



www.narihamico.vn

Tổng CTCP khoáng sản Na Rì Hamico (KSS)

Lũng Hoàn, xã Xuất Hoá,

Thị xã Bắc Kạn, tỉnh Bắc Kạn

Mã chứng khoán: KSS

Sàn giao dịch: HOSE

Ngành: Nguyên vật liệu

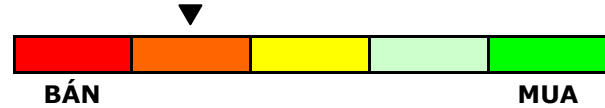
Lĩnh vực: Tài nguyên cơ bản

Khuyến nghị: BÁN

Giá mục tiêu: 14,686 VND

Giá hiện tại (1/4/2011): 22,500 VND

Vn Index (1/4/2011): 459.17



EPS_2011(F): 2,681 VND

P/E : 8.7

BVPS (31/12/2010): 14,897 VND

P/B : 1.51

THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY



Số lượng cổ phiếu lưu hành	24,190,000
Số lượng cổ phiếu niêm yết hiện tại	24,190,000
Khối lượng GDBQ 10 ngày	336,612
Giá cao nhất trong 52 tuần	54.16
Giá thấp nhất trong 52 tuần	20.50
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	544
Sở hữu nước ngoài hiện tại	1.43%
Tỷ lệ cổ tức/Giá hiện tại	0

	Đơn vị	2008	2009	2010
Tổng tài sản	Tỷ đồng	85	428	661
Vốn chủ sở hữu	Tỷ đồng	37	151	360
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	25	191	631
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	6	51	115
LN hđ SXKD	Tỷ đồng	2	37	87
LN sau thuế	Tỷ đồng	2	30	62
Biên lãi gộp	%	23%	27%	18%
Biên LN sau thuế	%	7%	16%	10%
ROA	%	2%	7%	9%
ROE	%	5%	20%	17%
EPS	đồng	496	2,568	2,580

Lĩnh vực kinh doanh chính:

- Khai thác, chế biến khoáng sản
- Xây dựng dân dụng, giao thông, thủy lợi
- Sản xuất bao bì, vật liệu xây dựng

Những điểm nổi bật

- Chiến lược kinh doanh của công ty: Coi khai khoáng là ngành sản xuất chủ đạo, xây dựng là ngành hỗ trợ; tiếp tục xin cấp phép thêm mỏ mới đồng thời đầu tư các nhà máy chế biến sâu để gia tăng giá trị cho sản phẩm.
- Quy mô tài sản lớn thứ hai trong số các công ty khoáng sản niêm yết, sở hữu tới 7 mỏ khoáng sản các loại nhưng trữ lượng không lớn và thời hạn cấp phép không dài.
- Doanh thu, lợi nhuận tăng nhanh từ khi công ty tăng vốn và chuyển hướng kinh doanh sang lĩnh vực khai khoáng nhưng Biên lợi nhuận gộp giảm và Dòng tiền kinh doanh âm nhiều năm phản ánh chất lượng tăng trưởng chưa bền vững.
- Áp lực huy động vốn gia tăng sau hai lần kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi không thành.
- Áp lực tăng chi phí nguyên vật liệu đầu vào và chi phí tài chính có thể ảnh hưởng đến mức lợi nhuận của công ty trong năm.
- Khả năng thanh toán tiền mặt thấp có thể ảnh hưởng đến kế hoạch trả cổ tức bằng tiền.

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Tổng quan về công ty

Ứng dụng các sản phẩm của KSS

Quặng sắt	Cung cấp nguyên liệu cho công nghiệp luyện kim
Quặng silic	Dùng làm phụ gia công nghiệp luyện thép, kính công nghệ cao, làm chất bán dẫn sản xuất vi mạch điện tử
Vàng sa khoáng	Cung cấp nguyên liệu cho sản xuất vàng, trang sức, dùng trong các ngành công nghiệp, điện tử, y tế...
Sản phẩm từ đá trắng	Phục vụ ngành xây dựng, nhựa, giấy, nguyên liệu làm gốm, sứ, thủy tinh

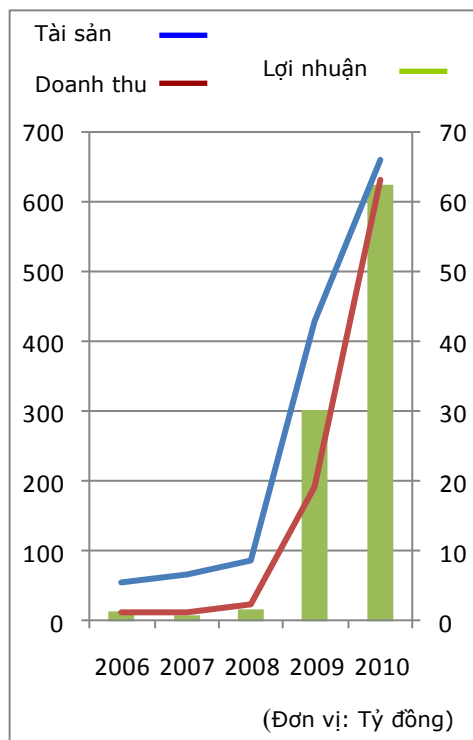
(Nguồn: KSS)

Tổng CTCP khoáng sản Na rì Hamico có nguồn gốc từ một công ty xây dựng thuộc khối tư nhân (doanh nghiệp tư nhân Sơn Trang). Trước đây, công ty chuyên hoạt động trong lĩnh vực thi công xây dựng các công trình thủy lợi, dân dụng, đường quốc lộ, tỉnh lộ... Từ năm 2008, công ty mở rộng sang lĩnh vực khai thác và kinh doanh khoáng sản, bắt đầu từ silic, đá vôi...rồi mở rộng sang quặng sắt, vàng sa khoáng, chì, kẽm. Công ty chính thức niêm yết trên sàn HOSE từ tháng 1 năm 2010, mã giao dịch là KSS.

So với các công ty khai khoáng khác, KSS gia nhập ngành tương đối muộn hơn các đàn anh đi trước. Tuy vậy, đây là công ty có quy mô tài sản và giá trị vốn hóa lớn thứ hai trong ngành. Các mỏ công ty được cấp phép không tập trung vào một loại khoáng sản cụ thể mà phân tán thành nhiều loại khoáng sản khác nhau, cả khoáng sản kim loại, phi kim, và vật liệu xây dựng với những ứng dụng phổ biến trong sản xuất và đời sống.

Động lực tạo ra sự tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận



Nếu như doanh thu và lợi nhuận của KSS duy trì ở mức thấp trong nhiều năm liền thì từ năm 2009 lại bắt đầu có sự tăng trưởng nhanh chóng. Động lực tạo nên sự tăng trưởng này bao gồm cả nhân tố chủ quan và yếu tố khách quan bên ngoài doanh nghiệp.

Thứ nhất, sự tăng trưởng của doanh thu và lợi nhuận đến từ **quyết định chuyển hướng kinh doanh** của công ty, từ lĩnh vực xây dựng sang lĩnh vực khai khoáng là chủ đạo. Để đáp ứng cho nhu cầu sản xuất mới, công ty đã nhiều lần thực hiện việc tăng vốn điều lệ, **mở rộng mạnh mẽ quy mô tài sản**. Qua đồ thị có thể nhận thấy quy mô tài sản tăng trưởng cùng chiều với mức tăng của doanh thu, lợi nhuận. Mặt khác, sự tăng trưởng này chỉ vừa có được từ năm trước khi KSS bắt đầu lên sàn, vậy đây phải chăng cũng là một trong những “nhân tố” chủ quan do ban lãnh đạo doanh nghiệp **muốn tạo ra một hình ảnh đẹp cho công ty khi chuẩn bị niêm yết**?

Bên cạnh đó, sự tăng lên của doanh thu có được còn do nhân tố khách quan là **xu thế tăng giá của các loại khoáng sản**, do hoạt động khai khoáng đóng góp tới 80% tổng doanh thu của công ty. Trong thực tế KSS được hưởng lợi do sự tăng giá của quặng sắt, silic; do sự phục hồi của kinh tế thế giới trong 2 năm gần đây thúc đẩy nhu cầu và giá bán của các loại khoáng sản này.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Biến động giá quặng sắt thế giới

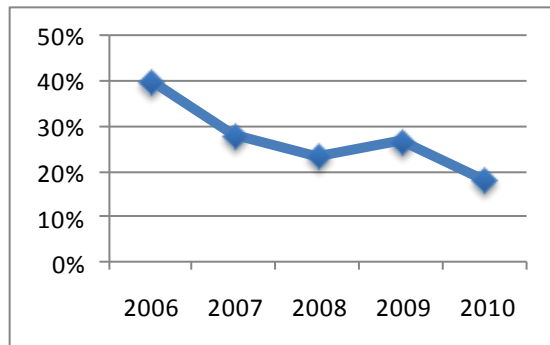


(Nguồn: MetalPrice)

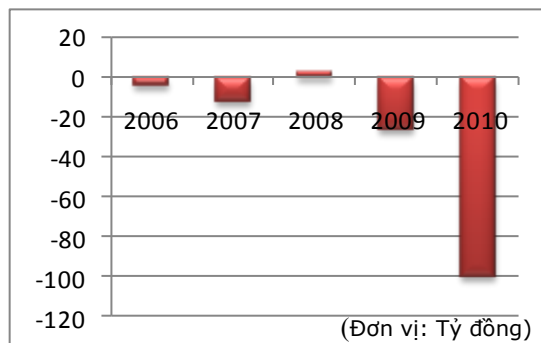
Biến động giá quặng Silic thế giới



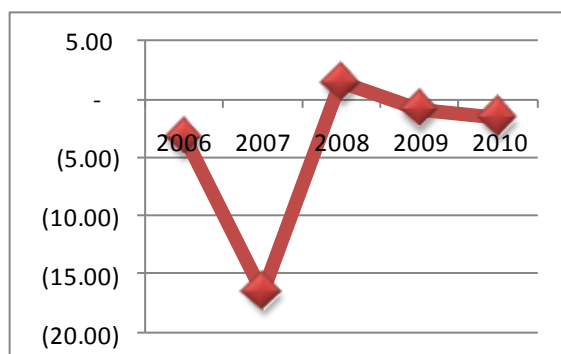
Biên lợi nhuận gộp của công ty



Dòng tiền kinh doanh của công ty



Tỉ số chất lượng lợi nhuận qua các năm



Đánh giá chất lượng tăng trưởng lợi nhuận

Biên lợi nhuận gộp liên tục giảm sút: Mặc dù lợi nhuận tăng lên về số tuyệt đối nhưng chúng tôi nhận thấy biên lợi nhuận gộp của công ty lại có sự giảm sút qua nhiều năm, kể cả sau khi đã chuyển hướng kinh doanh. Áp lực gia tăng chi phí đầu vào đẩy giá vốn hàng bán lên cao đã làm hao mòn lợi nhuận. Lợi nhuận biên gộp của KSS cũng thấp hơn khi so sánh với mức trung bình của ngành. Phân tích Dupont cũng chỉ ra rằng biên lợi nhuận gộp thấp dẫn đến biên lợi nhuận sau thuế thấp chính là nguyên nhân làm cho ROE của công ty thấp hơn các công ty khác trong ngành, mặc dù vòng quay tổng tài sản và hệ số đòn bẩy tài chính cao hơn. Như vậy sự tăng trưởng của doanh thu ở đây chưa thực sự hiệu quả, tăng trưởng mới chỉ là do sự mở rộng về quy mô chứ không phải sự tăng trưởng theo chiều sâu.

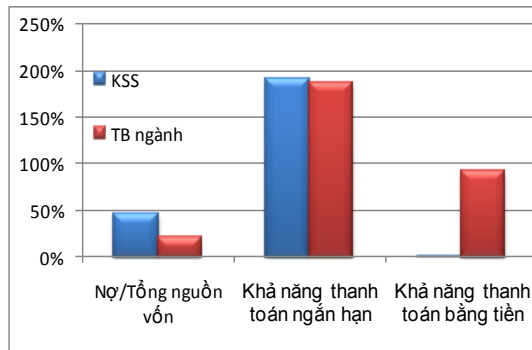
Dòng tiền hoạt động kinh doanh âm trong nhiều năm:

Dòng tiền được ví như huyết mạch của một công ty. Để công ty có thể phát triển bền vững, dòng tiền kinh doanh phải là động lực tạo ra lợi nhuận. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy dòng tiền kinh doanh của KSS đã âm trong nhiều năm, và đặc biệt từ năm 2009, trái ngược với sự gia tăng của lợi nhuận. Trong đó, nguyên nhân chính khiến cho dòng tiền kinh doanh âm là do sự tăng mạnh của các khoản phải thu. Đây một mặt là kết quả của sự tăng trưởng doanh thu, tuy nhiên khi so sánh với quy mô lợi nhuận thu được thì có thể thấy rằng tỉ trọng khoản phải thu như vậy là quá lớn. Chính sách công nợ không hợp lý đã dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn vốn lưu động cần thiết để duy trì hoạt động của doanh nghiệp. Công ty phải đi vay và phát hành thêm cổ phiếu để bù vào sự thiếu hụt này.

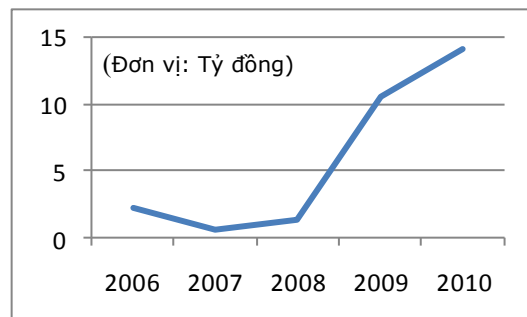
Thông qua các chỉ tiêu về biên lợi nhuận gộp và dòng tiền kinh doanh của KSS, **thể hiện chất lượng lợi nhuận chưa tốt, sự tăng trưởng còn thiếu tính ổn định, bền vững.**

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

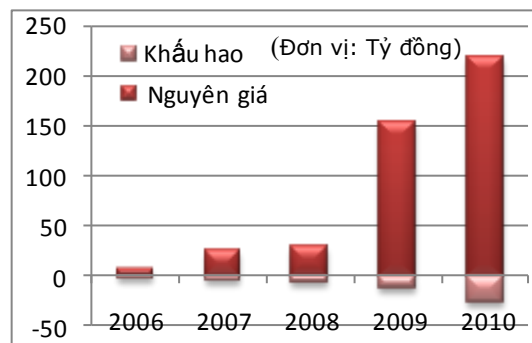
Cơ cấu nguồn vốn và khả năng thanh toán so với trung bình ngành



Chi phí tài chính gia tăng



Tình hình tài sản cố định



Phương án phát hành TPCĐ không thành

Tổng số phát hành	3.5 triệu trái phiếu
Mệnh giá	100,000 đồng
Giá phát hành	100,000 đồng
Lãi suất	8%/năm
Ngày phát hành	2/8/2010
Ngày đáo hạn	2/8/2012
Ngày chuyển đổi lần 1	4/1/2011: 80%
Ngày chuyển đổi lần 2	Ngày đáo hạn: 20% còn lại
Tỉ lệ chuyển đổi	1:10
Giá chuyển đổi	10,000 đồng/cổ phiếu

(Nguồn: KSS)

Đặc trưng hoạt động của công ty

Khả năng thanh toán tiền mặt thấp: Do dòng tiền kinh doanh âm, nhu cầu tiền chi cho đầu tư lớn vượt quá số tiền thu về từ phát hành cổ phiếu và đi vay, làm cho lượng tiền mặt còn lại khá thấp nếu so với quy mô tài sản. Mặc dù khả năng thanh toán hiện hành tương đương với các công ty trong ngành nhưng khả năng thanh toán bằng tiền lại thấp hơn nhiều. Nếu công ty không có biện pháp cân đối nguồn tiền thích hợp thì sẽ gặp phải khó khăn trong việc thanh toán các khoản nợ ngắn hạn.

Hệ số nợ cao hơn mức trung bình ngành. Đặc điểm thường gặp của nhiều công ty khoáng sản là có nguồn vốn tự có dồi dào. Tuy nhiên, KSS lại là công ty có hệ số nợ cao nhất trong ngành. Từ khi chuyển đổi ngành nghề kinh doanh sang khai thác khoáng sản, công ty gia tăng mức độ sử dụng nợ, trong đó ngoài khoản nợ Ngân hàng phát triển Việt Nam 45 tỉ với lãi suất ưu đãi cố định, các khoản nợ vay ngắn hạn 86 tỉ và nợ vay dài hạn 47 tỉ vay của Ngân hàng đầu tư phát triển có lãi suất thả nổi. Việc tăng cường vay nợ trong điều kiện lãi suất có xu hướng tăng cao những năm vừa qua đã tạo ra sức ép lớn làm tăng chi phí tài chính của công ty.

Mức độ đầu tư cho Tài sản cố định (TSCĐ) tăng nhanh:

Thống kê TSCĐ qua các năm cho thấy mức độ đầu tư vào sản xuất của công ty tăng nhanh từ năm 2009. Việc gia tăng đầu tư là phù hợp với yêu cầu mở rộng sản xuất sau khi công ty chuyển đổi lĩnh vực kinh doanh. Về mặt công nghệ, ngoại trừ nhà máy sản xuất bột đá Cacbonat siêu mịn được đầu tư ở trình độ hiện đại (nhập dây chuyền của Đức), còn quá trình khai thác vàng, chế biến silic và tuyển chọn quặng sắt chỉ áp dụng công nghệ ở trình độ trung bình. Các công nghệ chính như cấp liệu rung, lò sấy kiểu quay được nhập từ Trung Quốc, còn dây chuyền nghiền, đập, tuyển, rửa được sản xuất bởi các đơn vị cơ khí trong nước.

Áp lực huy động vốn sau kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi không thành

Với mục đích huy động vốn đầu tư xây dựng nhà máy chế biến Bauxite tại Cao Bằng, trong năm 2010, KSS đã hai lần có kế hoạch phát hành 3.5 triệu trái phiếu chuyển đổi. Lần đầu tiên, vào tháng 7, công ty đã phải hoãn lại kế hoạch này do gặp sự phản đối mạnh mẽ từ phía các cổ đông. Có 2 nguyên nhân khiến kế hoạch phát hành thất bại: thứ nhất là do thời gian chuyển đổi

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

quá sớm (sau 5 tháng), thứ hai là mức giá chuyển đổi thấp làm ảnh hưởng lớn đến lợi ích của cổ đông hiện hữu. Điều đáng nói là dự kiến phát hành riêng lẻ nhưng thời gian từ khi ra thông báo Nghị quyết phát hành đến lúc phát hành quá gấp (1 tuần) nên hạn chế đáng kể khả năng cổ đông bên ngoài công ty có thể mua được trái phiếu. Vào tháng 11 năm 2010, lần thứ hai, KSS tiếp tục kế hoạch này một lần nữa bằng cách lấy ý kiến cổ đông về việc phát hành trái phiếu nhưng vẫn phải hủy phương án phát hành do không đủ số phiếu cần thiết để biểu quyết. Như vậy, dù có quyết tâm nhưng KSS đã không thể phát hành trái phiếu như dự định, tiến độ dự án nhà máy bauxite Cao Bằng sẽ bị chậm lại do không huy động kịp thời được nguồn lực tài chính cần thiết. Hiện nay, dự án đang sắp sửa hoàn thành giai đoạn giải phóng mặt bằng. Sắp tới, nhiều khả năng ban lãnh đạo công ty phải tính toán đến phương án huy động vốn khác, chẳng hạn như vay vốn ngân hàng hoặc phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn. Tuy nhiên vay vốn ngân hàng trong điều kiện hiện nay không thuận lợi do lãi suất cao và chi phí tài chính của công ty đã khá lớn. Công ty cũng vừa chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu (1:1) và cho cán bộ công nhân viên (giá 12,000 đồng/cổ phiếu) nên việc phát hành tiếp theo cũng cần phải có thời gian. Việc lựa chọn phương án cụ thể sẽ phải chờ ý kiến đại hội cổ đông vào cuối tháng 4. Phía công ty cho biết, trong trường hợp không huy động được từ nguồn vốn vay ngân hàng và phát hành thêm, công ty cũng đã đàm phán sơ bộ và dự tính đến khả năng hợp tác với đối tác liên doanh Trung Quốc để tiếp tục dự án.

Lợi thế cạnh tranh của công ty**• Cơ cấu sản phẩm đa dạng**

Điểm khác biệt của KSS so với các cổ phiếu khoáng sản khác là công ty sở hữu tới 7 mỏ khoáng sản khác nhau. Đây là lợi thế có được do vị trí địa lý của công ty nằm ở tỉnh Bắc Kạn, là nơi tập trung nhiều mỏ khoáng sản đa kim. Do cơ cấu sản phẩm khá đa dạng, giúp cho công ty có thể giảm bớt một phần rủi ro. Trong điều kiện nếu giá thị trường của một loại khoáng sản này giảm xuống thì sự tăng hoặc giữ giá của các sản phẩm còn lại có thể bù đắp vào mức tổng doanh thu của công ty.

• Có sự hỗ trợ từ ngành xây dựng

Mặc dù đã mở rộng sang lĩnh vực khai khoáng nhưng đến nay KSS vẫn tiếp tục duy trì lĩnh vực xây dựng. Hiện tại KSS đang thi công các công trình như đường quân sự ở Bạch Thông, đường Cáp Trạng, kè Tân Lập- Chợ Đồn, kè chống xói lở ở Ba Bể... Các hoạt động xây dựng mang tính chuyên dụng như đường giao thông, công trình thủy lợi... vốn là thế mạnh của KSS với kinh nghiệm gần 10 năm và mang lại nguồn thu nhập ổn định cho công ty. Chỉ chiếm khoảng 20% doanh thu, nhưng nguồn thu từ xây dựng đủ để công ty có thể trang trải các chi phí quản lý và chi phí tiền lương trong doanh nghiệp.

• Vị thế độc quyền trong sản xuất Nephelin

Trong số các sản phẩm của công ty, bột đá kiềm Syenit Nephelin là sản phẩm có ưu thế độc quyền đáng chú ý. Trong số các công ty niêm yết trên sàn, hiện nay chỉ có KSS và KSH cùng góp vốn khai thác Nephelin. Đá kiềm Syenit Nepheline có giá trị kinh tế cao, dùng trong công nghiệp sản xuất thủy tinh, gốm sứ, sơn và chất dẻo nhưng các mỏ đá kiềm lại chỉ có ở Bắc Kạn. Công ty đã kết thúc quá trình thăm dò- sản xuất thử, và đang hoàn tất quá trình xin cấp phép chính thức.

• Lợi thế từ việc được cấp phép các mỏ trước khi Luật Khoáng sản sửa đổi có hiệu lực:

Luật Khoáng sản sửa đổi bắt đầu có hiệu lực từ 1/7/2011. Theo đó, việc cấp phép thăm dò- khai thác các mỏ mới phải thông qua việc đấu giá chứ không áp dụng cơ chế xin-cho như trước nữa. Tuy nhiên, điểm may mắn của KSS là các mỏ của công ty đều được cấp phép trước, hoặc đang trong giai đoạn hoàn thành xin cấp phép nên sẽ tiếp tục được áp dụng cơ chế cũ, giúp công ty tránh được một phần chi phí đấu thầu xin cấp phép mỏ.

ĐÁNH GIÁ RỦI RO**Rủi ro gắn liền với hoạt động kinh doanh**

• **Các mỏ phân tán nhưng quy mô không lớn và thời hạn cấp phép không dài.** Mặc dù các mỏ quặng của KSS tương đối đa dạng về chủng loại nhưng khi xét về quy mô lại không lớn. Ngoại trừ mỏ quặng sắt có giấy phép do Bộ Tài nguyên môi trường cấp trong thời hạn dài 17 năm, các mỏ quặng silic, mỏ đá vôi, mỏ vàng sa khoáng có trữ lượng nhỏ, không nằm trong quy hoạch của Trung ương nên giấy phép là do UBND tỉnh cấp, chỉ có thời hạn ngắn từ 3-5 năm. Hơn nữa, mỏ vàng và mỏ Nephelin không phải là sở hữu hoàn toàn của KSS, nên doanh thu từ những mỏ này sẽ phải chia sẻ cho các đối tác. Trong năm 2011, các mỏ quặng Silic và mỏ đá vôi trắng hết hạn cấp phép lần đầu, công ty đang làm thủ tục xin tiếp tục gia hạn, nhưng căn cứ vào trữ lượng còn lại thực tế thì khả năng chỉ có thể khai thác thêm khoảng 5 năm nữa. Do vậy, về lâu dài, việc khai thác khoáng sản ở một số mỏ sẽ gặp phải những giới hạn nhất định.

• **Rủi ro về chính sách:** Hoạt động của KSS nói riêng và các công ty khoáng sản nói chung chịu sự điều tiết chặt chẽ của các chính sách của Nhà nước, trong đó có các quy định về các loại thuế, phí phải nộp. Trong biểu thuế tài nguyên mới năm 2010, thuế suất của một số mặt hàng như quặng sắt tăng từ 7 lên 10%, vàng từ 9 lên 15%, chì kẽm từ 7 lên 10%, nhiều khoáng sản khác tăng từ 5 lên 10% đã có ảnh hưởng nhất định đến lợi nhuận của công ty. Từ tháng 7 năm 2011, mức phí bảo vệ môi trường của nhiều loại khoáng sản cũng tăng, trong đó mức phí đối với khai thác vàng tăng từ 10,000 đồng lên 40,000 đồng/tấn. Ngoài ra, theo Luật khoáng sản mới từ 1/7/2011 sẽ thắt chặt hơn nữa việc cấp phép khai thác thăm dò: trong tương lai nếu công ty muốn mở rộng khai thác các mỏ mới thì sẽ mất chi phí đấu giá và việc xin cấp phép sẽ khó khăn hơn so với trước đây.

• **Rủi ro tăng giá đầu vào do lạm phát:** Các chi phí nhiên liệu chiếm một tỉ trọng lớn để duy trì các hoạt động khai khoáng của KSS. Xu hướng lạm phát cao trong năm 2011 bởi sự tăng giá của điện (15.28%), hai lần tăng giá xăng (30%) cũng như nhiều loại hàng hóa khác đang tạo ra áp lực tăng chi phí đầu vào cho công ty. Do đó, nếu như không có sự đột biến về giá sản phẩm đầu ra thì khả năng biên lợi nhuận gộp tiếp tục giảm là khó tránh khỏi. Ngoài ra, với mức độ sử dụng nợ khá cao trong ngành, xu hướng lãi suất tăng cao sẽ tạo ra áp lực gia tăng chi phí tài chính cũng sẽ là một điểm bất lợi, làm hao mòn lợi nhuận của công ty.

• **Vấn đề gây ô nhiễm môi trường:** Nếu như quá trình nghiền, chế biến Silic và sản xuất đá tạo ra nhiều bụi tác động đến môi trường không khí, thì quá trình khai thác quặng sắt và vàng lại tác động đến môi trường nước, gây hiện tượng nước chảy tràn trên mỏ làm vẩn đục nguồn nước mặt. Việc công ty xây dựng đập dài 200 m, nhằm hạn chế bớt nguy cơ tràn nước, nhưng lại không tránh khỏi việc làm thay đổi cảnh quan thiên nhiên của vùng. Những yêu cầu về việc hoàn thổ, bảo vệ môi trường một mặt có thể làm gia tăng chi phí đầu tư của công ty, song mặt khác, nếu không đáp ứng theo quy định công ty có thể bị rút giấy phép hoặc không được tiếp tục gia hạn khai thác các mỏ nữa.

• **Rủi ro đầu ra phụ thuộc vào sự biến động của nền kinh tế:** Các loại quặng sắt, silic, và các loại đá do công ty sản xuất gắn liền với các ngành công nghiệp chế tạo, công nghiệp vật liệu xây dựng nên nhu cầu và giá bán các sản phẩm này cũng biến động theo chu kì của nền kinh tế. Công ty sẽ được lợi khi kinh tế tăng trưởng thúc đẩy nhu cầu sản xuất-xây dựng nhưng lại chịu thiệt trong thời kì khủng hoảng kinh tế, khi nhu cầu và giá các loại khoáng sản, vật liệu xây dựng giảm sút.

• **Ngoài ra, công ty còn chịu rủi ro do yếu tố tự nhiên như thiên tai, lũ lụt.** Do các mỏ của công ty chủ yếu đều tập trung ở tỉnh Bắc Kạn nên những bất lợi về thời tiết sẽ ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất ở tất cả các mỏ của công ty.

ĐÁNH GIÁ RỦI RO

Rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu của công ty

Kế hoạch trả cổ tức của công ty

2011	2012	2013
15-25%	20%	20%

(Nguồn: KSS)



Ưu điểm nổi bật của cổ phiếu KSS là ở **tính thanh khoản tốt**. Trung bình 1 ngày, khối lượng giao dịch đạt tới 336,000 cổ phiếu. Đây cũng là loại cổ phiếu **thường hay có sóng**. Với $\beta = 1.38$, mỗi khi VNIndex có biến động, mức biến động của cổ phiếu thường cao hơn nhiều so với thị trường. Đây là cổ phiếu thường được ưa thích với **mục đích để đầu cơ**.

Còn xét về mặt đầu tư, trong lịch sử KSS chưa hề trả cổ tức cho cổ đông, do hoạt động của công ty mới chỉ thực sự khởi sắc từ 2 năm gần đây. Theo kế hoạch, từ năm 2011, công ty sẽ bắt đầu trả cổ tức bằng tiền, với tỉ lệ khoảng 15-25%. Tuy nhiên, một điểm cần lưu ý là với số dư tiền mặt đầu năm 2011 của KSS chỉ có 3.2 tỉ đồng, trong khi đó để trả cổ tức 15%-25% cho 24,19 triệu cổ phiếu đang lưu hành sẽ cần ít nhất 36.3 tỉ. Như vậy, trừ khi có sự tăng vọt về tiền mặt trong quý 1/2011, **khả năng thực hiện kế hoạch trả cổ tức bằng tiền như thế này là khó khả thi**.

Với cơ cấu tài chính bất hợp lí, công ty phải đi vay nhiều trong khi một lượng vốn lớn lại nằm ở các khoản phải thu đã đẩy công ty vào tình trạng thiếu tiền mặt. Nhà đầu tư trước khi quyết định mua cổ phiếu KSS cần cân nhắc đến **rủi ro dòng tiền** và **rủi ro về khả năng thanh toán** của công ty như đã phân tích ở phần trên.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Lựa chọn phương pháp định giá:

Chúng tôi lựa chọn phương pháp thu nhập thặng dư (Residual Income) hai giai đoạn để định giá cổ phiếu công ty. Đây là phương pháp phù hợp với tình hình hoạt động của KSS, khi công ty chưa trả cổ tức tiền mặt trong quá khứ (nên không thích hợp cho phương pháp chiết khấu cổ tức DDM) cũng như trong điều kiện dòng tiền kinh doanh của công ty đã âm trong nhiều năm (không thích hợp cho phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, FCFF). Trong số cổ phiếu khoáng sản đang niêm yết, đa phần quy mô tài sản của các công ty còn lại đều nhỏ hơn nhiều so với KSS nên không có đối tượng tương đồng để sử dụng phương pháp hệ số so sánh P/E, P/B. Bản chất của phương pháp thu nhập thặng dư là dựa trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu, cộng thêm giá trị chiết khấu của dòng thu nhập thặng dư. Trong đó, cơ sở của dòng thu nhập thặng dư này chính là lợi nhuận kì vọng của công ty, sau khi đã trừ đi chi phí sử dụng vốn cổ phần.

Cơ sở cho việc định giá:

Là động lực chính tạo nên lợi nhuận của công ty, doanh thu đến từ hai yếu tố cơ bản là sự mở rộng quy mô sản xuất, cũng như xu hướng thay đổi của giá bán.

• Về giá bán, do yếu tố lạm phát và do nhu cầu khoáng sản phục vụ cho các hoạt động sản xuất của nền kinh tế, giá các mặt hàng chính của công ty như quặng sắt, silic, vàng, đá... đều có xu hướng gia tăng.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**•Về quy mô sản xuất:**

Chiếm đến 80% doanh thu, các hoạt động khai thác chế biến khoáng sản được mở rộng trong năm nay được kì vọng sẽ đem lại sự gia tăng doanh thu trong 5 năm tiếp theo. Ngoài các mỏ quặng sắt đang hoạt động hết công suất, mỏ vàng vẫn duy trì hoạt động bình thường, công ty đang xin gia hạn thêm giấy phép cho mỏ quặng silic và mỏ đá vôi trắng dự kiến sẽ tiếp tục được khai thác thêm 4-5 năm. Công ty cũng đã hoàn tất thủ tục để được cấp phép mỏ quặng chì kẽm đa kim Cốc Lót, sẽ bắt đầu có sản phẩm từ tháng 7-8 năm nay. Tuy nhiên, do việc đàm phán về giá mua nhà máy chế biến chì kẽm Chợ Đồn với tập đoàn Tepark Thái Lan chưa xong nên trước mắt, công ty sẽ sơ chế để tận thu các khoáng sản vàng-bạc đi kèm, còn quặng chì- kẽm thu được sẽ chưa chế biến mà bán cho các đơn vị khác. Ngoài ra, công ty cũng đang lập hồ sơ để được cấp phép các mỏ Syenit Nephelin và mỏ đá hoa cương đã hoàn tất quá trình thăm dò. Về kế hoạch đầu tư cho chế biến sâu, nhà máy chế biến bột đá cacbonat siêu mịn đang trong giai đoạn hoàn thành, sẽ bắt đầu đi vào sản xuất từ tháng 6 tới với công suất ban đầu là 50,000 tấn/năm, và 100,000 tấn/năm cho những năm tiếp theo—sẽ góp phần gia tăng giá trị sản phẩm sản xuất của công ty.

Hoạt động xây dựng, chỉ chiếm khoảng 20% doanh thu của công ty, dự kiến sẽ không có biến động lớn trong thời gian tới. Công ty sẽ tiếp tục thi công công trình Resort Ba Bể, Bắc Kạn (với giá trị 20 tỉ đồng) dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2012, và tiếp tục thi công các công trình kè-đập và đường quân sự ở một số tỉnh phía Bắc.

Dựa trên kế hoạch mở rộng quy mô sản xuất và xu hướng giá bán sản phẩm như trên, chúng tôi giả định sự phát triển của công ty sẽ diễn ra theo 2 giai đoạn:

•**Giai đoạn 1 (2011-2015)** dự báo lợi nhuận trên vốn cổ phần (ROE) của công ty lần lượt sẽ đạt 18% và 23% trong 2 năm sắp tới, sau đó sẽ tiệm cận lên 28%, 30% và đạt mức trung bình ngành là 31.4% trong 3 năm tiếp theo.

•**Giai đoạn 2 (từ năm 2016)** sau 5 năm, khi một số mỏ như mỏ Silic, mỏ đá vôi... hết thời hạn được gia hạn, cùng với trữ lượng đã được khai thác gần hết, hoạt động khai khoáng sẽ thu hẹp lại một phần. Giả định ROE sẽ giảm dần, với hệ số kéo dài (persistence factor) $\omega=0.3$.

•Mặc dù trong lịch sử chưa trả cổ tức tiền mặt, nhưng theo báo cáo thường niên của KSS, công ty có kế hoạch chi trả cổ tức bằng tiền 20% trên mệnh giá cho năm 2011 và 2012. Giả định trong 5 năm sắp tới, công ty tiếp tục duy trì chính sách cổ tức như kế hoạch trên, sẽ tương đương với mức trả cổ tức bằng 74% thu nhập trên một cổ phiếu (EPS).

•Giá trị sổ sách trên 1 cổ phiếu (BVPS) của KSS ở thời điểm 31/12/2010 là 14,897 đồng.

•Tỉ suất lợi nhuận yêu cầu cho vốn chủ sở hữu được ước tính bằng phương pháp CAPM. Trong đó, lãi suất phi rủi ro sử dụng lãi suất trúng thầu trái phiếu chính phủ 5 năm phát hành vào tháng 2 năm 2011 là 11.2%. Hệ số beta của KSS được tính bằng 1.38 trong khi phần bù rủi ro thị trường của Việt Nam hiện là 11% (theo Damodaran). Theo đó, tỉ suất lợi nhuận yêu cầu đối với vốn chủ sở hữu ước tính là 26.38%. Tỉ suất lợi nhuận yêu cầu cao do tính rủi ro lớn của cổ phiếu. Ngoài yếu tố rủi ro kinh doanh của công ty, rủi ro do tính chất đầu cơ của cổ phiếu, chúng tôi còn lưu ý đến cả rủi ro thông tin của KSS. Trên thực tế, các thông tin cập nhật về tình hình hoạt động của công ty chưa thực sự minh bạch và việc tiếp cận thông tin gặp phải những khó khăn nhất định.

Kết quả định giá:

Dựa vào những giả định trên, **giá trị một cổ phiếu KSS được định giá là 14,686 đồng, thấp hơn giá thị trường hiện nay (1/4/2011) là 22,500 đồng.**

PHỤ LỤC

Báo cáo tài chính

đơn vị: triệu đồng	2006	2007	2008	2009	2010
Tài sản	55,398	67,599	85,385	428,093	660,902
Tài sản ngắn hạn	43,962	46,015	51,140	260,687	397,557
Tiền và các khoản tương đương tiền	3,665	787	900	8,414	3,233
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-
Các khoản phải thu ngắn hạn	27,617	17,138	14,398	121,738	249,904
Hàng tồn kho	9,505	21,930	26,953	124,547	128,849
Tài sản ngắn hạn khác	3,174	6,159	8,890	5,988	15,571
Tài sản dài hạn	11,437	21,585	34,244	167,406	263,345
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	11,118	21,159	33,598	156,571	259,323
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	300	10,100	300
Tài sản dài hạn khác	318	426	347	734	3,722
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-
Nguồn vốn	55,398	67,599	85,385	428,093	660,902
Nợ phải trả	32,482	41,140	48,421	277,373	300,543
Nợ ngắn hạn	30,282	39,076	47,421	205,825	208,100
Nợ dài hạn	2,200	2,064	1,000	71,547	92,443
Vốn chủ sở hữu	22,916	26,460	36,964	150,720	360,360
Vốn chủ sở hữu	22,908	26,459	36,882	149,172	360,360
Nguồn kinh phí và quỹ khác	8	-	82	1,548	4,111
Báo cáo kết quả kinh doanh					
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	12,065	11,047	24,875	190,840	630,876
Các khoản giảm trừ doanh thu	-	-	-	-	-
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	12,065	11,047	24,875	190,840	630,876
Giá vốn hàng bán	7,190	7,934	19,058	139,973	515,421
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	4,875	3,113	5,817	50,868	115,455
Doanh thu hoạt động tài chính	-	1	4	982	713
Chi phí tài chính	2,305	652	1,330	10,542	14,082
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	<i>2,305</i>	<i>652</i>	<i>1,330</i>	<i>10,542</i>	<i>14,082</i>
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	799	1,663	2,095	4,575	15,165
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1,770	799	2,395	36,734	86,921
Thu nhập khác	18	247	-	-	1843
Chi phí khác	-	-	88	-	1,870
Lợi nhuận khác	18	247	-88	-	-27
Lợi nhuận trước thuế	1,789	1,046	2,308	36,734	86,894
Chi phí thuế TNDN hiện hành	501	293	598	6,428	24,479
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	1,288	753	1,710	30,305	62,415
Lãi cơ bản trên cổ phiếu					
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ					
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	-4,260	-12,484	2,393	-26,702	-100,586
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	-96	-24	-7,233	-47,568	-106,554
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	6,223	9,629	4,953	81,784	201,960
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,867	-2,878	112	7,514	-5,180
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,798	3,665	787	900	8414
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	3,665	787	900	8,414	3,233

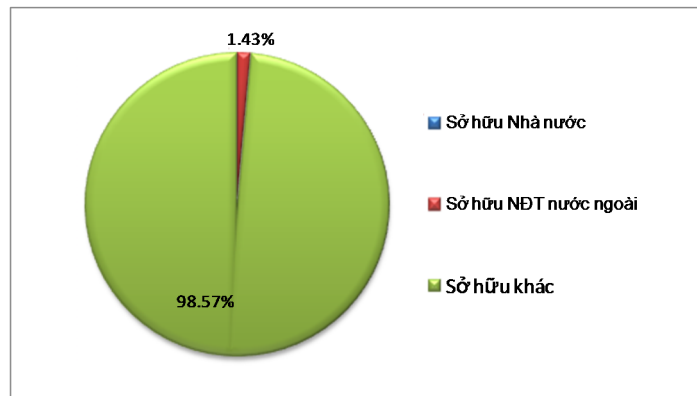
PHỤ LỤC

Chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu	Đơn vị	2007	2008	2009	2010
1. Khả năng thanh toán					
Khả năng thanh toán ngắn hạn	lần	1.2	1.1	1.3	1.9
Khả năng thanh toán nhanh	lần	0.6	0.5	0.7	1.3
Khả năng thanh toán bằng tiền	lần	0.02	0.02	0.04	0.02
2. Khả năng hoạt động					
Vòng quay khoản phải thu	vòng	1.0	2.3	3.1	3.8
Kỳ thu tiền bình quân	ngày	351	156	116	94
Vòng quay hàng tồn kho	vòng	0.5	0.8	1.8	4.1
Số ngày lưu kho bình quân	ngày	713	462	195	88
Vòng quay khoản phải trả	vòng	7.7	6.8	3.7	5.4
Kỳ trả tiền bình quân	ngày	47	53	98	66
Vòng quay tổng tài sản	vòng	0.2	0.3	0.4	1.0
Vòng quay tài sản cố định	vòng	0.5	0.7	1.2	2.4
Vòng quay vốn lưu động	vòng	1.6	6.7	3.5	3.3
3. Khả năng cân đối vốn					
Nợ phải trả/Nguồn vốn chủ sở hữu	%	155%	131%	184%	83%
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	%	61%	57%	65%	45%
Nợ dài hạn/Tổng nguồn vốn	%	3%	1%	17%	14%
Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn	%	58%	56%	48%	31%
4. Khả năng sinh lời					
Biên lợi nhuận gộp	%	28%	23%	27%	18%
Biên lợi nhuận hoạt động	%	7%	10%	19%	14%
Biên lợi nhuận trước thuế	%	9%	9%	19%	14%
Biên lợi nhuận sau thuế	%	7%	7%	16%	10%
ROA	%	1%	2%	7%	9%
ROE	%	3%	5%	20%	17%
5. Tỷ số giá trị thị trường					
Book value (đồng)	đồng	10,584	10,714	12,773	14,897
EPS (đồng)	đồng	301	496	2,568	2,580
6. Phân tích Dupont (ROE) cơ bản					
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu	%	7%	7%	16%	10%
Doanh thu/Tổng tài sản	%	16%	29%	45%	95%
Vòng quay tài sản cố định	%	52%	74%	122%	243%
Tài sản cố định/ Tài sản	%	31%	39%	37%	39%
Tổng tài sản/ VCSH	%	255%	231%	284%	183%

PHỤ LỤC**Số liệu hỗ trợ khác*****Danh sách các mỏ quặng của công ty***

Mỏ quặng sắt tại Pù Ổ, Quảng Bạch, Chợ Đồn, Bắc Kạn	
Giấy phép khai thác	929/GP-BTNMT (2008)
Diện tích	3.5 ha
Trữ lượng	836,927 tấn
Công suất khai thác tối đa	52,500 tấn/năm
Thời hạn khai thác	17 năm 4 tháng
Mỏ quặng silic (Thạch anh) Bằng Lăng, Thượng Quan, Ngân Sơn, Bắc Kạn	
Giấy phép khai thác	684/GP-UBND (2006)
Diện tích	10 ha
Trữ lượng	1,089,900 tấn
Công suất khai thác tối đa	110,000 tấn/năm
Thời hạn khai thác	5 năm, hiện đang xin gia hạn dự kiến được thêm 4.5 năm nữa
Mỏ vàng sa khoáng Nà Làng, Lương Thượng, Na Rì, Bắc Kạn	
Giấy phép khai thác	2769/GP-UBND (2009)
Diện tích	19.02 ha
Thời hạn khai thác	3 năm
Liên kết sở hữu	Liên kết KSS-KSH-CT TNHH Hùng Dũng theo tỉ lệ 40:40:20
Mỏ đá vôi trắng Bản Lôm, Nam Cường, Chợ Đồn, Bắc Kạn	
Giấy phép khai thác	812/GP-UBND (2006)
Diện tích	3.5 ha
Trữ lượng	450,000 m3
Công suất khai thác	90,000 m3/năm
Thời hạn khai thác	5 năm, hiện đang xin gia hạn dự kiến được thêm 4.5 năm nữa
Tình hình hoạt động	Đang tạm ngừng việc bán sản phẩm, để chuẩn bị nguyên liệu cho nhà máy sản xuất bột cacbonat siêu mịn đi vào hoạt động từ tháng 6/2011
Mỏ Syenit Nephelin Bản Man, Bằng Phúc, Chợ Đồn, Bắc Kạn	
Giấy phép thăm dò	859/GP-BTNMT (2008)
Diện tích	22.31 ha
Tình trạng pháp lý	Đã kết thúc quá trình thăm dò- sản xuất thử, đang hoàn tất thủ tục xin cấp phép, dự kiến được 10 năm
Liên kết sở hữu	Liên kết KSS-KSH theo tỉ lệ 50:50
Mỏ đá hoa cương Đán Khao, Tân Lập, Chợ Đồn, Bắc Kạn	
Giấy phép thăm dò	1136/GP-BTNMT (2008)
Diện tích	31.28 ha
Tình trạng pháp lý	đã kế thúc quá trình thăm dò, đang xin cấp phép khai thác
Mỏ chì kẽm đa kim Cốc Lót, Cốc Chạm, Thị trấn Napac, Ngân Sơn, Bắc Kạn	
Giấy phép thăm dò	02/UBND (2007)
Tình trạng pháp lý	đang hoàn tất thủ tục cấp phép
Tình hình hoạt động	Dự kiến có sản phẩm từ tháng 7-8, do chưa đàm phán xong việc mua lại nhà máy chế biến chì kẽm Chợ Đồn với Tập đoàn Tepark Thái Lan nên trước mắt, công ty sẽ sơ chế tận thu khoáng sản đi kèm như vàng-bạc rồi bán lại quặng chì-kẽm cho đơn vị khác

PHỤ LỤC**Cơ cấu cổ đông****Hội đồng quản trị**

Nguyễn Văn Dĩnh	Chủ tịch HĐQT
Nguyễn Văn Dung	Ủy viên HĐQT
Nguyễn Tiến Hùng	Ủy viên HĐQT
Kiều Công Hoạt	Ủy viên HĐQT
Trần Văn Tạng	Ủy viên HĐQT

Danh sách cổ đông lớn giữ trên 5% cổ phần (9/4/2010)

Nguyễn Văn Dĩnh

(Chủ tịch HĐQT kiêm
Tổng giám đốc)

Sở hữu 16.95% cổ phần

Ban lãnh đạo

Nguyễn Văn Dĩnh	Tổng giám đốc
Kiều Công Hoạt	Phó tổng giám đốc
Trần Văn Tạng	Phó tổng giám đốc
Hà Thị Thu Huyền	Kế toán trưởng

Ban kiểm soát

Nguyễn Văn Sơn	Trưởng ban kiểm soát
Nguyễn Hồng Tiến	Thành viên ban Kiểm soát
Trịnh Thị Hòa	Thành viên ban Kiểm soát
Nguyễn Văn Long	Thành viên ban Kiểm soát



CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Phó phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

ThS. Bùi Thu Hương

Email: huongbt@tvs.com.vn

Thang đo khuyến nghị (*)

	Dưới -30%	Bán với khối lượng lớn
	-10% đến 30%	Nên bán
	-10% đến 10%	Cầm giữ
	10% đến 30%	Nên mua
	Trên 30%	Mua với khối lượng lớn

Màu sắc của thang đo khuyến nghị được căn cứ vào tỷ suất sinh lợi giữa mức giá hiện tại của cổ phiếu và giá mục tiêu.

Sản phẩm phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư:

• Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày
Morning Briefing
Tổng kê giao dịch cuối ngày
Tổng kê giao dịch tuần
Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
Lịch sự kiện theo tháng

• Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
Báo cáo phân tích ngành
Báo cáo phân tích công ty

• Báo cáo thống kê

EPS Flash Report
Investment Tool
Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

• Sản phẩm giao dịch

I-trade Home
I-trade Pro

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Website: www.tvs.com.vn

Email: contact@tvs.com.vn

Chi nhánh HCM	Chi nhánh Hoàn Kiếm	Chi nhánh An Đông, HCM	Chi nhánh Hải Phòng	Chi nhánh Đà Nẵng
193 Trần Hưng Đạo, Q. 1	26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm	95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5	19 Điện Biên Phủ	114 Quang Trung
ĐT: (08) 38386868	ĐT: (04) 39332233	ĐT: (08) 38306547	ĐT: (031) 3757556	ĐT: (0511) 3752282
Fax: (08) 39207542	Fax: (04) 39335120	Fax: (08) 38306547	Fax: (031) 3757560	Fax: (0511) 3752283