

## KSB - Hoạt động kinh doanh ổn định cổ vũ chính sách cổ tức tiền mặt cao

**Nguyễn Thế Minh**  
Trưởng phòng phân tích  
Khối khách hàng cá nhân

**Lê Ngọc Trâm**  
Chuyên viên cao cấp

**13/11/2015**

### Các chỉ số chính

|                            |            |
|----------------------------|------------|
| Sở hữu của khối ngoại      | 19,6%      |
| Room tối đa cho khối ngoại | 49,0%      |
| SL cổ phiếu lưu hành       | 23.400.000 |
| Số CP pha loãng            | 23.400.000 |
| Mức cao nhất 12 tháng VNĐ  | 34.800     |
| Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ | 20.600     |

### Cơ cấu cổ đông

|                  |        |
|------------------|--------|
| SCIC             | 50,05% |
| PXP Fund         | 5,99%  |
| Quỹ đầu tư CK VN | 4,97%  |
| BVF1             | 3,45%  |
| CTCP CK Đệ Nhất  | 3,33%  |
| Khác             | 32,21% |

### CTCP KHOÁNG SẢN VÀ XÂY DỰNG BÌNH DƯƠNG (KSB) – Khoáng sản

Giá: 34.8000 VND

Giá mục tiêu: N/A

TL tăng: N/A

Giá trị vốn hóa: 770 tỷ VND

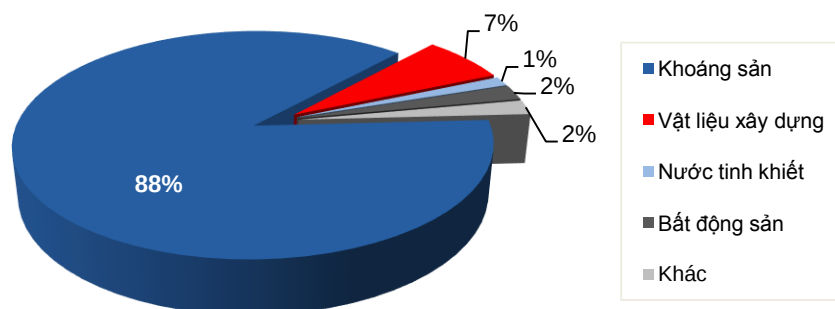
GTGD/ngày (30 ngày): 4,40 tỷ VND

Room KN: 19,6%

| Các chỉ số chính                    | 2013A  | 2014A | 9M2015 | 2015F |
|-------------------------------------|--------|-------|--------|-------|
| Doanh thu, tỷ đồng                  | 539    | 624   | 548    | 749   |
| LNST trừ lợi ích CĐTS, tỷ đồng      | 83     | 97    | 97     | 124   |
| Tăng trưởng doanh thu               | -5,5%  | 15,9% | 24,8%  | 20,0% |
| Tăng trưởng LN trước thuế           | -7,2%  | 11,4% | 34,3%  | 27,4% |
| Tăng trưởng EPS                     | -26,5% | 16,2% | 30,9%  | 11,3% |
| PER                                 | 3,0    | 4,1   | n/a    | 5,8   |
| PBR                                 | 0,6    | 0,8   | n/a    | 1,4   |
| ROE                                 | 18,4%  | 20,5% | n/a    | 23,3% |
| Lợi suất cổ tức theo giá thị trường | 16,4%  | 10,4% | n/a    | 8,6%  |
| Nợ ròng / Vốn CSH                   | -18%   | -26%  | -24%   | n/a   |

- Mỏ đá Tân Đông Hiệp vốn là thế mạnh kinh doanh của Bimico, đóng góp hơn 50% doanh thu khoáng sản. Theo lộ trình, mỏ Tân Đông Hiệp sẽ đóng cửa vào đầu năm 2016, tuy nhiên Công ty đang chờ được cấp phép gia hạn khai thác thêm 2 năm (đến năm 2018) với sản lượng mỗi năm khoảng 2,2 triệu m<sup>3</sup>.
- Mở rộng Khu công nghiệp Đất Cuốc không thật sự là một kế hoạch hấp dẫn. Tính đến cuối năm 2014, tỷ lệ lấp đầy của KCN này chỉ đạt 48% sau 7 năm hoạt động. Tuy vậy, tiềm lực tài chính vững vàng cho phép Bimico không chịu nhiều áp lực. Công ty có thời hạn đến năm 2018 để hoàn tất cam kết đầu tư giai đoạn 1 với chính quyền tỉnh Bình Dương.
- Tiền mặt dồi dào, dòng tiền được duy trì thặng dư ổn định và cấu trúc vốn không vay nợ, KSB hoàn toàn có đủ khả năng để tiếp tục duy trì chính sách cổ tức tiền mặt ổn định ở mức cao trong vài năm tới. KSB vừa thông báo sẽ tạm ứng 15% cổ tức tiền mặt năm 2015 (đợt 1) trong tháng 1/2016.
- Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng tốt trong 9 tháng đầu năm, dự báo EPS 2015 đạt 6.000 đồng, cổ phiếu KSB đang giao dịch tại mức P/E 5,8 lần.

### Cơ cấu doanh thu năm 2014



Nguồn: Bimico



**Mỏ đá Tân Đông Hiệp vốn là thế mạnh kinh doanh của Bimico, đóng góp hơn 50% doanh thu khoáng sản. Theo lộ trình, mỏ Tân Đông Hiệp sẽ đóng cửa vào đầu năm 2016, tuy nhiên Công ty đang xin được cấp phép gia hạn khai thác thêm đến năm 2018.**

Khai thác và chế biến đá xây dựng là mảng hoạt động chính của Bimico trong các năm qua. Công ty thực hiện khai thác đá ở các mỏ thuộc địa phận tỉnh Bình Dương với tổng công suất khai thác khoảng 2 triệu tấn đá các loại mỗi năm. Ngoài đá, Bimico cũng khai thác cát, cao lanh, sét gạch... Khách hàng tiêu thụ chủ yếu là các công ty xây dựng lớn cùng địa phận.

Trong số các mỏ đá Bimico đang khai thác, mỏ Tân Đông Hiệp có vị trí thuận tiện cho việc vận chuyển đến Thành phố Hồ Chí Minh và các tỉnh lân cận, đồng thời đặc điểm lý tính của đá ở đây rất tốt, tốt hơn so với chất lượng đá của 2 mỏ Phước Vĩnh và Tân Mỹ. Hiện tại mỏ đá này đóng góp hơn 50% doanh thu khoáng sản cho Bimico. Theo lộ trình, mỏ Tân Đông Hiệp sẽ đóng cửa vào đầu năm 2016, tuy nhiên Công ty đang chờ được cấp phép gia hạn khai thác thêm 2 năm (đến năm 2018) với sản lượng mỗi năm khoảng 2,2 triệu m<sup>3</sup>. Chúng tôi đánh giá khả năng Bimico được phép gia hạn khai thác mỏ đá này đến năm 2018 là khá cao.

Song song với việc xin gia hạn khai thác mỏ Tân Đông Hiệp, Bimico cũng lên kế hoạch mua lại mỏ đá Minh Hòa (là mỏ đá duy nhất được mở mới tại Bình Dương, trữ lượng ước tính khoảng 15 triệu m<sup>3</sup>), đồng thời tăng cường khai thác mỏ đá Phước Vĩnh và Tân Mỹ để bù đắp sản lượng khai thác khi mỏ Tân Đông Hiệp đóng cửa. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng các mỏ đá mới khó có thể đem lại hiệu quả kinh doanh tốt như Tân Đông Hiệp xét theo cả hai tiêu chí quan trọng là chất lượng và chi phí vận chuyển; do vậy chúng tôi cho rằng Bimico sẽ khó có thể duy trì mức biên lợi nhuận cao như hiện nay trong trường hợp mỏ Tân Đông Hiệp dừng khai thác.

Trong trường hợp Bimico tiếp tục được quyền khai thác mỏ đá Tân Đông Hiệp đến năm 2018, chúng tôi dự kiến Công ty sẽ tiếp tục đạt kết quả kinh doanh tốt trong một vài năm tới do doanh số bán hàng được thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu thụ đang tăng trưởng theo đà phát triển của lĩnh vực xây dựng nói chung, và biên lợi nhuận được duy trì. Ở tình huống ngược lại, lợi nhuận của Công ty có thể bị tác động do mất đi lợi thế giá vốn.

Hiện tại Bimico đang tăng cường khai thác hết trữ lượng hiện có tại mỏ Tân Đông Hiệp, khoảng 2-2,5 triệu m<sup>3</sup> đá thô, nhằm tích trữ cho tiêu thụ nửa đầu năm 2016.

**Bảng 1: Các mỏ khoáng sản Bimico đang khai thác**

| Mỏ / Vị trí                                   | Loại khoáng sản | Thời hạn khai thác | Diện tích khai thác | Công suất khai thác           | Ghi chú                                                                                              |
|-----------------------------------------------|-----------------|--------------------|---------------------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Mỏ đá Tân Đông Hiệp, thị xã Dĩ An             | Đá xây dựng     | 2018               | 25 ha               | 2,0 triệu m <sup>3</sup> /năm | KSB đang xin gia hạn khai thác đến năm 2018, công suất 2,2 triệu m <sup>3</sup> /năm                 |
| Mỏ đá Phước Vĩnh, Phú Giáo                    | Đá xây dựng     | 2017               | 46 ha               | 0,5 triệu m <sup>3</sup> /năm | Đang xin mở rộng, tăng công suất lên 1 triệu – 1,6 triệu m <sup>3</sup> /năm bù đắp mỏ Tân Đông Hiệp |
| Mỏ đá Tân Mỹ, Bắc Tân Uyên                    | Đá xây dựng     | 2019               | 41 ha               | 1 triệu m <sup>3</sup> /năm   | Đang xin mở rộng, tăng công suất lên 2 triệu m <sup>3</sup> /năm                                     |
| Mỏ sét gạch ngói Bó Lá, Phú Giáo              | Sét gạch ngói   | 16 năm             | 30 ha               | 0,3 triệu m <sup>3</sup> /năm | Đang xin cấp mới. Hiện đã đền bù 7 ha trong tổng số 30 ha                                            |
| Mỏ đá Tam Lập                                 | Đá xây dựng     | 13 năm             | 16 ha               | 1 triệu m <sup>3</sup> /năm   | Đang xin cấp mới                                                                                     |
| Mỏ cao lanh Tam Lập, Bắc Tân Uyên             | Cao lanh        | 2021               | 24 ha               | 100.000 m <sup>3</sup> /năm   |                                                                                                      |
| Mỏ cao lanh Minh Long, Chơn Thành, Bình Phước | Cao lanh        | 2038               | 64 ha               | n/a                           |                                                                                                      |
| Hồ Dầu Tiếng, Bình Dương                      | Cát xây dựng    | 2020               | 82 ha               | 98.000 m <sup>3</sup> /năm    | Bimico được phép khai thác 1 triệu m <sup>3</sup> cát                                                |

Nguồn: Bimico, VCSC

**Mở rộng Khu công nghiệp Đất Cuốc không thật sự là một kế hoạch hấp dẫn. Tuy vậy, tiềm lực tài chính vững vàng cho phép Bimico không chịu nhiều áp lực.**

KCN Đất Cuốc hiện hữu có tổng diện tích là 209,70 ha (trong đó diện tích kinh doanh là 130 ha), đang được Bimico đầu tư mở rộng giai đoạn 1 là 136,40 ha (tổng diện tích mở rộng được phép là 340,16 ha). KCN Đất Cuốc được cho thuê theo hình thức thanh toán 1 lần tiền thuê và phí quản lý cho tổng thời gian thuê (47 năm), Công ty thực hiện phân bổ doanh thu từng năm. Doanh thu cho thuê năm 2014 là 13,6 tỷ đồng, chiếm 2% trong tổng doanh thu của Công ty.

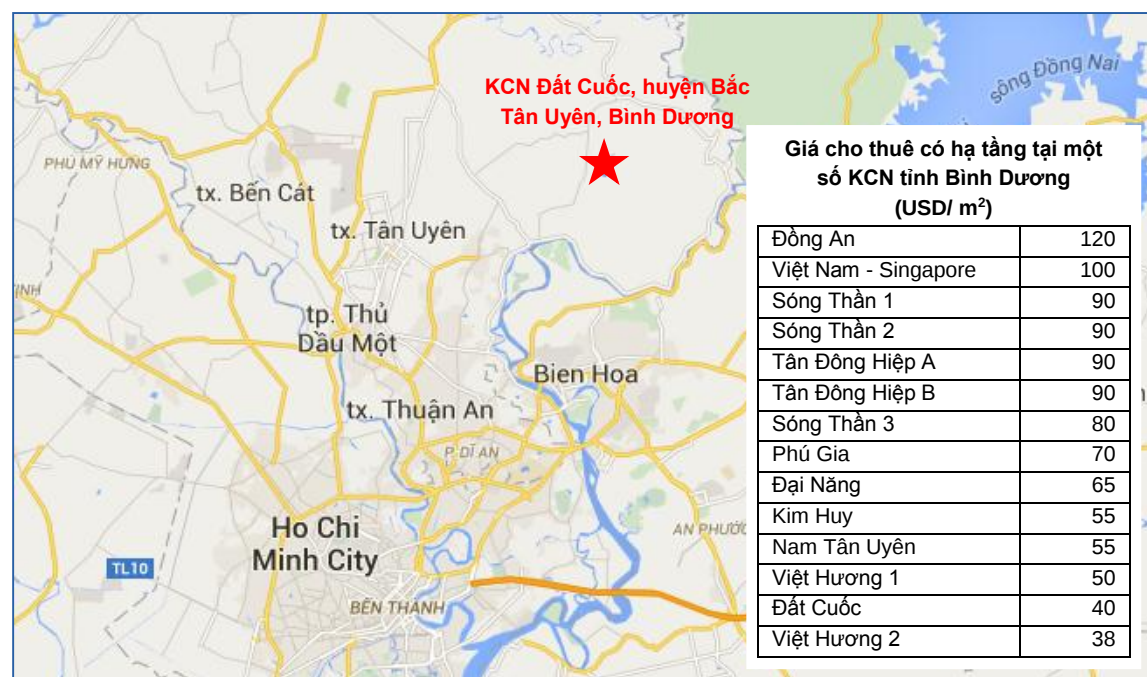
Khu công nghiệp Đất Cuốc bắt đầu được đưa vào kinh doanh từ năm 2007. Theo báo cáo của Bimico, tính đến cuối năm 2014, sau 7 năm hoạt động, tỷ lệ lấp đầy đạt 48%. Đất Cuốc thiếu sức hấp dẫn hơn so với các đối thủ cạnh tranh chủ yếu do khả năng kết nối kém thuận tiện hơn. Hiện giá cho thuê trả một lần bao gồm cả hạ tầng tại khu công nghiệp Đất Cuốc khoảng 35-43 USD/m<sup>2</sup> tùy khách hàng và diện tích thuê, thuộc hàng thấp nhất trong số các khu công nghiệp ở Bình Dương.

Theo tính toán của chúng tôi, suất đầu tư tại KCN Đất Cuốc hiện hữu khoảng 18 USD/m<sup>2</sup>. Như vậy với giá cho thuê trung bình các năm 2006-2012 là 26 USD/m<sup>2</sup> mang lại tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 30% cho Bimico. Tỷ lệ này thấp hơn nhiều so với hiệu quả của các Khu công nghiệp có tiếng khác.

Với khoảng 67 ha diện tích kinh doanh hiện hữu đã được đầu tư hạ tầng khá đầy đủ và được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu, Bimico hiện không phải chịu áp lực từ mảng hoạt động này. Đây sẽ là một nguồn thu tiềm năng và ít rủi ro cho Công ty trong các năm tới. Đối với phần diện tích mở rộng, theo kế hoạch của Bimico, số vốn đầu tư để đền bù giải phóng mặt bằng cho 136,40 ha giai đoạn 1 dự kiến là 220 tỷ đồng. Chúng tôi cũng cho rằng Bimico sẽ cân nhắc đầu tư phần mở rộng theo tiến độ lấp đầy của khu hiện hữu. Công ty có thời hạn đến năm 2018 để hoàn tất cam kết đầu tư giai đoạn 1 với chính quyền tỉnh Bình Dương.

**Bảng 2: Thống kê khu công nghiệp Đất Cuốc tại thời điểm cuối năm 2014**

| Chỉ tiêu                     | Đơn vị                  | Hiện hữu |        |        | Mở rộng |       |        |
|------------------------------|-------------------------|----------|--------|--------|---------|-------|--------|
|                              |                         | Khu A    | Khu B  | Tổng   | Khu A   | Khu B | Tổng   |
| Tổng diện tích               | ha                      | 120,10   | 107,60 | 209,70 | 91,29   | 45,91 | 136,40 |
| Diện tích kinh doanh         | ha                      | 62,02    | 68,08  | 130,10 | n/a     | n/a   | 127,22 |
| Tỷ lệ lấp đầy                | %                       | 69%      | 30%    | 48%    | 0%      | 0%    | 0%     |
| Diện tích kinh doanh còn lại | ha                      | 19,23    | 47,94  | 67,17  | n/a     | n/a   | n/a    |
| Hệ thống cung cấp nước sạch  | m <sup>3</sup> ngày đêm |          |        | 20.000 |         |       |        |
| Nhà máy xử lý nước thải      | m <sup>3</sup> ngày đêm |          |        | 2.800  |         |       | 3.000  |



Nguồn: Bimico, VCSC

**Tiền mặt dồi dào, dòng tiền được duy trì thặng dư ổn định và cấu trúc vốn không vay nợ, KSB hoàn toàn có đủ khả năng để tiếp tục duy trì chính sách cổ tức tiền mặt ổn định ở mức cao trong vài năm tới.**

KSB vừa thông báo sẽ tạm ứng 15% cổ tức tiền mặt năm 2015 (đợt 1) trong tháng 1/2016. Công ty đã chi trả 30% cổ tức tiền mặt năm 2014 và có kế hoạch chi trả 25% cho năm 2015. Hoạt động kinh doanh được duy trì ổn định và thu nhập trên mỗi cổ phiếu đạt mức cao cho phép Công ty thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt cao trong nhiều năm qua.

Bimico cũng là một công ty thú vị với cấu trúc vốn hoàn toàn sử dụng vốn cổ phần (không sử dụng nợ vay). Tính đến thời điểm cuối quý 3 năm 2015, nguồn lợi nhuận giữ lại và quỹ đầu tư phát triển của Công ty lên đến 301 tỷ đồng, cao hơn cả vốn điều lệ là 234 tỷ đồng. Việc không sử dụng nợ vay là một trong những lý do quan trọng giải thích vì sao KSB đã luôn đạt kết quả kinh doanh rất tốt bất chấp những biến động lãi suất trên thị trường các năm trước.

Với kế hoạch đầu tư giai đoạn 1 KCN Đất Cuộc mở rộng ước tiêu tốn khoảng 220 tỷ đồng cho chi phí đền bù giải phóng mặt bằng, chúng tôi không lo ngại lắm về việc dòng tiền bị thâm hụt sẽ làm ảnh hưởng đến chính sách cổ tức. Điều này là do Bimico có thể sẽ điều chỉnh tiến độ đầu tư, đồng thời có phương án bù đắp chi tiêu bằng dòng tiền cho thuê mới hoặc sử dụng lợi thế đòn cân nợ thấp.

Lợi suất cổ tức của cổ phiếu KSB theo kế hoạch năm 2015 là 7,2%. Chúng tôi cho rằng với kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt trong năm nay, đồng thời lịch sử chi trả cổ tức ở mức 3.000 đồng/cổ phiếu được duy trì 3 năm qua (KSB luôn chi trả cổ tức cao hơn kế hoạch), dự kiến lợi suất cổ tức năm 2015 sẽ đạt khoảng 8,6%. Chúng tôi đánh giá rằng hoạt động khai thác và kinh doanh đá xây dựng đang ổn định sẽ tiếp tục cổ vũ chính sách cổ tức tiền mặt của Bimico trong khoảng 2-3 năm tới.

**Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng tốt trong 9 tháng đầu năm, dự báo EPS 2015 đạt 6.000 đồng, cổ phiếu KSB đang giao dịch ở mức P/E 5,8 lần.**

Bimico vừa công bố doanh thu và lợi nhuận sau thuế 9 tháng đạt lần lượt 82% và 95% kế hoạch cả năm. Biên lợi nhuận gộp tăng thêm hơn 1% so với cùng kỳ năm trước do Công ty đã tăng giá bán một số loại đá.

Chúng tôi ước tính Bimico sẽ đạt khoảng 125 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm nay do doanh thu tăng trưởng mạnh và giá bán đồng thời tăng ở một số sản phẩm đá. Theo đó EPS 2015 ước đạt 6.000 đồng. Tại mức giá đóng cửa ngày 12/11/2015, cổ phiếu KSB đang giao dịch với mức P/E là 5,8 lần.

Như đã đề cập ở trên, chúng tôi đánh giá việc xin gia hạn khai thác tại mỏ đá Tân Đông Hiệp thêm 2 năm thực sự có ý nghĩa quan trọng đến kết quả kinh doanh của Bimico trong một vài năm tới do lợi thế so sánh của mỏ đá này tốt hơn. Mặc dù vậy, Công ty cũng đã có những bước chuẩn bị để bù đắp sản lượng từ các mỏ đá khác, do vậy sẽ không có những suy giảm nghiêm trọng xảy ra. Chúng tôi cũng cho rằng Bimico hoàn toàn đủ khả năng duy trì chính sách cổ tức tiền mặt cao trong 2-3 năm tới do lợi thế về dòng tiền kinh doanh ổn định và cấu trúc vốn không vay nợ.

Tuy nhiên chúng tôi quan tâm nhiều hơn đến hiệu quả hoạt động của Khu công nghiệp Đất Cuộc từ sau mở rộng (năm 2018) sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh chung của Công ty, bởi vì cho đến hiện tại hiệu quả đạt được của mảng hoạt động này chưa đáng khích lệ. Trong trường hợp dòng tiền đầu tư cho phần mở rộng không được bù đắp phần lớn từ các hợp đồng thuê mới, chúng tôi sẽ cập nhật lại đánh giá về cổ phiếu KSB.

Bimico hiện đang có một khoản chi phí tiềm tàng ước tính khoảng 40 tỷ đồng, là phí quyền khai thác khoáng sản trong giai đoạn 01/7/2011-31/12/2013 của các mỏ Tân Đông Hiệp, Tân Mỹ và Phước Vĩnh. Công ty dự kiến sẽ phân bổ đều khoản chi phí này sau khi có quyết định chính thức từ cơ quan nhà nước. Chúng tôi chưa tính khoảng chi phí này vào ước tính kết quả kinh doanh năm nay.

**So sánh một số chỉ tiêu tài chính của các công ty trong ngành**

|                      | NNC       | KSB  | C32  | LBM  | DHA  |
|----------------------|-----------|------|------|------|------|
| Vốn hóa (tỷ VND)     | 723       | 782  | 382  | 161  | 273  |
| Doanh thu (tỷ VND)   | 422       | 713  | 486  | 252  | 177  |
| Biên lợi nhuận gộp   | 36%       | 35%  | 25%  | 26%  | 25%  |
| Biên lợi nhuận ròng  | 27%       | 21%  | 16%  | 9%   | 19%  |
| ROE                  | 47%       | 30%  | 29%  | 16%  | 11%  |
| A/E                  | 1.3       | 1.6  | 1.4  | 1.2  | 1.0  |
| Lợi suất cổ tức 2015 | 5.4-10.8% | 7.2% | 6.7% | 7.3% | 8.2% |
| P/E trailing 12M     | 5.5       | 6.9  | 5.3  | 5.5  | 7.1  |

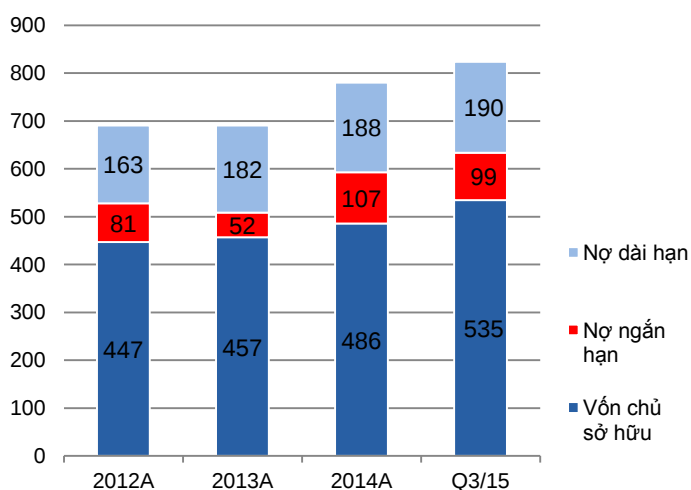
Nguồn: Bloomberg, số liệu 12 tháng (30/6/2014-30/6/2015).

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH TÓM TẮT

| CÂN ĐỐI KẾ TOÁN       | 2012A | 2013A | 2014A | 9M2015 |
|-----------------------|-------|-------|-------|--------|
| <b>Tổng tài sản</b>   | 691   | 690   | 780   | 823    |
| Tài sản ngắn hạn      | 253   | 233   | 303   | 316    |
| Tiền, TĐ tiền         | 90    | 84    | 127   | 129    |
| ĐTTT ngắn hạn         | 0     | 0     | 0     |        |
| Phải thu KH           | 122   | 96    | 108   | 121    |
| Hàng tồn kho          | 33    | 41    | 54    | 61     |
| Tài sản NH khác       | 7     | 12    | 15    | 5      |
| Tài sản dài hạn       | 438   | 457   | 477   | 507    |
| TSCĐ (nguyên giá)     | 472   | 512   | 555   | 639    |
| Khấu hao lũy kế       | -106  | -132  | -161  | -208   |
| Đầu tư dài hạn        | 0     | 0     | 0     | 0      |
| Tài sản khác          | 72    | 77    | 82    | 76     |
| <b>Nợ phải trả</b>    | 244   | 233   | 294   | 289    |
| Nợ ngắn hạn           | 81    | 52    | 107   | 99     |
| Nợ vay                | 0     | 0     | 0     | 0      |
| Nợ nhà cung cấp       | 12    | 15    | 26    | 18     |
| Nợ ngắn hạn khác      | 69    | 37    | 81    | 81     |
| Nợ dài hạn            | 163   | 182   | 188   | 190    |
| Nợ vay                | 0     | 0     | 0     | 0      |
| Nợ dài hạn khác       | 163   | 182   | 188   | 190    |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b> | 447   | 457   | 486   | 535    |
| Vốn điều lệ           | 180   | 180   | 180   | 234    |
| Thặng dư              | 37    | 37    | 37    | 0      |
| Các quỹ, LN giữ lại   | 230   | 240   | 269   | 301    |
| Lợi ích CĐ thiểu số   | 0     | 0     | 0     | 0      |

| LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ      | 2012A | 2013A | 2014A | 9M2015 |
|-------------------------|-------|-------|-------|--------|
| LC tiền từ HĐKD         | 112   | 100   | 139   | 65     |
| LC tiền từ HĐ đầu tư    | -80   | -48   | -43   | -9     |
| LC tiền từ HĐ tài chính | -46   | -59   | -53   | -54    |
| <b>LC tiền thuần</b>    | -14   | -6    | 43    | 2      |
| Tiền đầu kỳ             | 104   | 90    | 84    | 127    |
| Tiền cuối kỳ            | 90    | 84    | 127   | 129    |

### Cấu trúc vốn

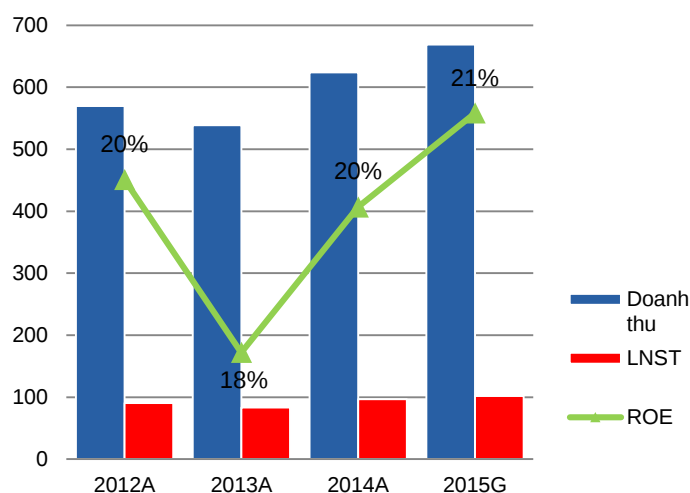


| KẾT QUẢ KINH DOANH     | 2012A | 2013A | 2014A | 9M2015 |
|------------------------|-------|-------|-------|--------|
| Doanh thu              | 570   | 539   | 624   | 548    |
| Giá vốn hàng bán       | 375   | 346   | 404   | 348    |
| Lợi nhuận gộp          | 195   | 192   | 220   | 200    |
| Chi phí bán hàng       | 48    | 52    | 68    | 49     |
| Chi phí quản lý        | 29    | 29    | 34    | 31     |
| EBIT                   | 121   | 113   | 125   | 125    |
| Chi phí lãi vay        | 0     | 0     | 0     | 0      |
| Lợi nhuận trước thuế   | 121   | 113   | 125   | 125    |
| Lợi nhuận sau thuế (*) | 90    | 83    | 97    | 97     |
| EPS cơ bản (đồng)      | 6,298 | 4,627 | 5,376 | 3,396  |

(\*) Thu nhập sau thuế của cổ đông công ty mẹ

| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH           | 2012A  | 2013A  | 2014A  | 9M2015 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Tăng trưởng</b>         |        |        |        |        |
| Tăng trưởng doanh thu      | 2.8%   | -5.5%  | 15.9%  | 24.8%  |
| Tăng trưởng EBIT           | -25.0% | -7.2%  | 11.4%  | 42.9%  |
| Tăng trưởng LNTT           | -25.0% | -25.0% | -25.0% | 34.3%  |
| Tăng trưởng EPS            | -43.8% | -26.5% | 16.2%  | 30.9%  |
| <b>Tỷ suất lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp      | 34.2%  | 35.7%  | 35.2%  | 36.5%  |
| Tỷ suất LN sau thuế        | 15.9%  | 15.5%  | 15.5%  | 17.6%  |
| ROA trailing 12M           | 13.4%  | 12.1%  | 13.2%  | 19.1%  |
| ROE trailing 12M           | 20.7%  | 18.4%  | 20.5%  | 29.9%  |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b>  |        |        |        |        |
| Vòng quay HTK              | 11.6   | 9.3    | 8.5    | 4.6    |
| Vòng quay phải thu         | 5.0    | 4.9    | 6.1    | 6.2    |
| Vòng quay phải trả         | 28.1   | 25.8   | 20.0   | 13.2   |
| <b>Khả năng thanh toán</b> |        |        |        |        |
| Hệ số thanh toán           | 3.1    | 4.5    | 2.8    | 2.7    |
| Hệ số thanh toán nhanh     | 2.7    | 3.7    | 2.3    | 2.2    |
| <b>Cấu trúc vốn</b>        |        |        |        |        |
| Đòn bẩy tài chính (A/E)    | 1.5    | 1.5    | 1.6    | 1.6    |
| Nợ ròng / Vốn chủ sở hữu   | -20%   | -18%   | -26%   | -24%   |

### Doanh thu và lợi nhuận



## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Trong ngắn hạn, đồ thị giá vẫn duy trì xu hướng tăng và đồ thị giá đang bước vào giai đoạn biến động mạnh theo chiều hướng tích cực cả về điểm số và thanh khoản. Đồng thời, đồ thị giá luôn đạt ở mức cao nhất 52 tuần giao dịch và chưa có dấu hiệu cảnh báo đảo chiều. Tuy nhiên, điểm rủi ro là đồ thị giá đang giao dịch quanh vùng kháng cự trung hạn 34.5.

Trong trung và dài hạn, đồ thị giá vẫn đang trong xu hướng tăng của mô hình tăng giá dài hạn hình thành từ năm 2013. Tuy nhiên, theo mô hình sóng Elliot, chúng tôi đánh giá đồ thị giá đang trong nhịp sóng tăng 3 với các mức mục tiêu lần lượt là 34.5 và 47.0.

**Chiến lược đầu tư:** Chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư ngắn hạn cần thận trọng với vùng giá hiện tại khi mức kháng cự trung hạn ở vùng giá 34.5. Đồng thời, các nhà đầu tư trung và dài hạn có thể tiếp tục chiến lược mua và nắm giữ với mục tiêu 47.0.



|                    |         |
|--------------------|---------|
| Xu hướng ngắn hạn  | TĂNG    |
| Xu hướng trung hạn | TĂNG    |
| Xung lực           | QUÁ MUA |
| Vùng hỗ trợ 1      | 32.5    |
| Vùng hỗ trợ 2      | 30.2    |
| Vùng kháng cự 1    | 34.5    |
| Vùng kháng cự 2    | 47.0    |

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Ngọc Trâm, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

| Các khuyến nghị             | Định nghĩa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>MUA</b>                  | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>KHẢ QUAN</b>             | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>   | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>KÉM KHẢ QUAN</b>         | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>BÁN</b>                  | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>       | Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó. |
| <b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b> | Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.                                                                                                                                       |

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+848 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú, +848 3914 3588 ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

##### Trưởng phòng cao cấp

Ngô Hoàng Long, ext 145

Đặng Văn Pháp, CV cao cấp ext 143  
Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140  
Nguyễn Lê Hoàng Yến, CV cao cấp ext 124  
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116  
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

#### Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142  
Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194  
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181  
Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+848 3914 3588 ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+848 3914 3588 ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+844 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

#### Bất động sản, Hàng tiêu dùng

##### Trưởng phòng cao cấp

Anirban Lahiri, ext 130

Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147  
Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138

#### Dầu khí

Nguyễn Đức Tuấn, Trưởng phòng ext 185  
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135  
Nguyễn Thị Kim Chung, Chuyên viên ext 132

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+848 3914 3588 ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+844 6262 6999 ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.