5	24,9
EPS (VND)	4.556	5.335	6.002	5.651	5.799
Giá trị sổ sách (VND)	23.792	25.151	22.847	21.922	24.692
Cổ tức tiền mặt (VND)					
P/E (x) (*)	4,7	5,9	5,1	5,5	5,3
P/BV (x) (*)	0,9	1,3	1,3	1,4	1,3

Nguồn: KSB, RongViet Research tổng hợp và ước tính, (\*) Tính theo giá cổ phiếu ngày 26/10/2015

## MUA

Giá thị trường (VND)	30.800
Giá mục tiêu (VND)	38.400

Thời gian đầu tư **TRUNG HẠN**



### Thông tin cổ phiếu

Ngành	VLXD
Vốn hóa (tỷ đồng)	721
SLCPLH	23.400.000
Beta	0,62
Free Float (%)	43,2
Giá cao nhất 52 tuần	31.800
Giá thấp nhất 52 tuần	20.700
KLGD bình quân 20 phiên	103.080

### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
KSB	14,1	41,9	208,0
VLXD	36,5	111,7	380,0
VN 30 Index	-7,0	-2,7	32,5
VN Index	-5,2	1,2	52,8

### Cổ đông lớn (%)

TCT Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC)	50,05
PXP Vietnam Emerging Equity Fund	6,77
Giới hạn sở hữu của NGTNN (%)	30,00

### Phạm Thị Hương

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1314

huong.pt@vdsc.com.vn

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Nhu cầu đá xây dựng khu vực Đông Nam Bộ còn triển vọng tăng trưởng nhờ sự hồi phục của thị trường xây dựng và BĐS**

Sự ấm dần của thị trường bất động sản và hoạt động xây dựng đã phần nào đó góp phần làm sáng hơn bức tranh KQKD của các doanh nghiệp ngành VLXD. Trong 9 tháng đầu năm, có đến 25/40 doanh nghiệp VLXD (đã công bố KQKD) ghi nhận tăng trưởng doanh thu và 52,5% số doanh nghiệp đó có LNST tích cực hơn so với cùng kỳ. Cùng trong xu hướng đó, các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh đá xây dựng cũng ghi nhận mức tăng trưởng khả quan (Bảng 1).

**Bảng 1: KQKD quý 3/2015 của một số doanh nghiệp ngành đá**

Chỉ tiêu	KSB	NNC	DHA	C32
Doanh thu (tỷ đồng)	184,62	133,03	48,28	132,10
LNG (tỷ đồng)	64,51	50,34	14,16	29,88
LNST (tỷ đồng)	31,83	38,01	9,05	20,77
Chỉ tiêu tăng trưởng (%)				
Doanh thu	11,95	36,25	17,71	31,26
LNG	1,40	43,75	83,56	12,04
LNST	17,20	42,15	117,21	14,13
Biên LNG (%)	34,94	37,84	29,32	22,62
Biên LNST (%)	17,24	28,57	18,75	15,72

Nguồn: BCTC, Stoxplus

Theo Quyết định số 1469/QĐ-TTg về Quy hoạch tổng thể phát triển VLXD Việt Nam đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030 (22/8/2014), các tỉnh khu vực Đông Nam Bộ (thị trường chính của KSB) có nhu cầu đá xây dựng lớn thứ 2 cả nước (chỉ sau đồng bằng sông Hồng) với sản lượng tiêu thụ năm 2015 ước tính là 31 triệu m<sup>3</sup> và có thể tăng lên 45 triệu m<sup>3</sup> vào năm 2020. Trong đó, TP. Hồ Chí Minh là địa phương có tốc độ đô thị hóa cao và mức tiêu thụ VLXD lớn nhất khu vực Đông Nam Bộ. Trên địa bàn thành phố chỉ có 2 mỏ đá ở Long Bình (quận 9) và ấp Giồng Chùa (huyện Cần Giờ) nhưng đều nằm trong khu vực cấm hoạt động khoáng sản. Do đó, nhu cầu đá xây dựng của TP.HCM chủ yếu được đáp ứng bởi các mỏ đá ở các tỉnh thành lân cận như Bình Dương, Đồng Nai, Bình Phước, Tây Ninh...

Mặt khác, theo đề án của bộ GTVT, cả nước sẽ hoàn thành thi công khoảng 2.500 km đường cao tốc cho tới năm 2020. Trong năm 2015, dự tính có khoảng 700 km đường cao tốc được hoàn thành. Riêng tại khu vực TP.HCM và các tỉnh lân cận, nhiều các công trình hạ tầng cũng vừa mới khởi công hoặc đang được đẩy nhanh tiến độ xây dựng như đường Cao tốc Bến Lức – Long Thành, tuyến metro số 1 Bến Thành- Suối Tiên, Quốc lộ 51 mở rộng, Quốc lộ 56, các cầu Thủ Thiêm 2, 3, 4...

Song song với đó, sự cải thiện khả quan của ngành BĐS cũng đang hỗ trợ tích cực đối với các doanh nghiệp VLXD. Số liệu thống kê mới đây của CBRE cho biết trong quý 3/2015 TP.HCM có tổng cộng 10.114 căn hộ được chào bán mới ra thị trường từ 26 dự án, tăng gấp hơn 3 lần cùng kỳ năm trước. Số căn hộ giao dịch thành công ước tính là 7.862 căn, tăng 88% so với Q3/2014. Nhờ đó, chỉ sau 9 tháng đầu năm, số căn hộ bán thành công tại Tp. HCM đã vượt hơn 43% lượng tiêu thụ của cả năm 2014. Còn theo Savills, quý 3/2015, công suất thuê văn phòng trung bình đạt 94%, tăng 4% theo quý và 5% theo năm. Đây cũng được ghi nhận là mức công suất cao nhất kể từ năm 2008. Dự kiến đến năm 2017, thị trường văn phòng đón nhận 504.000 m<sup>2</sup>, tăng nguồn cung thêm 36% so với năm 2014. Đây đều là các nhân tố quan trọng sẽ góp phần thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ các loại đá xây dựng tại các khu vực này trong thời gian tới.

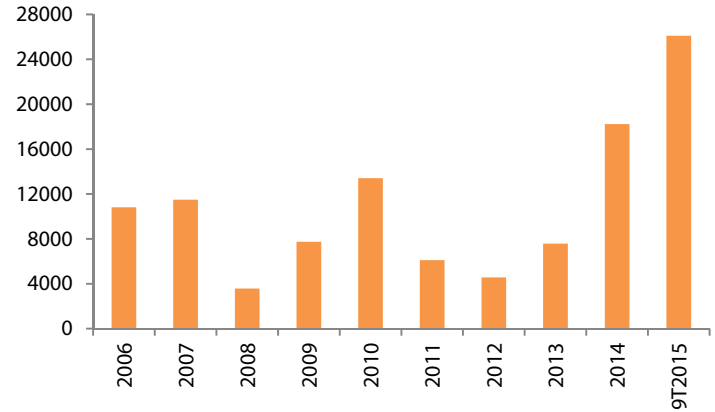
Nhu cầu đá gia tăng trong khi trữ lượng ở các mỏ đá ngày càng giảm. Đây có thể là động lực chính để KSB có thể tăng nhẹ giá bán đá trong thời gian tới. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp của KSB kỳ vọng được duy trì hoặc cải thiện nhẹ.

**Bảng 2: Nhu cầu đá xây dựng (Đơn vị: triệu m<sup>3</sup>)**

Khu vực	Năm 2015	Năm 2020
Trung du và miền núi phía Bắc	23	34
Đồng bằng sông Hồng	45	65
Bắc Trung bộ và Duyên hải Miền Trung	19	27
Tây Nguyên	5	7
<b>Đông Nam Bộ</b>	<b>31</b>	<b>45</b>
Đồng bằng sông Cửu Long	2	3
<b>Tổng</b>	<b>125</b>	<b>181</b>

Nguồn: Quy hoạch Tổng thể phát triển VLXD Việt Nam đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030

**Hình 1: Số căn hộ đã bán tại TP. HCM**



Nguồn: VBRE

### KSB - Khả năng được gia hạn và cấp mới các mỏ đá là lợi thế lớn so với các doanh nghiệp cùng ngành

KSB đang khai thác và kinh doanh 3 mỏ đá trên địa bàn tỉnh Dương là mỏ Tân Đông Hiệp (huyện Dĩ An), Phước Vĩnh (huyện Phú Giáo) và Tân Mỹ (huyện Bắc Tân Uyên). Trong đó, mỏ Tân Đông Hiệp là mỏ đá chủ lực được Công ty khai thác từ năm 1994. Đây cũng là mỏ đá được đánh giá là có chất lượng đá tốt nhất ở tỉnh Bình Dương, đáp ứng được yêu cầu kĩ thuật cao sử dụng trong các công trình cầu, đường cao tốc (chủ yếu là đá 1x2). Thêm vào đó, mỏ Tân Đông Hiệp cũng khá gần các thị trường tiêu thụ (cách TP. HCM khoảng 10 km) nên việc vận chuyển có nhiều thuận lợi. Dù vậy, theo giấy phép hiện tại, thời hạn khai thác ở mỏ Tân Đông Hiệp chỉ còn đến cuối năm 2015. KSB đang chờ sự chấp thuận của Sở Tài nguyên và môi trường tỉnh Bình Dương để được khai thác sâu hơn (cos - 120 so với độ sâu hiện tại là cos -100); đồng thời tiếp tục khai thác ở mỏ này đến hết năm 2017. Hiện tại, các thủ tục đã gần như hoàn tất và chỉ còn chờ sự phê duyệt của UBND tỉnh Bình Dương. Chúng tôi kỳ vọng giấy phép xin gia hạn của KSB có thể đạt được ở cuối năm 2015.

**Bảng 3: Các mỏ đá của KSB**

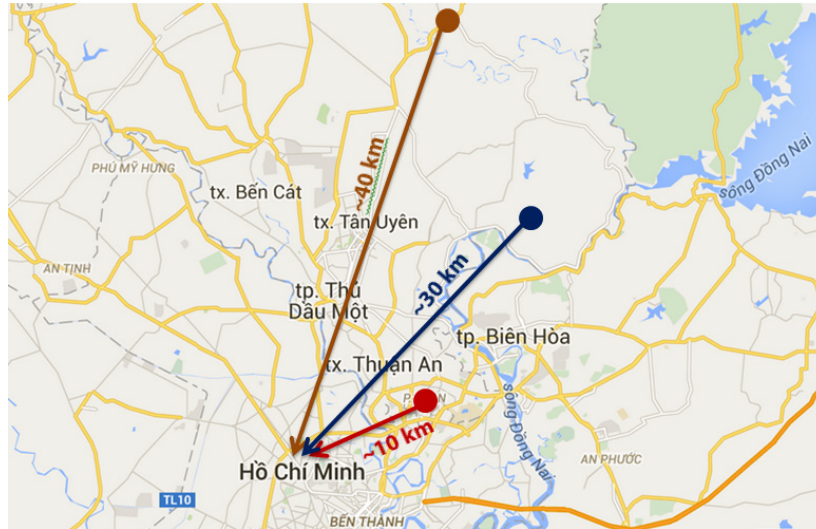
Tên mỏ đá	Vị trí	Tình trạng	DT hiện tại	DT sau mở rộng	Độ sâu ban đầu	Độ sâu mới (m)	Trữ lượng sau mở rộng	Thời gian khai thác
<b>Tân Đông Hiệp</b>	Phú Giáo, BD	Xuống sâu	22,8ha	22,8ha	Cos-100	Cos-120	4.480.000	
<b>Phước Vĩnh</b>	Phú Giáo, BD	Mở rộng, xuống sâu	23	30	Cos+11	Cos-20	18.000.000	11 năm
<b>Tân Mỹ</b>	Bắc Tân Uyên, BD	Mở rộng, xuống sâu	28	40	Cos-30	Cos-70	28.000.000	14 năm
<b>Tam Lập</b>	Phú Giáo, BD	Cấp mới	0	16		Cos-20	13.000.000	13 năm

Nguồn: KSB



Hai mỏ đá Phước Vĩnh và Tân Mỹ có chất lượng đá không cao như đá ở mỏ Tân Đông Hiệp do độ sâu khai thác còn khá thấp (đều chưa tới cos-50). Cộng với vị trí mỏ không mấy thuận lợi (cách Tp.HCM lần lượt trên 30, 40 km), tổng sản lượng tiêu thụ của cả 2 mỏ chỉ bằng một nửa sản lượng của mỏ Tân Đông Hiệp. Tuy nhiên, khi được khai thác ở độ sâu lớn hơn, chất lượng đá sẽ dần được cải thiện và hai mỏ Phước Vĩnh và Tân Mỹ có thể bù đắp một phần doanh thu của mỏ Tân Đông Hiệp sau khi mỏ này hết thời hạn khai thác. KSB cũng đang tiến hành các thủ tục xin mở rộng diện tích và xuống độ sâu để có đủ trữ lượng hoạt động ở các mỏ này thêm hơn 10 năm nữa.

**Hình 2: Vị trí tương đối các mỏ đá của KSB**



**Chú thích**

- Mỏ Tân Đông Hiệp
- Mỏ Phước Vĩnh
- Mỏ Tân Mỹ

*Nguồn: Google Map*

Ngoài ra, Công ty cũng dự định xin cấp quyền khai thác mới ở mỏ đá Tam Lập (huyện Phú Giáo, Bình Dương). Đây là mỏ đá liền kề với mỏ Phước Vĩnh, có diện tích là 16 ha và thời gian hoạt động lên đến 13 năm. KSB đã hoàn tất việc đền bù với chi phí trong khoảng 8-9 tỷ đồng. Tuy nhiên, Công ty vẫn đang chờ quy hoạch của tỉnh Bình Dương (khoảng cuối năm 2015) trước khi tiến hành kinh doanh ở mỏ đá này.

Thời hạn khai thác của các doanh nghiệp cùng ngành như C32 (mỏ Tân Đông Hiệp) và NNC (mỏ Núi Nhỏ) nếu xin được gia hạn cũng chỉ còn khoảng 1-2 năm. Dù các doanh nghiệp này đang gấp rút tìm kiếm các mỏ mới nhưng khả năng tìm được mỏ đá đáp ứng chất lượng và trữ lượng trên địa bàn tỉnh Bình Dương và các tỉnh lân cận ngày càng khó khăn. Thêm vào đó, thủ tục xin gia hạn thường khá phức tạp và tốn nhiều thời gian. Chính vì vậy, có thể thấy KSB đang có lợi thế hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

**Cơ cấu cổ đông cô đặc nhưng đang có sự chuyển dịch**

Được thành lập từ năm 1993, KSB vốn là một doanh nghiệp quốc doanh trực thuộc UBND tỉnh Bình Dương. Sau khi cổ phần hóa (năm 2006), SCIC đến nay vẫn nắm giữ cổ phần chi phối với sở hữu lên đến 50,05%. Cũng như các doanh nghiệp sản xuất mà SCIC có sở hữu như BMP, NTP, BMI, VNC, vv...KSB có tỷ suất cổ tức tiến mật hàng năm khá cao và đều đặn (30% vốn điều lệ) cộng với phương thức quản lý tương đối thận trọng và hoạt động SXKD tăng trưởng ổn định.

Theo Nghị định số 151/2013/NĐ-CP, SCIC sẽ phải thoái vốn tại một số doanh nghiệp niêm yết, trong đó có KSB. Chúng tôi kỳ vọng việc thoái vốn của SCIC sẽ cho phép KSB mạnh dạn hơn trong các kế hoạch đầu tư mở rộng SXKD. Tuy nhiên, yếu tố thanh khoản khiến việc thoái vốn theo lộ trình của SCIC gặp khá nhiều khó khăn. Chúng tôi nhận thấy kế hoạch chia thưởng gần đây của một số doanh nghiệp như BMI, GMD và cả KSB có thể là động thái giúp việc thoái vốn này thuận lợi hơn. Về khía cạnh thị trường,



điều này cũng được kỳ vọng không chỉ cải thiện tính thanh khoản mà cả diễn biến giá của cổ phiếu, nhất là khi KSB được khá nhiều quỹ và tổ chức tài chính lớn quan tâm nhờ tỷ lệ chi trả cổ tức hấp dẫn.

**Bảng 4: Cơ cấu sở hữu của KSB tại thời điểm 26/10/2015**

TÊN CỔ ĐÔNG	SỐ CỔ PHIẾU	TỶ LỆ (%)
Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước	11.711.052	50,05
PXP Vietnam Emerging Equity Fund	1.584.420	6,77
Quỹ Đầu tư Chứng khoán Việt Nam	1.161.828	4,97
Quỹ Đầu tư Chứng khoán Bảo Việt (BVF1)	808.291	3,45
Công ty Cổ phần Chứng khoán Đệ Nhất	779.693	3,33
Quỹ Đầu tư Chứng khoán Bản Việt (VCF)	768.336	3,28
Trương Hữu Quyến	427.512	1,83
Vietnam Emerging Equity Fund Limited	299.638	1,28

Nguồn: cafef.vn

**Cùng với việc hoàn thiện cơ sở hạ tầng trên địa bàn Bình Dương, mảng BĐS KCN là lợi thế dài hạn của KSB**

Ngoài mảng kinh doanh chính là sản xuất và kinh doanh đá xây dựng, doanh thu hàng năm của KSB còn có sự đóng góp từ việc cho thuê đất tại KCN Đất Cước (huyện Bắc Tân Uyên, Bình Dương). Chính thức hoạt động từ tháng 10/2007, KCN Đất Cước có diện tích hiện hữu là 209,7 ha (khu A: 102,1 ha; khu B: 107,6 ha). KSB đang tiến hành đền bù để mở rộng diện tích ĐĐ1 thêm 136,48 ha với chi phí đền bù dự tính còn khoảng 221 tỷ đồng. Cân nhắc sự thận trọng của KSB trong các kế hoạch đầu tư, chúng tôi cho rằng KSB sẽ đầu tư cuốn chiếu cho việc mở rộng KCN Đất Cước từ nay đến ít nhất năm 2018. Do đó, diện tích có khả năng đền bù trong năm 2015 ước tính ~10 ha với chi phí đền bù khoảng 20 tỷ đồng.

**Bảng 5: Diện tích KCN Đất Cước (Đơn vị: ha)**

Chỉ tiêu	Khu A	Khu B	Toàn khu
Diện tích ban đầu	102,1	108,9	211
Diện tích mở rộng	91,29	45,19	136,48
Tổng	193,39	154,09	347,48

Nguồn: KSB

**Bảng 6: Danh sách một số doanh nghiệp trong KCN Đất Cước**

STT	Tên doanh nghiệp	Ngành nghề kinh doanh
1	Chi nhánh Công ty Xăng dầu Sông Bé	Xăng dầu
2	Chi nhánh CTCP dịch vụ Phú Nhuận	Kho chứa hàng
3	Chi nhánh trạm viễn thông Viettel	Viễn Thông
4	CTCP Khoáng sản và xây dựng Bình Dương	Kinh doanh cơ sở hạ tầng
5	CTCP thép lưới hàn Thiên Phú	Sản xuất sắt, thép, kim loại
6	Công ty TNHH đầu tư Như Kiệt	Xử lý rác thải
7	Công ty TNHH nhựa Minh Trung Khanh (MTK)	Sản xuất nhựa tái sinh
8	Công ty TNHH sản xuất thương mại Tiến Thi	Xử lý rác thải
9	Nhà máy Công ty TNHH kỹ nghệ miền nam	Sản xuất kéo, vì kéo
10	CTCP Khoáng sản và xây dựng Bình Dương – Nhà máy cấu kiện bê tông đúc sẵn	Sản xuất cấu kiện bê tông đúc sẵn, bê tông ly tâm - bê tông rung phục vụ việc xây dựng các công trình hạ tầng kỹ thuật



<b>11</b>	CTCP Khoáng sản và xây dựng Bình Dương – Nhà máy gạch không nung	Sản xuất gạch không nung phục vụ việc xây dựng các công trình hạ tầng kỹ thuật
<b>12</b>	CTCP Thép Tuệ Minh – Nhà máy luyện cán thép	Sản xuất và mua bán phôi thép, các sản phẩm thép các loại; mua bán thép phế liệu; nguyên, nhiên vật liệu phục vụ cho ngành luyện kim và sản xuất thép
<b>13</b>	CTCP dịch vụ Phú Nhuận – Chi nhánh Bình Dương	Sơ chế và lưu trữ nông sản 3.000 tấn tiêu/năm; 1.000 tấn điều/năm; 1.000 tấn cà phê/năm

*Nguồn: Ban quản lý KCN Bình Dương*

Tỷ lệ lấp đầy tại KCN Đất Cuộc hiện còn khá thấp (48,4%) so với mức trung bình 63% của các KCN ở tỉnh Bình Dương (theo Sở Tài nguyên và Môi trường Bình Dương). Điều này chủ yếu là do khoảng cách từ KCN Đất Cuộc tới các nút giao thông lớn như cảng Cát Lái, sân bay Tân Sơn Nhất, TP.HCM đều khá xa (trên 50 km) trong khi hạ tầng giao thông chưa thực sự thuận lợi do thiếu các tuyến đường thẳng. Tuy nhiên về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng việc thu hút đầu tư FDI cũng như hoàn thiện cơ sở hạ tầng trên địa bàn tỉnh Bình Dương có thể tác động tích cực đến khả năng kinh doanh ở KCN này.

Số liệu thống kê cho thấy tính đến 20/9/2015, tổng vốn đầu tư FDI đăng ký ở tỉnh Bình Dương lên đến 21,03 tỷ USD, đứng thứ 5 cả nước về lượng vốn FDI đăng ký mới và tăng thêm. Trong số 27 KCN đang hoạt động trên địa bàn tỉnh thì đã có tới 10 KCN không còn đất trống. Từ đó, có thể thấy nếu tình hình thu hút FDI trên địa bàn tỉnh Bình Dương duy trì tích cực, khả năng gia tăng diện tích cho thuê của các KCN còn lại là rất lớn. Mặt khác, việc hoàn thành tuyến cầu nối hai tỉnh Bình Dương và Đồng Nai (hướng từ cầu Bạch Đằng, huyện Tân Uyên) và hoàn tất dự án nâng cấp đường nhựa ĐH.413 (huyện Bắc Tân Uyên) (dự kiến vào năm 2017) được kỳ vọng sẽ gia tăng tỷ lệ thuê đất ở KCN Đất Cuộc.

**Bảng 7: Tình hình kinh doanh KCN Đất Cuộc (31/12/2014)**

Chỉ tiêu	Khu A	Khu B	Tổng
Tổng diện tích	102,1	107,6	209,7
Diện tích làm hạ tầng	40,08	39,52	79,6
Diện tích kinh doanh	62,02	68,08	130,1
Diện tích kinh doanh đã bán	42,79	20,14	62,93
<b>Tỷ lệ lấp đầy</b>	<b>69,0%</b>	<b>29,6%</b>	<b>48,4%</b>
Tổng số các NĐT trong và ngoài nước	29	3	32

*Nguồn: KSB*

**RỦI RO**

Trong giai đoạn 2015-2017, triển vọng kinh doanh của KSB nhìn chung được đánh giá khả quan, tuy nhiên, chúng tôi có một số quan ngại sau:

**(1) Doanh thu của KSB phụ thuộc lớn vào mảng khai thác và chế biến khoáng sản**

Gần 90% doanh thu của KSB đến từ hoạt động khai thác và chế biến các loại đá ở các mỏ Tân Đông Hiệp, Phước Vĩnh và Tân Mỹ. Do đó, thời gian để xin giấy phép gia hạn khai thác cũng chi phí xin gia hạn có thể là một trở ngại đối với doanh nghiệp. Đồng thời, bản thân ngành khai thác và chế biến khoáng sản cũng có những tác động đến môi trường và dân cư (vận chuyển làm hỏng đường, nổ mìn gây sạt nún, hư hỏng các công trình xây dựng của người dân...) có thể làm gián đoạn hoạt động khai thác. Ở các mảng VLXD (gạch và ống bê tông đúc sẵn), thị phần của KSB còn khá thấp nên khả năng cạnh tranh trên thị trường là không cao.

**(2) Việc mở rộng ở KCN Đất Cuốc lớn đòi hỏi vốn đầu tư lớn và thời gian thu hồi vốn dài**

Giá trị đầu tư ở KCN Đất Cuốc chiếm đến 20% giá trị tổng tài sản của KSB. Trong khi đó, KSB đang tiếp tục đền bù mở rộng từng phần diện tích ở KCN này thêm 136,5 ha với tổng chi phí ước tính khoảng 273 tỷ đồng. Cộng thêm với việc đầu tư hạ tầng, tổng mức đầu tư mở rộng dự kiến là 539 tỷ đồng. Khả năng mở rộng kinh doanh ở KCN Đất Cuốc là lợi thế dài hạn của KSB. Tuy nhiên, nhu cầu vốn đầu tư ban đầu lớn và thời gian hoàn vốn tương đối dài là những vấn đề doanh nghiệp cần cân nhắc.

**QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

KSB hoạt động chính trong lĩnh vực khai thác và chế biến đá xây dựng với ba mỏ chính là Tân Đông Hiệp, Tân Mỹ và Phước Vĩnh. Thời gian tới, nhu cầu các loại đá xây dựng cả nước được dự báo sẽ tăng tốt nhờ sự ấm lên của thị trường BĐS và hoạt động xây dựng. Trong đó, sản lượng tiêu thụ đá xây dựng khu vực Đông Nam Bộ, thị trường chính của KSB, ước tính sẽ tăng 45% từ nay đến năm 2020.

KSB hiện đang xin cấp phép để được khai thác sâu hơn ở mỏ Tân Đông Hiệp, đồng thời, xin cấp khai thác mới ở mỏ đá Tam Lập và mở rộng diện tích và độ sâu khai thác ở mỏ Tân Mỹ và Phước Vĩnh. Khả năng kéo dài thời gian khai thác và trữ lượng còn lại tương đối lớn là lợi thế cạnh tranh của KSB so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Nhờ các yếu tố hỗ trợ từ thị trường, DTT và LNST 9 tháng đầu năm 2015 tăng lần lượt 24,8% và 34,5% so với cùng kỳ. Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST năm 2015 có thể đạt lần lượt 745 tỷ đồng (+19%) và 132 tỷ đồng (+37%). Tỷ lệ chi trả cổ tức hàng năm của KSB khá cao (lợi tức ~10%) và ổn định nhờ HĐKD tốt và tài chính lành mạnh. Đồng thời, nếu vận dụng đòn bẩy tài chính một cách hợp lý, dư địa để cải thiện khả năng sinh lời của KSB là khá đáng kể.

Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu KSB là **38.400 đồng/cp**, cao hơn 25% so với giá đóng cửa ngày 26/10/2015. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong **TRUNG HẠN** với cổ phiếu KSB. Cơ cấu cổ đông cô đặc khiến thanh khoản là một vấn đề cần lưu tâm. Tuy nhiên, khả năng SCIC sẽ thoái vốn có thể cải thiện thanh khoản của cổ phiếu đồng thời cho phép doanh nghiệp linh hoạt hơn trong các chiến lược kinh doanh.

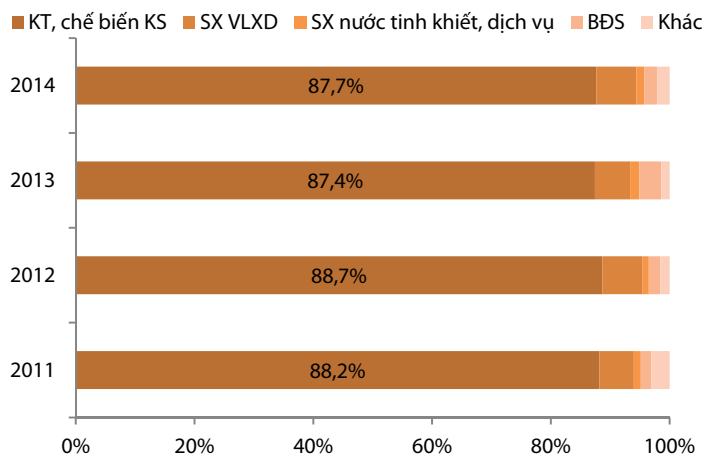
**TỔNG QUAN CÔNG TY**

**KSB là doanh nghiệp kinh doanh đá lớn nhất tỉnh Bình Dương với nhiều khách hàng truyền thống**

CTCP Khoáng Sản và Xây Dựng Bình Dương (BIMICO) (HSX: KSB) hoạt động chính trong lĩnh vực khai thác và chế biến các loại đá xây dựng. KSB thành lập từ năm 1993 và được cổ phần hóa khá sớm (từ tháng 5/2006). Quy mô vốn điều lệ ban đầu của Công ty chỉ 70 tỷ đồng, tuy nhiên, sau hai lần tăng vốn (năm 2010 và 2012) và phát hành cổ phiếu thưởng (30% trong năm 2015), vốn điều lệ cuối năm 2015 của KSB dự kiến sẽ vào khoảng 234 tỷ đồng.

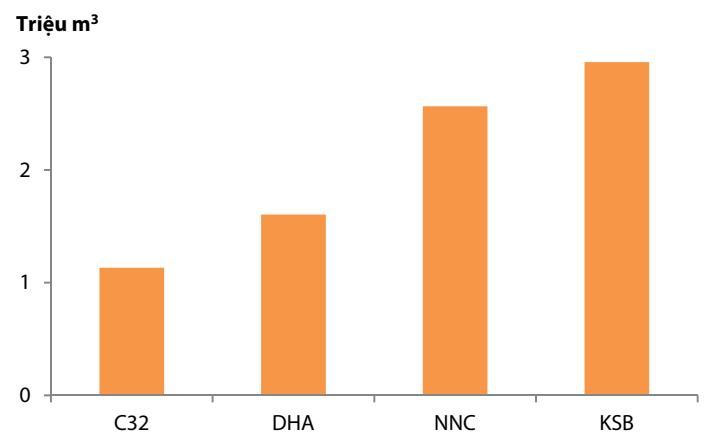
Doanh thu hàng năm của KSB được đóng góp bởi 4 mảng kinh doanh chính là: (1) Khai thác và chế biến khoáng sản, (2) Sản xuất VLXD, (3) BĐS (KCN Đất Cuộc) và (4) Sản xuất nước tinh khiết và dịch vụ. Trong đó, mảng Khai thác và chế biến khoáng sản hiện đang là mảng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của KSB.

**Hình 3: Cơ cấu doanh thu của KSB năm 2014**



Nguồn: KSB

**Hình 4: Sản lượng đá tiêu thụ năm 2014**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Ở mảng kinh doanh này, KSB khai thác và chế biến ở: (1) các mỏ đá Tân Đông Hiệp, Tân Mỹ và Phước Vĩnh, (2) mỏ cao lanh Tân Thành (Tân Lập) và Minh Long, (3) mỏ cát lòng hồ Dầu Tiếng và (4) mỏ sét gạch ngói Bồ Lá Phước Hòa (chưa hoạt động). Trong đó, sản lượng tiêu thụ và tỷ trọng doanh thu ở sản phẩm đá cao hơn nhiều so với các sản phẩm còn lại (Bảng 8). So sánh với các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành, KSB cũng đứng đầu về tiêu thụ sản lượng đá tiêu thụ (Hình 4).

**Bảng 8: Cơ cấu sản lượng, doanh thu của mảng Khai thác và chế biến khoáng sản năm 2014**

	Sản lượng tiêu thụ	Doanh thu	Tỷ trọng doanh thu
<b>Đá xây dựng</b>	3.163.985	531,12	95,1%
<b>Cao lanh</b>	11.598	14,34	2,6%
<b>Cát</b>	84.181	13,20	2,4%
<b>Tổng</b>	3.259.764	558,66	100,0%

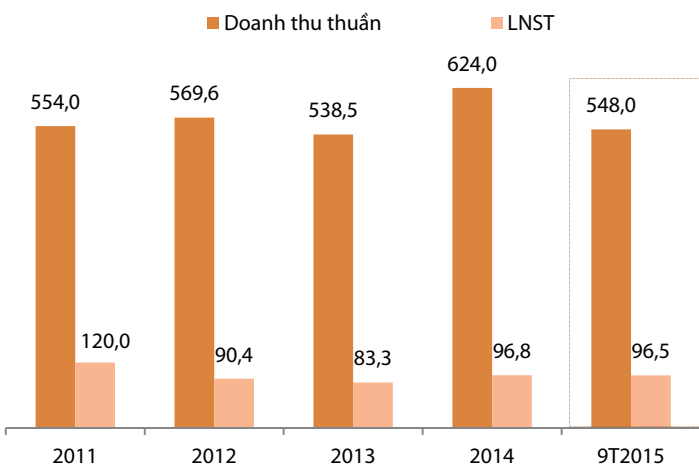
Nguồn: KSB

Sau nhiều năm hoạt động trong ngành, KSB đã xây dựng được hệ thống khách hàng truyền thống, gắn bó với Công ty. Về cách thức bán hàng, KSB không bán hàng qua đại lý mà bán trực tiếp cho khách hàng là các đơn vị thuộc lĩnh vực xây dựng, sản xuất bê tông như Công ty Xây dựng Lê Phan, Becamex IDC, Công ty TNHH thương mại Hoàng Phát Lợi... Các khách hàng lớn tiêu thụ khoảng 70-80% sản lượng đá của KSB.

**Hoạt động kinh doanh chính ổn định và đang có những tín hiệu tăng trưởng khả quan**

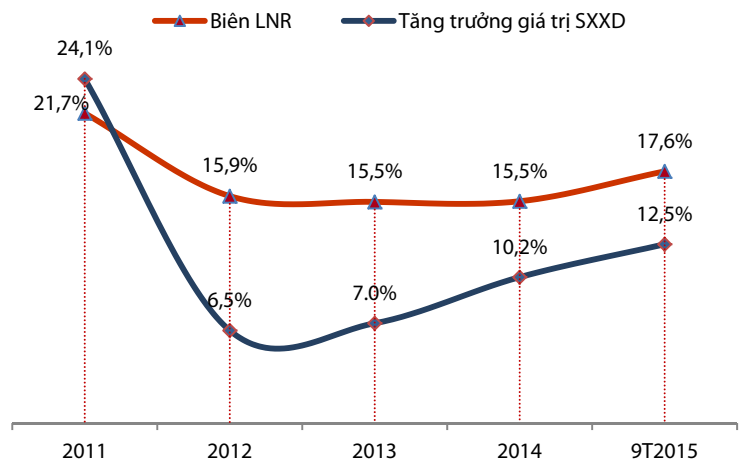
Do các chi phí đầu vào thường ít biến động nên hoạt động kinh doanh của KSB tương đối ổn định và chủ yếu phụ thuộc vào nhu cầu đá xây dựng. Từ năm 2014, tăng trưởng giá trị sản xuất ngành xây dựng đã hỗ trợ tích cực KQKD của KSB. Cụ thể, LNST năm 2014 tăng 16,2% so với năm 2013; 9 tháng đầu năm 2015 LNST đã gần bằng năm 2014 và có sự nhảy vọt 34,5% so với cùng kỳ nhờ vào sự gia tăng cả sản lượng tiêu thụ và giá bán. Biên LNST cũng cho thấy triển vọng kinh doanh khả quan dù chi phí quyền khai thác khoáng sản đã tăng từ 6% lên 7% từ năm 2014.

**Hình 5: KQKD của KSB giai đoạn 2011- 9T2015**



Nguồn: KSB

**Hình 6: Biên lợi nhuận ròng của KSB và tốc độ tăng trưởng giá trị ngành xây dựng**



Nguồn: Bộ xây dựng, RongViet Research tổng hợp  
Tăng trưởng giá trị ngành xây dựng được tính dựa trên giá hiện hành

Ở các mảng kinh doanh còn lại, tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu còn khá thấp, tuy nhiên, mảng VLXD đang có sự chuyển biến, đặc biệt là ở sản phẩm gạch tuynel. Dây chuyền gạch hiện tại (40 triệu viên/năm) đã được KSB khai thác hết công suất thiết kế. Nhờ nhu cầu gia tăng mạnh, giá bán gạch tuynel tại lò của KSB đã tăng đáng kể từ đầu năm (khoảng 57%). Do đó, doanh thu của mảng VLXD năm nay có thể tăng khoảng 45% so với năm 2014.

Bên cạnh đó, KSB đang nghiên cứu tính khả thi của dự án sản xuất 15 triệu viên gạch block (gạch không nung). Loại gạch này đã được KSB thí điểm triển khai từ năm 2013 nhưng sức tiêu thụ chưa cao do thói quen ưa chuộng gạch nung. Tuy nhiên, khi các quy định bắt buộc về sử dụng gạch block được giám sát thực hiện một cách chặt chẽ hơn thì KSB có thể đón đầu nhu cầu thị trường ở phân khúc sản phẩm còn triển vọng phát triển lớn này.

**PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH**

**Tiềm lực tài chính mạnh đảm bảo việc chi trả cổ tức ổn định**

Hoạt động kinh doanh ổn định và nguồn tài chính dồi dào nên KSB hầu như không sử dụng nợ vay trong suốt giai đoạn 2008-2014. Điều này đã giúp KSB tránh được chi phí lãi cao trong giai đoạn 2010-2012. Đồng thời, nhờ tiềm lực tài chính mạnh nên tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt hàng năm của KSB tương đối cao và ổn định (30% vốn điều lệ trong suốt giai đoạn 2011-2014).

**Bảng 9: Cơ cấu tài chính của KSB**

Chỉ tiêu (%)	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tổng nợ/VCSH	43,9	52,7	52,6	51,1	49,1	44,8	42,2
Tổng nợ/TTS	30,5	34,5	34,5	33,8	32,9	30,9	29,7
Vay ngắn hạn/TTS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay dài hạn/TTS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Nguồn: KSB, RongViet Research

Tuy nhiên, chính cơ cấu vốn không sử dụng nợ vay khiến KSB hầu như không được hưởng lợi từ mặt bằng lãi suất thấp như hiện nay. Giả định KSB sử dụng nợ vay để tài trợ 20% giá trị tổng tài sản với chi phí đi vay vào khoảng 7%/năm, tỷ suất ROE năm 2014 có thể cải thiện khoảng 5,6 điểm phần trăm so với cơ cấu vốn hiện tại. Nếu KSB có thể linh động hơn trong cơ cấu vốn theo hướng gia tăng sử dụng nợ vay, đặc biệt là khi đại diện cổ đông nhà nước SCIC không còn trong HĐQT, Công ty có cơ hội để gia tăng lợi nhuận cả về giá trị tuyệt đối lẫn tỷ suất sinh lời trên VCSH. Từ đó, các cổ đông còn lại của KSB có thể kỳ vọng mức chi trả cổ tức cao hơn hoặc các kế hoạch mua cổ phiếu quỹ trong các năm tới.

**Bảng 10: Một số chỉ tiêu hoạt động của KSB trong giai đoạn 2011-2014**

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014
Khả năng thanh toán hiện hành	3,64	3,85	5,44	3,24
Khả năng thanh toán nhanh	3,20	3,35	4,48	2,66
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,45	1,37	1,95	1,35
EBITDA/Tổng nợ	0,74	0,70	0,71	0,69
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	34,3	107,4	99,1	138,6
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	-40,3	-75,3	-46,5	-42,5
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	-54,6	-46,2	-59,4	-54,0
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-60,6	-14,1	-6,8	42,1

Nguồn: KSB, RongViet Research

Các chỉ tiêu hoạt động trong năm 2014 của KSB cũng tỏ ra khá tích cực so với các doanh nghiệp cùng ngành. Riêng chỉ tiêu vòng quay tồn kho của DHA tăng đột biến do giảm lượng đá dự trữ của mỏ đá Hóa An. Xét về dòng tiền, lưu chuyển tiền thuần từ các hoạt động đầu tư và tài chính tương đối ổn định trong suốt giai đoạn 2011-2014. Đáng chú ý, dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh duy trì dương và có sự cải thiện tích cực từ năm 2012.

**Bảng 11: Các chỉ tiêu hoạt động của một số doanh nghiệp ngành đá tiêu biểu (năm 2014)**

	KSB	NNC	DHA	C32
Vòng quay hàng tồn kho	8,46	2,99	61,33	5,42
Vòng quay khoản phải thu	5,82	32,76	6,81	4,22
Vòng quay khoản phải trả	20,00	18,76	44,59	15,18
<b>Chu kỳ thu tiền bình quân</b>	<b>87,61</b>	<b>113,76</b>	<b>51,36</b>	<b>129,79</b>

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**DỰ PHÓNG KQKD**
**Bảng 12: Những giả định chính**

Chỉ tiêu (%)	FY2015F	FY2016F	FY2017F	FY2018F	FY 2019F
Tăng trưởng sản lượng đá	18	10	1	-5	1
Tăng trưởng giá bán đá	3	3	3	-3	2
Tăng trưởng doanh thu	19	13	5	-6	3
Tỷ suất lợi nhuận gộp	37	35	35	35	35
Tỷ suất lợi nhuận ròng	18	16	16	16	17

Nguồn: RongViet Research dự phóng

**KQKD năm 2015 tăng tích cực và tăng trưởng CAGR LNST giai đoạn 2014-2019 dự phóng là 8,1%**

Nhờ sự hồi phục tích cực của hoạt động xây dựng và thị trường BĐS, KQKD 9 tháng đầu năm của KSB ghi nhận sự tăng trưởng nhảy vọt với doanh thu và LNST tăng lần lượt 24,8% và 34,5% so với cùng kỳ năm trước. Triển vọng các tháng cuối năm kỳ vọng tích cực hơn do hoạt động kinh doanh của KSB có tính mùa vụ cao; sản lượng đá tiêu thụ thường tăng mạnh vào quý 4 – quý cao điểm của hoạt động xây dựng. Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2015 đạt 745 tỷ đồng (+19%) và LNST tăng 37% so với năm 2014. Đồng thời, dựa trên các giả định về tăng trưởng sản lượng và giá bán trung bình các loại đá như Bảng 12, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu và LNST giai đoạn 2014-2019 đạt lần lượt 6,6% và 8,1%.

**Bảng 13: Các chỉ tiêu tài chính của KSB**

Chỉ tiêu (VND tỷ đồng)	FY2013	FY 2014	FY 2015F	FY 2016F	FY 2017F	FY 2018F	FY 2019F
Doanh thu thuần	539	624	745	843	882	832	861
Lợi nhuận gộp	192	220	273	295	307	295	305
CPBH & CPQLDN	82	102	108	130	137	129	133
Lợi nhuận từ HĐKD	110	120	166	166	172	167	174
EBITDA	145	158	206	208	217	216	226
EBIT	113	125	170	170	176	172	178
Chi phí tài chính	2	0	0	0	0	0	0
- Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-	-
Khấu hao	-33	-32	-36	-38	-41	-45	-47
Lợi nhuận trước thuế	113	125	170	170	176	172	178
Lợi nhuận sau thuế	83	97	132	136	141	137	143
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	4.556	5.335	5.651	5.799	6.009	5.867	6.092

Nguồn: KSB, RongViet Research



## ĐỊNH GIÁ

**Bảng 14: Kết quả định giá**

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFE	43.025	40%	17.210
P/E	31.307	30%	9.392
P/BV	39.241	30%	11.772
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>38.375</b>

Nguồn: RongViet Research

Người phân tích sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và các phương pháp so sánh P/E, P/B để định giá cổ phiếu KSB với tỷ lệ tương ứng là 40:30:30.

Phương pháp FCFE được sử dụng với tỷ suất chiết khấu cho giai đoạn 2015-2019 là 14,6% và từ sau năm 2019 là 14,3%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFE là 2,9%.

Đối với phương pháp so sánh P/E, người viết sử dụng tham chiếu từ nhóm các doanh nghiệp hoạt động trong ngành khai thác và chế biến đang niêm yết trên sàn với P/E tham chiếu ngành là 5,54x.

Riêng với phương pháp P/B, giá trị BĐS đầu tư ở KCN Đất Cuộc chiếm khoảng 20% cơ cấu tổng tài sản. Triển vọng trong ngắn hạn của KCN này được đánh giá là khó có sự cải thiện rõ nét, do đó, người phân tích chia tổng tài sản của KSB thành hai phần và áp dụng các mức P/B khác nhau: (1) BĐS đầu tư sử dụng P/B bằng 1 và (2) P/B của các tài sản còn lại bằng giá trị trung bình của ngành (1,99). Áp dụng tỷ trọng của 2 phần tài sản, chỉ số P/B được sử dụng trong mô hình là 1,79x.

Kết hợp ba phương pháp định giá trên, giá trị hợp lý của KSB được xác định tại mức **38.400 đồng/cp**, cao hơn 25% so với giá đóng cửa ngày 26/10/2015. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong **TRUNG HẠN** với cổ phiếu KSB.

**Bảng 15: P/E, P/B của các doanh nghiệp cùng ngành**

Mã CK	Vốn hóa TT	Trailing	Trailing
	(tỷ VND)	P/E	P/B
DHA	270	7,04	0,82
C32	421	5,18	1,41
NNC	704	5,18	2,79
<b>Bình quân</b>		<b>5,54</b>	<b>1,99</b>

Nguồn: Rongviet Research tổng hợp, tính theo giá cổ phiếu ngày 26/10/2015

Đvt: tỷ đồng					Đvt: tỷ đồng				
<b>KQ HKKD</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015F</b>	<b>FY2016F</b>	<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015F</b>	<b>FY2016F</b>
Doanh thu thuần	538,5	624,0	744,9	842,5	Tiền	84	127	133	182
Giá vốn	346,5	404,4	472,3	547,6	Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
<b>Lãi gộp</b>	<b>192,1</b>	<b>219,6</b>	<b>272,6</b>	<b>294,9</b>	Các khoản phải thu	103	116	115	135
Chi phí bán hàng	52,4	67,6	67,0	84,3	Tồn kho	41	54	47	60
Chi phí quản lý	29,2	34,1	41,0	46,2	Tài sản ngắn hạn khác	5	6	12	8
Thu nhập từ HĐTC	1,9	1,7	1,8	1,8	<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>233</b>	<b>303</b>	<b>307</b>	<b>385</b>
Chi phí tài chính	2,4	0,0	0,0	0,0	Tài sản cố định hữu hình	152	127	114	103
Lợi nhuận khác	2,5	5,7	3,1	3,4	Tài sản cố định vô hình	1	1	1	1
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>112,5</b>	<b>125,3</b>	<b>169,5</b>	<b>169,6</b>	Xây dựng cơ bản dở dang	70	112	106	98
Thuế TNDN	29,2	28,5	37,3	33,9	Bất động sản đầu tư	158	156	170	184
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0	Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>83,3</b>	<b>96,8</b>	<b>132,2</b>	<b>135,7</b>	Tài sản dài hạn khác	76	81	85	102
EBIT	<b>112,5</b>	<b>125,3</b>	<b>169,5</b>	<b>169,6</b>	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
EBITDA	145,3	157,7	205,6	208,1	<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>457</b>	<b>477</b>	<b>476</b>	<b>488</b>
					<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>690</b>	<b>780</b>	<b>783</b>	<b>873</b>
					Tiền hàng phải trả và ứng trước	21	27	32	37
					Khoản phải trả ngắn hạn khác	21	66	32	25
					Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0
					Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
					Khoản phải trả dài hạn khác	158	162	201	227
					<b>Tổng nợ</b>	<b>201</b>	<b>256</b>	<b>270</b>	<b>295</b>
					<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>428</b>	<b>453</b>	<b>513</b>	<b>578</b>
					Vốn đầu tư của CSH	180	180	234	234
					Lợi nhuận giữ lại	47	67	105	144
					Các quỹ	164	169	174	200
					<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
					<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>457</b>	<b>486</b>	<b>513</b>	<b>578</b>
					Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
					<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>657</b>	<b>742</b>	<b>783</b>	<b>873</b>
					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015F</b>	<b>FY2016F</b>
					LNTT	112,5	125,3	169,5	169,6
					Khấu hao	32,8	32,4	36,1	38,5
					Các điều chỉnh	-2,0	-3,4	0,0	0,0
					Thay đổi vốn lưu động	-44,3	-15,8	16,1	-2,8
					<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>99,1</b>	<b>138,6</b>	<b>221,7</b>	<b>205,3</b>
					Thay đổi TSCĐ	-47,6	-43,2	-49,4	-81,1
					Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	1,1	0,0	-4,1	-17,0
					Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	0,0	0,7	0,0	0,0
					<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-46,5</b>	<b>-42,5</b>	<b>-53,5</b>	<b>-98,1</b>
					Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	16,5	0,0
					Vay mới/trả nợ vay	0,0	0,0	0,0	0,0
					Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-59,4	-54,0	-178,1	-57,8
					<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-59,4</b>	<b>-54,0</b>	<b>-161,7</b>	<b>-57,8</b>
					Tiền thuần trong kỳ	-6,8	42,1	6,5	49,4
					<b>Tiền đầu năm</b>	<b>89,7</b>	<b>83,7</b>	<b>126,7</b>	<b>132,6</b>
					Ảnh hưởng của tỷ giá	0,8	127,6	0,0	0,0
					<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>83,7</b>	<b>126,7</b>	<b>132,6</b>	<b>182,0</b>

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015F</b>	<b>FY2016F</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	-5,5	15,9	19,4	13,1
Lợi nhuận HKKD	-5,7	6,7	39,6	-0,1
EBITDA	-1,7	8,5	30,4	1,2
EBIT	-7,2	11,4	35,3	0,1
Lợi nhuận sau thuế	-7,9	16,2	36,7	2,6
Tổng tài sản	-0,1	13,0	0,3	11,5
Vốn chủ sở hữu	2,2	6,4	5,5	12,6
Tốc độ tăng trưởng nội tại	5,3	14,8	12,4	12,0
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
LN gộp / Doanh thu	35,7	35,2	36,6	35,0
LN HKKD / Doanh thu	20,5	18,9	22,1	19,5
EBITDA/ Doanh thu	27,0	25,3	27,6	24,7
EBIT/ Doanh thu	20,9	20,1	22,8	20,1
LNST/ Doanh thu	15,5	15,5	17,8	16,1
ROA	12,1	13,2	16,9	16,4
ROIC or RONA	17,7	18,8	24,2	22,3
ROE	18,4	20,5	26,5	24,9
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	4,7	5,7	6,4	6,7
Vòng quay hàng tồn kho	9,3	8,5	9,3	10,2
Vòng quay khoản phải trả	6,4	5,9	5,5	6,6
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	5,4	3,2	4,5	5,7
Nhanh	4,5	2,7	3,8	4,8
<b>Cấu trúc tài chính (%)</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	43,9	52,7	52,6	51,1
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0

**BÁO CÁO CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rộng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới**
**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

**Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**