

Mua

KSB – Gia hạn thời gian khai thác mỏ và câu chuyện tăng trưởng dài hạn.

Định giá

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	63,500
Giá đóng cửa	53,000
Upside	19.8%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu KSB với giá mục tiêu 12 tháng là **63,500 đồng/cp**, upside 19.8% (so với mức giá 53,000 đồng/cp ngày 05/06/2017), dựa trên phương pháp FCFE.

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	46.8
Vốn hóa (tỷ đ)	2,461.7
Giá cao nhất 52 tuần	54,000
Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày (cp)	595,783

Điểm nhấn đầu tư

- Quy mô và tiềm năng tăng trưởng tốt nhất ngành đá
- Biên lợi nhuận gộp đang cải thiện sau khi SCIC thoái vốn
- Đầu tư mở rộng trữ lượng khai thác đá từ năm 2018 và khả năng gia hạn thành công mỏ đá Tân Đông Hiệp.
- Tình hình tài chính lành mạnh, kết quả kinh doanh cải thiện mạnh sau khi SCIC thoái vốn.

Cổ đông lớn (%)

DREAM HOUSE INVEST C	49.38
LE QUOC HUNG	6.50
PHU DUC VO	5.91
LAM QUANG THANH	5.04
HOLBERG FONDSFORVALT	3.76

- Quy mô và tiềm năng tăng trưởng tốt nhất ngành đá
- Biên lợi nhuận đang cải thiện sau khi SCIC thoái vốn.

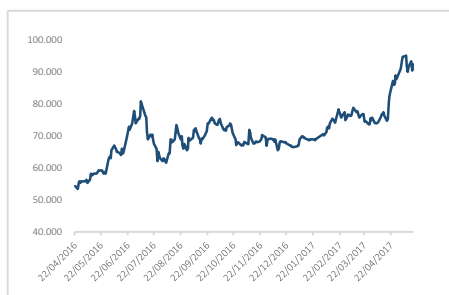
Catalyst

- Khả năng ghi nhận doanh thu đột biến từ chuyển nhượng khu biệt thự Bình Đức Tiến năm 2017.
- Dòng tiền ổn định từ việc cho thuê đất của dự án mở rộng khu công nghiệp Đất Cuốc GD1.

Diễn biến giá

	1M	3M	1Y
KSB	10.8%	35.6%	102.3%
VN-Index	2.3%	2.7%	16.4%

Diễn biến giá



Phan Quốc Bửu
buupq@bsc.com.vn
+84 915081230

Tổng quan về công ty: KSB là doanh nghiệp khai thác và chế biến đá xây dựng và có trữ lượng khai thác đá lớn nhất khu vực tỉnh Bình Dương. Ngoài ra, KSB còn kinh doanh khai thác loại VLXD khác như cao lanh, ngói, bê tông. Đầu năm 2016, SCIC đã tiến hành thoái vốn hoàn toàn khỏi KSB.

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro từ chính sách do đặc thù của việc xin gia hạn cấp phép khai thác đá phải đáp ứng khá nhiều yêu cầu từ bộ Tài Nguyên Môi Trường và chính phủ
- Rủi ro giá đá giảm, rủi ro tỷ lệ lấp đầy khu CN Đất Cuốc GD1 không như dự kiến..

Các chỉ tiêu tài chính	2016	2017F	2018F	2019F
DTT(tỷ đ)	849,8	1,107	1.084	1.180
% tăng trưởng	15%	30.3%	10%	9%
Tổng tài sản	973.7	1,342	1,506	1,699
Vốn chủ sở hữu	973.7	1,342	1,506	1,699
Vốn điều lệ	234	468	468	468
LN gộp (tỷ đ)	343.1	461	464	514
LN sau thuế	205.8	287.2	292.0	325.3
Biên LN gộp cốt lõi (%)	40.38%	42.6%	42.8%	43.5%
ROE (%)	34%	27%	26%	25%
ROA (%)	21%	19%	19%	19%

Lưu ý: Kết quả kinh doanh 2017F đã bao gồm phần cộng thêm từ LN đột biến từ chuyển nhượng BĐS Bình Đức Tiến

CTCP Xây dựng và Khoáng sản Bình Dương (KSB)

Tổng quan ngành và doanh nghiệp

Chúng tôi khuyến nghị **Mua** cổ phiếu **KSB** với giá mục tiêu 12 tháng là **63,500 đồng/cp**, upside 19.8% (so với mức giá 53,000 đồng/cp ngày 05/06/2017), dựa trên các yếu tố sau:

Quy mô lớn và thời hạn khai thác dài nhất trong ngành

- Trữ lượng đá hiện tại của KSB hiện tại là hơn 30 triệu m³, cao hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành và thời hạn khai thác đến năm 2025-2029. Đây là hai yếu tố mang tính quyết định lên khả năng tăng trưởng của một doanh nghiệp khai thác đá.

Biên lợi nhuận gộp đang cải thiện từ sau khi SCIC thoái vốn

- Tăng trưởng của giá bán đá xây dựng trung bình của KSB sẽ chứng lại trong năm 2017 do thay đổi cơ cấu doanh thu. Chúng tôi dự báo rằng trong năm 2017, giá bán đá xây dựng trung bình của KSB sẽ giảm nhẹ do thay đổi cơ cấu doanh thu khi KSB đẩy mạnh khai thác ở hai mỏ có giá bán thấp hơn là Tân Mỹ và Phước Vĩnh. BSC dự báo giá bán đá xây dựng trung bình của KSB trong năm 2015 là 192,875 VND/m³ (-1.8% yoy).
- Kết quả kinh doanh năm 2016 tăng trưởng mạnh sau khi SCIC thoái vốn. Biên LNG tăng mạnh từ mức 35.8% năm 2015 lên mức 40.4% năm 2016 nhờ vào giá bán đá trung bình tăng hơn 20.9% so 2015 và tiết giảm chi phí sản xuất so với 2015. LNST 2016 đạt gần 206 tỷ đồng (+64.21% yoy).

Khả năng gia hạn thành công mỏ Tân Đông Hiệp,

- Hiện tại, trữ lượng mỏ đá Tân Đông Hiệp còn lại là 2.0 triệu m³, thời hạn khai thác đến 31/12/2017. Ước tính nếu được gia hạn thành công, KSB sẽ có thêm 4,5 triệu m³ đá tại mỏ Tân Đông Hiệp trong 2 năm tới.
- Trong Q3/17, KSB sẽ mua thêm 1 vài mỏ mới (Công suất dự tính khoảng 1.5 – 2 triệu m³/năm) với tổng vốn đầu tư không vượt quá 500 tỷ đồng nâng tổng trữ lượng hiện tại lên mức 70-100 triệu m³(Khai thác trong 20 năm).

Ghi nhận DT đột biến từ BDS Bình Đức Tiến Dòng tiền tương lai ổn định từ KCN Đất Cốc GD1

- Năm 2017, KSB sẽ dự tính ghi nhận lợi nhuận đột biến từ mảng bất động sản bao gồm Khu biệt thự Bình Đức Tiến và cho thuê 15 ha khu CN Đất Cốc. Doanh thu ước tính từ dự án này khoảng 120 -130 tỷ đồng và 17.7 tỷ đồng cho 15ha khu CN Đất Cốc, KSB ước tính sẽ ghi nhận khoảng 40 tỷ đồng LNTT từ dự án Bình Đức Tiến và 5,3 tỷ đồng LNTT từ khu CN Đất Cốc
- Dự án đầu tư mở rộng KCN Đất Cốc giai đoạn 1 dự kiến sẽ được triển khai trong năm nay, quy mô được phép mở rộng khoảng 128.37 ha, tăng 2.87 lần so với diện tích còn lại của KCN Đất Cốc. Tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng 798 tỷ đồng (chưa tính thuế VAT). Với giả thiết tỷ lệ lấp đầy sẽ là 30% từ năm 2019, BSC ước tính KSB sẽ ghi nhận lần lượt doanh thu 16.87 tỷ đồng/năm và 10 tỷ đồng/năm cho khu CN Đất Cốc và khu CN Đất Cốc giai đoạn 1.

Tình hình tài chính lành mạnh,— Dự báo KQKD 2017

- Tình hình tài chính lành mạnh, tỷ lệ nợ vay thấp. Với cấu trúc nợ khá an toàn, tỷ lệ nợ vay/TTS duy trì mức khá thấp đạt 37.4% năm 2016 và KSB không sử dụng nợ vay, do đó KSB hầu như không chịu rủi ro, áp lực từ lãi vay. Dòng tiền đến từ hoạt động kinh doanh luôn dương trong giai đoạn 2011-2016
- Dự báo doanh thu thuần cốt lõi 2017 dự báo đạt 987 tỷ đồng (+16% YoY). Lợi nhuận sau thuế cốt lõi đạt 255.2 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 4,508 đồng/cp (sau khi loại trừ 15% quỹ khen thưởng phúc lợi và thưởng 20% cho BLĐ nếu vượt kế hoạch).

Giới thiệu doanh nghiệp

KSB là được thành lập năm 1993, tiền thân là doanh nghiệp nhà nước với ngành nghề kinh doanh chính là khai thác khoáng sản, sản xuất vật liệu xây dựng. KSB được cổ phần hóa năm 2006 với 51% vốn được Nhà nước nắm giữ. Năm 2007, KSB được niêm yết trên sàn HOSE và tiếp tục tăng vốn điều lệ từ mức 107 tỷ đồng năm 2010 lên mức 468 tỷ đồng năm 2017. Trải qua 24 năm hoạt động, hiện tại KSB là doanh nghiệp khai thác và chế biến đá lớn nhất tỉnh Đồng Nai với công suất khai thác khoảng 3.3 triệu m³/ năm.

Cơ cấu doanh thu của KSB được đóng góp từ các mảng chính sau: (1) Khai thác đá, (2) Sản xuất vật liệu xây dựng (3) Bất động sản và Khu công nghiệp, (4) Khác.

- Mảng khai thác đá.** Đây là mảng kinh doanh đóng góp chính vào doanh thu của KSB trong những năm trở lại đây, chiếm 84.1% cơ cấu DT năm 2016. Hiện tại, KSB đang khai thác ba mỏ chính bao gồm Tân Đông Hiệp, Tân Mỹ và Phước Vĩnh với công suất khai thác khoảng 3.3 triệu m³/năm và trữ lượng còn lại khoảng 30.3 triệu m³.
- Mảng sản xuất vật liệu xây dựng.** Bên cạnh mảng khai thác đá, KSB còn khai thác và sản xuất các loại vật liệu xây dựng khác bao gồm cao lanh, gạch, cát xây dựng và công bê tông. Hiện tại mảng này đang đóng góp 14.1% trong cơ cấu doanh thu năm 2016.

		2015	2016	2017F*
Cao lanh	SL khai thác (tấn)	91.800	57,579	70,000
	SL bán (tấn)	30, 879	29,795	31,500
	Doanh thu (tỷ đ)	22.9	16.57	22.35
	% DT	2%	2%	2%
	BNLG			8.31%
Mảng VLXD	% DT	7%	10%	12%
	BLNG			20.31%
Sét gạch ngói	SL bán (viên)			90.000
	Doanh thu (tỷ đ)			4.75
	% DT	2%	2%	2%
Cát xây dựng	SL bán (m ³)	105,998	120,161	110,000
	Doanh thu (tỷ đ)	14.2	17.54	12.2
	% DT	2%	2%	2%
Gạch xây dựng	SL bán (triệu viên)	40.9	38.0	43.2
	Doanh thu (tỷ đ)	36.2	35.3	40.1
	% DT	5%	4%	4%
Cống bê tông	SL bán (mét)	54,200	56,328	50,500
	Doanh thu (tỷ đ)		32.31	32.6

*Số liệu ước tính năm 2017 dựa trên kế hoạch của ban lãnh đạo KSB

Khu công nghiệp Đất Cuốc nằm ở vị trí khá thuận lợi, phía đông thành phố Bình Dương, cách TP HCM 52 km, 55km từ sân bay TSN, 18 km từ đại lộ bình Dương và 25km từ trung tâm thành phố Biên Hòa

3. **Mảng bất động sản và khu công nghiệp.** Khu công nghiệp nằm trong kế hoạch của ban lãnh đạo nhằm đảm bảo nguồn thu ổn định trong tương lai. Hiện tại KSB đang sở hữu khu biệt thự Bình Đức Tiến, khu CN Đất Cuốc và bắt đầu triển khai mở rộng dự án Đất Cuốc giai đoạn 1 từ năm 2017. Với tốc độ tăng trưởng FDI tốt trong giai đoạn vừa qua cùng với việc Bình Dương đang là tỉnh thu hút vốn FDI nhiều đứng thứ 2 sau TP. HCM, chúng tôi kỳ vọng KCN Đất Cuốc GD91 sẽ được lấp đầy trong 5 năm tới với tổng doanh thu dự kiến khoảng 1,838 tỷ đồng được phân bổ trong 50 năm.
4. **Khác.** KSB hiện đang sản xuất nước tinh khiết đóng chai với khoảng 5 triệu lít một năm.

Điểm nhấn đầu tư

Điểm nhấn 1: Quy mô lớn và thời hạn khai thác dài nhất trong ngành.

KSB có lợi thế lớn trong dài hạn nhờ vào trữ lượng đá, công suất khai thác lớn nhất trong cách doanh nghiệp đá niêm yết và thời hạn khai thác các mỏ đá đến năm 2029. Do đặc thù của ngành đá xây dựng là trữ lượng đá sẽ giảm dần theo thời gian, vì vậy khả năng tăng trưởng của các DN trong tương lai phụ thuộc vào hai yếu tố chính là (1) Trữ lượng đá còn lại và (2) thời hạn khai thác các mỏ đá. Trữ lượng đá hiện tại của KSB hiện tại là 30 triệu m³, cao nhất trong số các doanh nghiệp hiện tại. Với trữ lượng hiện sẵn có, BSC cho rằng KSB có khả năng duy trì tăng trưởng doanh thu nhờ vào việc tăng công suất khai thác lên tối đa ở 2 mỏ Phước Vĩnh và Tân Mỹ.

	KSB*	C32	DHA	NNC
Công suất hiện tại (triệu m ³)	4.2	1.2	1.77	2.6
Trữ lượng mỏ còn lại và thời hạn khai thác (triệu m ³)	32.23 (2024-2029)	2.4 (31/12/2017)	1.5 (2024-2026)	1.5-2m (31/12/2027)

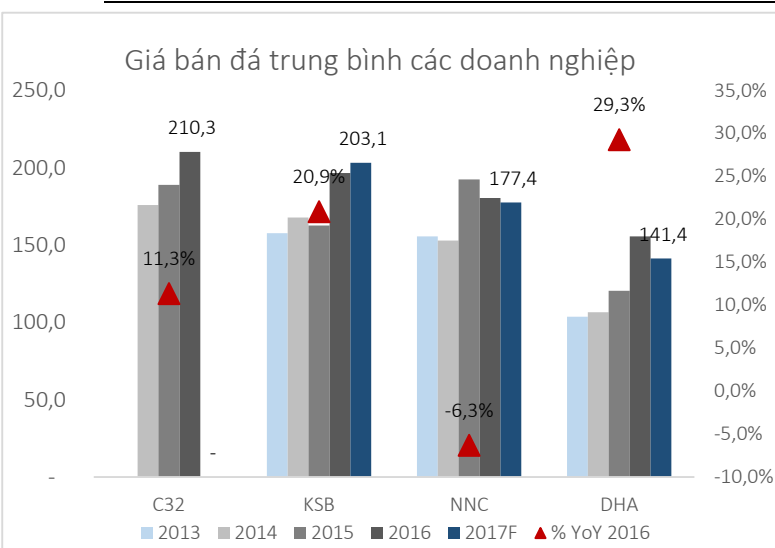
*Lưu ý: KSB sẽ có mỏ đá Tân Đông Hiệp hết hạn vào 31/12/2017 – Trữ lượng còn lại khoảng 2 triệu m³. Nguồn: KSB

Điểm nhấn 2: Biên lợi nhuận gộp đang cải thiện từ sau khi SCIC thoái vốn

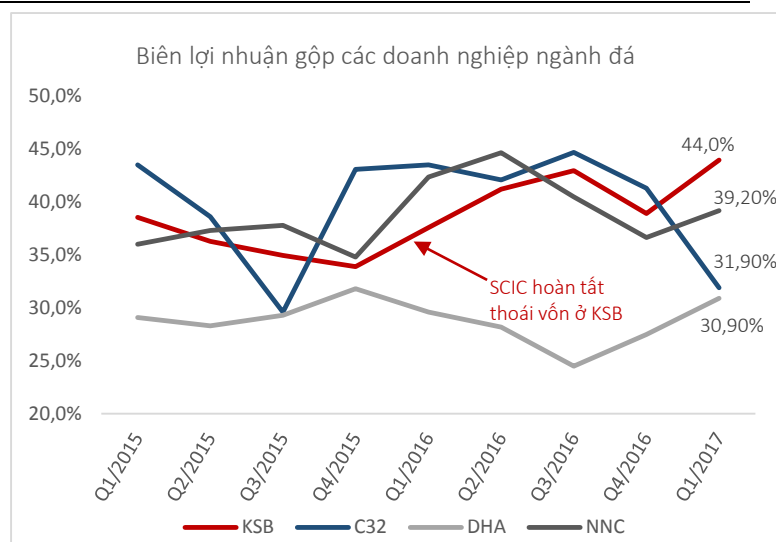
Giá bán đá xây dựng tăng mạnh trong năm 2016 góp phần làm biên lợi nhuận gộp cải thiện. Sau khi SCIC thoái vốn, KSB đã có những điều chỉnh về chính sách bán hàng sang bán trực tiếp tại mỏ thay vì thông qua bên trung gian như trước qua đó bỏ qua phần chiết khấu và tăng giá bán. Cụ thể, giá bán đá trung bình của KSB năm 2016 khoảng 196.5 nghìn VND/m³ (+20.85% YoY). Trong khi đó, giá bán đá trung bình của C32 (Doanh nghiệp cùng khai thác mỏ đá Tân Đông Hiệp) chỉ tăng 11.3% đạt 210,3 nghìn VND/m³(+11.3% YoY).

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tăng trưởng của giá bán đá xây dựng trung bình của KSB sẽ chững lại trong năm 2017 do thay đổi cơ cấu doanh thu. Chúng tôi dự báo rằng trong năm 2017, giá bán đá xây dựng trung bình của KSB sẽ giảm nhẹ do thay đổi cơ cấu doanh thu khi KSB đẩy mạnh khai thác ở hai mỏ có giá bán thấp hơn là Tân Mỹ và Phước Vĩnh, cụ thể tỉ trọng đóng góp doanh thu từ 2 mỏ Tân Mỹ và Phước Vĩnh sẽ tăng từ mức 30.7% năm 2016 lên mức 41.3% năm 2017 cơ cấu doanh thu đá. BSC dự báo giá bán đá xây dựng trung bình của KSB trong năm 2015 là 192,875 VND/m³ (-1.8% yoy).

	Tân Đông Hiệp	Tân Mỹ	Phước Vĩnh	Tam lập (dự kiến)
Giá bán đá năm 2016 (VND/m ³)	229,842	157,679	136,046	N/A
Biên lợi nhuận gộp 4T17	53.3%	33.5%	31.9%	N/A
Sản lượng khai thác dự kiến năm 2017 (nghìn m ³)	2,000 (- 10% YoY)	1,100 (+ 33.5% YoY)	1,100 (+ 32.0% YoY)	N/A



Nguồn: BSC Research



Nguồn: BSC Research

BLNG Q1/2017 đạt 44.0%, tăng 6.4% so với cùng kỳ do tiết giảm chi phí. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân khiến cho biên lợi nhuận gộp của KSB cải thiện là do biên lợi nhuận gộp ở các mỏ đều cải thiện, trong đó:

- Mỏ Tân Đông Hiệp : Trong năm 2016, mỏ Tân Đông Hiệp đã hết hoàn toàn khấu hao, tỷ lệ chi phí khấu hao/ doanh thu thuần năm 2016 giảm xuống mức 2.2% từ mức 3.6% năm 2015.
- Mỏ Tân Mỹ - Phước Vĩnh: Trong năm 2016, KSB đã hoàn tất khâu bóc phủ lớp vỏ đá bề mặt mỏ này, do đó BSC kỳ vọng biên lợi nhuận mỏ này sẽ được cải thiện dần vào các quý sau đó, tỷ lệ chi phí dịch vụ mua ngoài/DTT năm 2016 giảm 2% so với năm 2015 xuống mức 32.2%.

Bắt đầu từ Q1/2017, KSB đã bắt đầu tiến hành thay đổi cơ chế quản lý chi phí chuyển sang giao khoán (Mỗi xí nghiệp nhà máy được giao định mức chi phí nhằm tối ưu hóa biên lợi nhuận). Do đó, BSC dự báo BNLG 2017 của KSB sẽ tăng lên mức 42.6%, tăng 2.2% so với năm 2016 và sẽ tiếp tục được cải thiện nhẹ trong những năm tiếp theo.

CTCP Xây dựng và Khoáng sản Bình Dương (KSB)

Điểm nhấn 3: Đầu tư mở rộng trữ lượng khai thác đá dự tính nâng trữ lượng lên mức 100 triệu m³ và khả năng gia hạn thành công mỏ đá Tân Đông Hiệp.

Khả năng gia hạn thành công mỏ đá Tân Đông Hiệp..... Hiện tại, trữ lượng mỏ đá Tân Đông Hiệp còn lại là 2.0 triệu m³, thời hạn khai thác đến 31/12/2017. Ban lãnh đạo KSB đang trình văn bản xin gia hạn thêm thời gian khai thác mỏ ĐDH đến năm 2019. Ước tính nếu được gia hạn thành công, KSB sẽ có thêm 4,5 triệu m³ đá tại mỏ Tân Đông Hiệp trong 2 năm tới.

	Tân Đông Hiệp	Tân Mỹ	Phước Vĩnh	Tam lập (dự kiến)
Công suất khai thác dự kiến 2017 (triệu m ³)	2.0	1.1	1.1 - (2.0 sau khi hoàn thành xin mở rộng)	N/A
Diện tích	22.82	40.96	22.4	16.3
Trữ lượng (triệu m ³)				
<i>Cấp phép</i>	4.2	22.3	18	7.62
<i>Còn lại</i>	2.0	19.7	10.53	7.62
Thời hạn khai thác	31/12/2017	28/08/2029	12/10/2024	N/A

Nguồn: KSB

.....và các phương án dự phòng cho KSB nhằm đảm bảo doanh thu trong dài hạn. Trong trường hợp không được gia hạn, KSB sẽ tiến hành cải tạo vách, ước tính sẽ tận thu thêm khoảng 1 triệu m³ đá trong năm 2018. Để đảm bảo doanh thu trong dài hạn, KSB sẽ tiến hành nâng công suất khai thác 2 mỏ Tân Mỹ và Phước Vĩnh lên 1,1 triệu m³ để chuẩn bị bù đắp cho trường hợp không gia hạn được mỏ ĐDH. (Tổng trữ lượng còn lại của 2 mỏ hiện tại ước đạt 30.3 triệu m³ với thời gian khai thác đến năm 2024-2029). Trong Q3/17, KSB sẽ mua thêm 1 vài mỏ mới (CS dự tính khoảng 1.5 – 2 triệu m³/năm) với tổng vốn đầu tư không vượt quá 500 tỷ đồng nâng tổng trữ lượng hiện tại lên mức 70-100 triệu m³ (Khai thác trong 20 năm).

Chúng tôi xin lưu ý thêm về tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của KSB. Theo kế hoạch của công ty năm nay, KSB sẽ có khả năng mua thêm 1 vài mỏ đá, tổng vốn đầu tư không vượt quá 500 tỷ đồng, qua đó trữ lượng hiện tại của KSB là 30 triệu m³ sẽ tăng lên thành 70 – 100 triệu m³ (khai thác trong vòng 20 năm) trong tương lai. Ngoài ra, KSB hiện đang xin giấy phép khai thác mỏ đá Tam Lập với diện tích 16.3 ha và trữ lượng dự kiến khoảng 7.6 triệu m³. Tính tới thời điểm hiện tại, KSB vẫn đang trong quá trình đánh giá và tìm kiếm các mỏ đá phù hợp, do đó chúng tôi vẫn chưa đưa phần này vào mô hình định giá, tuy nhiên BSC đánh giá khá cao tiềm năng tăng trưởng trong tương lai khi KSB hoàn thành những thương vụ mua bán này.

Điểm nhấn 4: Triển vọng khả quan trong lĩnh vực bất động sản – KCN.

Trong năm 2017, KSB sẽ ghi nhận dự tính lợi nhuận đột biến từ mảng bất động sản bao gồm Khu biệt thự Bình Đức Tiến và bán 15 ha khu CN Đất Cuốc. Dự án Khu biệt thự BDT bao gồm 87 căn villa với tổng vốn đầu tư 82.1 tỷ đồng. Lũy kế đến Q1/2017, công ty đã đầu tư 71 tỷ đồng. Doanh thu ước tính từ dự án này khoảng 120 -130 tỷ đồng, KSB ước tính sẽ ghi nhận khoảng 40 -50 tỷ đồng LNTT từ dự án này. KSB cũng sẽ cho thuê 15 hecta KCN Đất cuốc, đưa về 17.7 tỷ doanh thu và ước tính 5.3 tỷ LNTT.

Tỷ Đồng	Tổng mức đầu tư	Lũy kế thực hiện đến 31/03/2017	Giá trị chuyển tiếp năm 2017	Giá bán dự kiến	LNTT dự kiến
Khu Biệt thự Bình Đức Tiến	82.118	71.005	11.11	120 – 130	40-50

Nguồn: KSB

Dự án đầu tư mở rộng KCN Đất Cuốc giai đoạn 1 dự kiến sẽ được triển khai trong năm nay, quy mô được phép mở rộng khoảng 128.37 ha, hiện tại đã đền bù được khoảng 30% tổng diện tích, tổng chi phí đền bù, nghĩa vụ tài chính với nhà nước, thi công hạ tầng và các khoản chi phí khác vào khoảng 798 tỷ đồng (chưa tính thuế VAT). Với giá cho thuê ước tính khoảng 40-50 USD/m2 cho khu CN Đất cuốc và khoảng 50 -60 USD/m2 cho khu CN Đất Cuốc giai đoạn 1, thời gian cho thuê dự kiến là từ 45-50 năm. BSC ước tính KSB sẽ ghi nhận lần lượt doanh thu 16.87 tỷ đồng/năm và 10.0 tỷ đồng/năm cho khu CN Đất Cuốc và khu CN Đất Cuốc giai đoạn 1 với tỷ lệ lấp đầy dự kiến trong khoảng 2 – 3 năm.

KCN Đất Cuốc (VND Billion)	Khu CN Đất Cuốc	Khu CN Đất cuốc giai đoạn 1
Tổng diện tích	211,0	135
Tổng diện tích kinh doanh	130	
DT Đã Bán	83	
DT Còn lại	47	
Tổng DT dự kiến	518	1.671
PBT	130	418
DT chưa thực hiện	283.6	
Tỷ lệ lấp đầy	63.8%	30%
Giá cho thuê trung bình hiện tại	45-50 USD/m2	50 – 60 USD/m2
Thời gian cho thuê	45	50
DT trung bình ước tính/năm	16,87	10.02
LNTT trung bình ước tính/năm	4.22	2.51

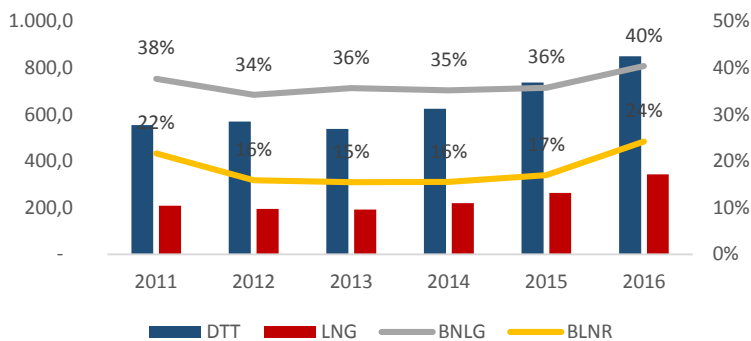
Nguồn: KSB, BSC Research

CTCP Xây dựng và Khoáng sản Bình Dương (KSB)

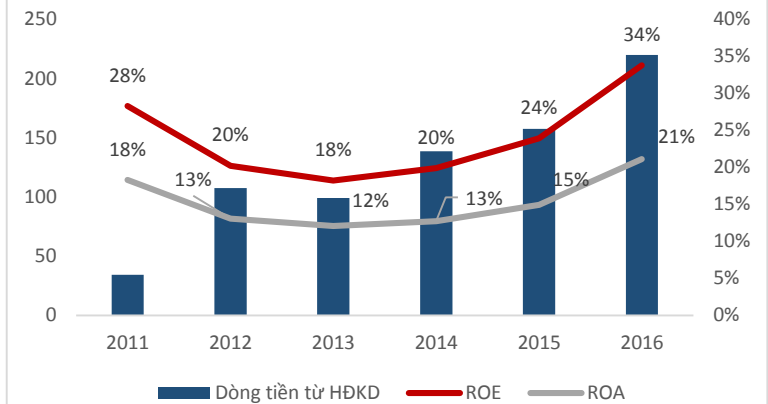
Điểm nhấn 6: Tình hình tài chính lành mạnh, kết quả kinh doanh cải thiện mạnh sau khi SCIC thoái vốn.

Kết quả kinh doanh năm 2016 tăng trưởng mạnh sau khi SCIC thoái vốn. Cuối tháng 2/2016, SCIC thực hiện thoái 11.71 triệu cổ phiếu KSB, cơ cấu cổ đông có sự thay đổi lớn, ban lãnh đạo mới tham gia điều hành và tái cơ cấu doanh nghiệp. DTT 2016 đạt 850 tỷ đồng (+15.19%yoy), biên LNG tăng mạnh từ mức 35.77% năm 2015 lên mức 40.35% năm 2016 nhờ vào giá bán đá tăng hơn 12% so 2015 và tiết giảm chi phí sản xuất. LNST 2016 đạt gần 206 tỷ đồng (+64.21% yoy).

Tình hình hoạt động kinh doanh của KSB



Nguồn: KSB



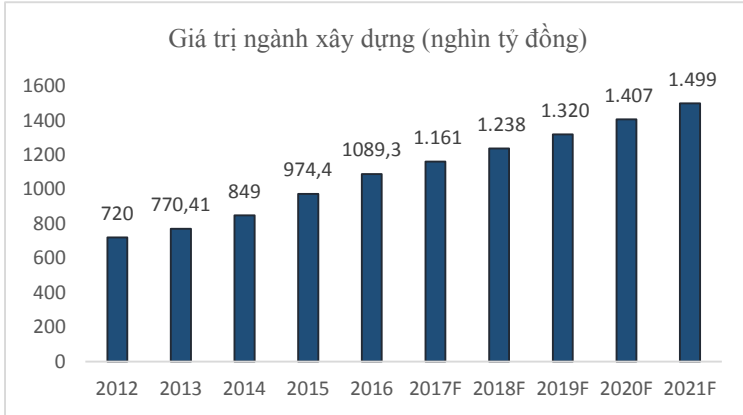
Nguồn: KSB

Tình hình tài chính lành mạnh, tỷ lệ nợ vay thấp. Tình hình kinh doanh của doanh nghiệp ngành đá khá ổn định do nhu cầu ngày một tăng cũng như trữ lượng các mỏ cũng có giới hạn. Dòng tiền đến từ hoạt động kinh doanh luôn dương trong giai đoạn 2011-2016. ROE & ROA cải thiện dần qua từng năm, tăng lần lượt lên mức 34% và 21% năm 2016. Với cấu trúc nợ khá an toàn, tỷ lệ nợ vay/TTS duy trì mức khá thấp đạt 37.4% năm 2016 và KSB không sử dụng nợ vay, do đó KSB hầu như không chịu rủi ro, áp lực từ lãi vay.

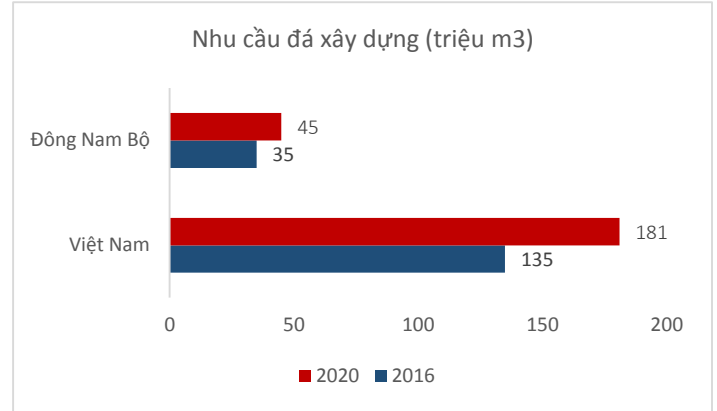
Điểm nhấn 7: Nhu cầu đá xây dựng khả quan nhờ sự tăng trưởng của thị trường xây dựng và bất động sản

Ngành đá xây dựng vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng nhờ vào phát triển hệ thống hạ tầng giao thông và sự phục hồi của ngành bất động sản. Đà tăng trưởng của các doanh nghiệp khai thác đá xây dựng sẽ phụ thuộc chính vào tốc độ tăng trưởng của ngành xây dựng, đặc biệt là các dự án phát triển hạ tầng giao thông và thị trường BĐS. Theo quy hoạch tổng thể về phát triển ngành xây dựng vật liệu cả nước đến năm 2020, tổng nhu cầu đá xây dựng cả nước đến năm 2020 dự kiến đạt 181 triệu m³, với tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2016-2020 là 7,6%. Trong đó, sản lượng tiêu thụ khu vực Đông Nam Bộ (Khu vực khai thác và tiêu thụ chính của KSB, C32, DHA và NNC) năm 2020 dự kiến chiếm 24.9% tổng sản lượng đá xây dựng cả nước đạt 45 triệu m³, với tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2016-2020 là 6.5%.

CTCP Xây dựng và Khoáng sản Bình Dương (KSB)



Nguồn: Bộ Xây Dựng

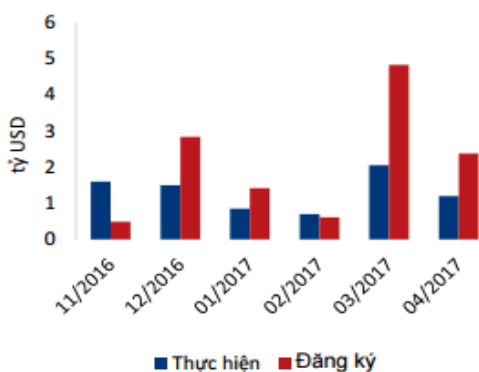


Nguồn: Bộ Xây Dựng

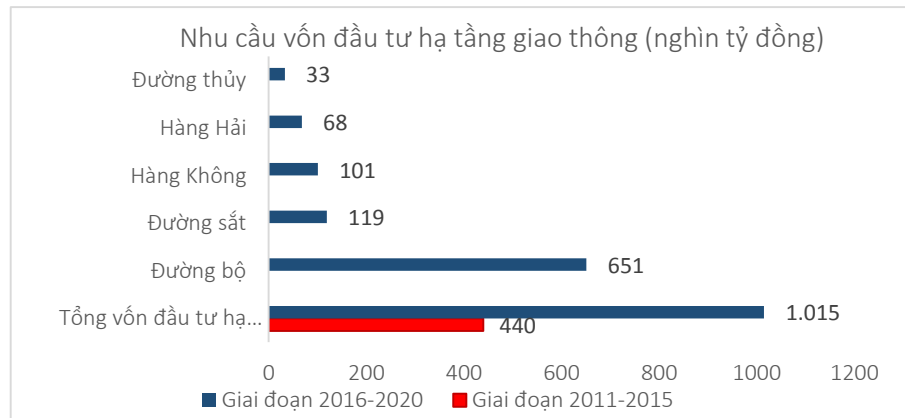
Theo thống kê của Tổng Cục Thống Kê, giá trị xây dựng năm 2016 đạt 1,0893 tỷ đồng (+11.8% YoY), với tốc độ tăng trưởng CAGR trong giai đoạn 2012-2016 là 10.9%. Theo dự báo của BMI, tốc độ tăng trưởng giá trị xây dựng của Việt Nam giai đoạn 2017-2021 sẽ đạt 6.6%/năm. BSC cho rằng tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng năm 2017 sẽ tiếp tục khả quan nhờ vào các yếu tố sau

- (1) Dòng vốn FDI chảy mạnh vào Việt Nam, đặc biệt khu vực miền Nam. Tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký lũy kế đến hết tháng 4 năm 2017 đạt 9.24 tỷ USD, tăng 34.17% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, Bình Dương hiện đứng thứ 2 sau TPHCM thu hút vốn FDI nhiều nhất trong cả nước, vượt kế hoạch đề ra cả năm, đạt 1.4 tỷ USD. BSC cho rằng với kế hoạch mở rộng KCN Đất Cuốc GĐ1 sẽ là lợi thế dài hạn của KSB so với các doanh nghiệp đá cùng ngành.
- (2) Chủ trương đầu tư mạnh vào đầu tư hạ tầng giao thông của Chính phủ và (3) sự phục hồi ngành bất động sản. Chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng ngành đá và KSB còn khá nhiều dựa vào chủ trương chính sách đầu tư mạnh vào hạ tầng giao thông. Theo kế hoạch đầu tư của Bộ Giao Thông, nhu cầu vốn cho hạ tầng trong giai đoạn 2016-2020 ước đạt 1,015 nghìn tỷ đồng (+130.6% so với nhu cầu vốn đầu tư giai đoạn 2011-2020). Cùng với đó, sự ấm dần lên của thị trường BĐS cũng là điểm cộng cho tăng trưởng nhu cầu đá xây dựng trong dài hạn.

Vốn FDI (tỷ USD)



Nguồn: Tổng cục thống kê



Nguồn: Bộ giao thông, Bộ Công Thương

CTCP Xây dựng và Khoáng sản Bình Dương (KSB)

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2017

Dự báo kết quả kinh doanh.

Mảng vật liệu xây dựng. Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu mảng vật liệu xây dựng năm 2017 sẽ đạt 31.3 % so với năm 2016 nhờ vào việc tăng trưởng sản lượng khai thác chủ yếu ở mảng cao lanh và giá bán bình quân chúng tôi dự phóng khoảng 6%/năm.

		2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Cao lanh	SL khai thác (tấn)	77,579	77,579	77,579	77,579	77,579
	SL bán (tấn)	31,500	32,000	32,000	32,000	32,000
	Doanh thu (tỷ đ)	23,35	24,82	25,33	25,87	26,43
Sét gạch ngói	SL bán (viên)	90.000	90.000	90.000	90.000	90.000
	Doanh thu (tỷ đ)	4,8	5,5	6,3	7,3	8,5
Cát xây dựng	SL bán (m3)	110.000	121.000	133.100	146.410	161.051
	Doanh thu (tỷ đ)	16,1	18,0	19,8	22,2	24,5
Gạch xây dựng	SL bán (triệu viên)	43,77	48,60	49,23	54,66	55,38
	Doanh thu (tỷ đ)	42,7	47,4	50,4	56,0	59,5
Cống bê tông	SL bán (mét)	55.000	55.000	55.000	55.000	55.000
	Doanh thu (tỷ đ)	35,5	40,0	40,0	45,0	45,0

Nguồn: BSC Research

Mảng bất động sản. Chúng tôi sẽ giả định việc đầu tư khu dự án Đất Cuốc GD1 sẽ hoàn thành đi vào hoạt động vào cuối năm 2018 và sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu vào năm 2019. Với vốn đầu tư khoảng 798 tỷ đồng, phần vốn còn lại lấy từ vốn chủ sở hữu, nguồn cho thuê 41.11 ha còn lại của KCN và giá trị chuyển nhượng khu thương mại dịch vụ. Với mức giá cho thuê ước tính khoảng 50-60 USD/m2, BSC ước tính KSB sẽ ghi nhận tổng doanh thu khoảng 1,671 tỷ đồng với thời hạn cho thuê là 50 năm.

Mảng đá xây dựng. Chúng tôi xây dựng dựa trên 2 kịch bản như sau:

Kịch bản số 1: Trường hợp KSB gia hạn thành công mỏ Tân Đông Hiệp, KSB sẽ có thêm 4.5 triệu m3 đá khai thác trong giai đoạn 2018 – 2019. Sau đó, KSB có thể cải tạo vách để tận thu thêm 1 triệu m3 trong năm 2020. Chúng tôi cũng giả định KSB sẽ nâng công suất của 2 mỏ đá Phước Vĩnh và Tân Mỹ lần lượt lên 2,0 triệu m3 và 1.8 triệu m3 từ năm 2019 để bù đắp khi mỏ Tân Đông Hiệp đóng cửa.

	Đơn vị	2017F*	2018F	2019F	2020F	2021F
Sản lượng tiêu thụ	(nghìn m3)	4,334	4,312	4,312	3,611	3,492
<i>Tăng trưởng SL</i>	%	19.0%	-0.5%	0%	-16.3%	-3.3%
<i>Mỏ Tân Đông Hiệp</i>	(Nghìn m3)	2,200	2.156	2.156	1.078	
<i>Phước Vĩnh</i>	(Nghìn m3)	1,089	1,089	1,089	1.287	1.782
<i>Tân Mỹ</i>	(Nghìn m3)	1,045	1,045	1,045	1,235	1,710

CTCP Xây dựng và Khoáng sản Bình Dương (KSB)

Giá bán trung bình	VND/m3	192,875	210,853	229,355	229,428	219,654
Tổng Doanh thu	(Tỷ đồng)	987	1,084	1,180	1,035	981
Tăng trưởng DT	%	16.3%	10%	9%	-12%	-5%
LNST	(Tỷ đồng)	255.2	292.0	325.3	259.8	225.1
Tăng trưởng LNST	%	24%	14%	13%	-18%	-13%
EPS cơ bản dự kiến	VND	5.453	6,240	6,952	5,551	4,810

Lưu ý: Kết quả kinh doanh 2017F là kết quả kinh doanh cốt lõi chưa cộng thêm phần LN đột biến từ chuyển nhượng BDS Bình Đức Tiến

Nguồn: BSC Research

Kịch bản số 2. Trường hợp KSB không gia hạn thành công mỏ Tân Đông Hiệp. KSB sẽ chỉ có thêm hơn 1 triệu m3 đá nhờ vào việc cải tạo vách của KSB trong năm 2018. KSB sẽ phải nâng công suất 2 mỏ Phước Vĩnh và Tân Mỹ lần lượt lên 1.8 triệu m3 và 2 triệu m3 dựa theo trữ lượng mỏ còn lại của KSB từ năm 2018. Riêng về mỏ Tam lập hiện đang xin giấy phép khai thác nên chúng tôi không đưa vào phần định giá.

	Đơn vị	2017F*	2018F	2019F	2020F	2021F
Sản lượng tiêu thụ	(m3)	4,334	4,826	3,742	3,742	3,742
Tăng trưởng SL	%	19.0%	17%	-22%	-	-
Mỏ Tân Đông Hiệp	(Nghìn m3)	2,200	1,078	-	-	-
Phước Vĩnh	(Nghìn m3)	1,089	1,782	1,782	1,782	1,782
Tân Mỹ	(Nghìn m3)	1,045	1,960	1,960	1,960	1,960
Giá bán trung bình		192.875	185.557	180.622	198.684	218.553
Tổng Doanh thu	(Tỷ đồng)	987	1.079	866	950	1.031
Tăng trưởng DT	%	16.3%	9%	-20%	10%	9%
LNST	(Tỷ đồng)	255.2	245.7	171.8	199.6	228.5
Tăng trưởng LNST	%	24%	-4%	-30%	16%	14%
EPS cơ bản dự kiến	VND	5.453	5,248	3,672	4,265	4,883

Lưu ý: Kết quả kinh doanh 2017F là kết quả kinh doanh cốt lõi chưa cộng thêm phần LN đột biến từ chuyển nhượng BDS Bình Đức Tiến

Nguồn: BSC Research

Tỷ lệ chi phí bán hàng và QLDN/ DTT giảm nhẹ so với năm 2016 xuống mức 11.0% do KSB có khả năng tiết giảm phần nào chi phí quản lý doanh nghiệp khi quá trình tái cấu trúc đang được tiếp tục triển khai.

Với cả 2 kịch bản, chúng tôi dự báo doanh thu thuần cốt lõi 2017 dự báo đạt 988 tỷ đồng (+16% YoY). Lợi nhuận sau thuế cốt lõi đạt 255.2 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 4,507 đồng/cp (sau khi loại trừ 15% quỹ khen thưởng phúc lợi và thưởng 20% cho BLĐ nếu vượt kế hoạch). Với mức giá ngày 05/06/2017 là VND 53,000, KSB đang giao dịch tại mức P/E forward là 12x lần.

CTCP Xây dựng và Khoáng sản Bình Dương (KSB)

Kết quả kinh doanh Q1/2017 tiếp tục giữ đà tăng trưởng tốt. DTT Q1/2017 đạt 244.9 tỷ đồng (+33.8% YoY). BLNG Q1/17 cải thiện rõ rệt đạt 44% từ mức 37.6% trong Q1/16 do tối ưu hóa sản xuất. LNST Q1/17 đạt 61 tỷ đồng (+84.8% YoY) nhờ vào nhu cầu VLXD tăng nhanh, sản lượng khai thác tăng do mở rộng thêm công suất, công ty tiết kiệm chi phí.

Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro từ chính sách do đặc thù của việc xin gia hạn cấp phép khai thác đá phải đáp ứng khá nhiều yêu cầu từ bộ Tài Nguyên Môi Trường và chính phủ
- (2) Rủi ro giá đá giảm không như dự báo của chúng tôi trong các năm tiếp theo
- (3) Rủi ro tỷ lệ lấp đầy khu CN Đất Cuốc GĐ1 không như dự kiến.

Định giá**Định giá.**

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF để định giá cổ phiếu KSB cho năm 2017. Với giá hợp lý là **63,500 VND/cp.**

Giai đoạn 1 : Từ 2017 – 2021 : KSB tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ vào việc gia hạn mở đá Tân Đông Hiệp.

Giai đoạn 2 : Sau năm 2021 : Dòng tiền ổn định và tăng trưởng dài hạn ở mức 3%
Mức chiết khấu dòng tiền được tính theo ở mức 10.88% dựa trên các giả định:

	Giả định	Kết quả
Risk free – Trái phiếu chính phủ 5 năm	5yr	6,10%
MRP – lãi suất thị trường	Damodaran	8,43%
Beta : Mức trung bình ngành đá		0,53
Re		10,56%

Theo đó định giá FCFF như sau:

CTCP Xây dựng và Khoáng sản Bình Dương (KSB)

Hiện tại, KSB đang giao dịch ở mức 53,000 đồng/cp phù hợp với kịch bản không được

FCFF (VNDb)	2017	2018	2019	2020	2021
Lợi nhuận cho cổ đông	255	292	325	260	225
+ Khấu hao	21	25	29	33	37
+ Lãi vay (1-t)	-	-	-	-	-
- Thay đổi trong vốn lưu động	55	(23)	(26)	38	14
- Thay đổi trong vốn đầu tư TSCĐ	(89)	(98)	(106)	(93)	(88)
FCFF	242	196	223	237	187
5-yr PV of FCFF	219	161	165	159	113
Total FCFF	817				
Terminal value	2,553				
PV of terminal value	1,708				
Total PV of FCFF	2,525				
+ Tiền mặt	415				
Dòng tiền cho chủ sở hữu	2.940				
Số lượng cổ phiếu (triệu)	46,8				
Giá CP	62.823				

tiếp tục gia hạn mở Tân Đông Hiệp. Tuy nhiên mức giá này chưa phản ánh hết được tiềm năng tăng trưởng trong tương lai nếu như khả năng gia hạn mở Tân Đông Hiệp thêm 2 năm nữa.

Ngoài ra, năm 2017 ngoài doanh thu từ hoạt động cốt lõi, KSB còn có khả năng nhận thêm 32 tỷ LNST đột biến từ việc chuyển nhượng dự án Bình Đức Tiến, tương ứng với mức giá trị tại thời điểm hiện tại là 683.8 VND/cp.

Theo đó, giá hợp lý cho KSB trong trường hợp kịch bản tích cực được gia hạn mở và tiêu cực không được gia hạn mở lần lượt là 63,500VND, upside 19.8% và 54,000 VND, upside 2% (so với mức giá 53,000 đồng/cp ngày 06/06/2017)

Phụ lục 01: Bảng cân đối kế toán

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	354.29	634.56	712.28	814.78	880.97	916.39
Tiền và tương đương tiền	79.3	415.1	471.1	553.6	650.4	697.4
Hàng tồn kho	48.5	46.8	51.6	54.8	49.6	47.4
Phải thu khách hàng	217.6	162.3	178.2	194.0	170.2	161.3
Khác	8.9	10.4	11.4	12.4	10.9	10.3
Tài sản dài hạn	619.4	707.2	793.7	884.4	923.6	967.5
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-
Phải thu dài hạn	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Tài sản cố định ròng	128.8	196.8	269.2	346.1	406.3	128.8
Khác	122.7	142.6	156.6	170.4	149.5	122.7
Tổng tài sản	974	1,342	1,506	1,699	1,805	1,884
Nợ phải trả	364.5	383.8	396.3	404.6	390.6	385.3
Nợ ngắn hạn	100.5	119.8	132.3	140.6	126.6	121.3
Phải trả ngắn hạn	21.6	31.1	34.6	36.7	32.8	31.5
Vay ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
Khác	78.8	88.6	97.6	103.8	93.8	89.8
Nợ dài hạn	264.0	264.0	264.0	264.0	264.0	264.0
D. Vốn chủ sở hữu	609.2	958.0	1,109.7	1,294.6	1,414.0	1,498.7
Vốn chủ sở hữu	234,0	468,0	468,0	468,0	468,0	468,0
Tổng cộng nguồn vốn	974	1,342	1,506	1,699	1,805	1,884

Nguồn: BSC research

Phụ lục 02: Báo cáo kết quả kinh doanh

	2016	2017F*	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	849.8	1107.5	1,084.0	1,179.9	1,035.2	981.2
Giá vốn hàng bán	506.7	644.7	627.4	667.3	603.1	576.9
Lợi nhuận gộp	343,1	462.8	453,1	478,1	469,3	351,9
Chi phí bán hàng & QLDN	95,4	121.8	122,5	129,3	128,4	98,7
LN từ hoạt động kinh doanh	158.6	341	312.2	344.5	383.8	298.5
Doanh thu tài chính	7.0	3	17	19	23	27
Chi phí tài chính	-	-	-	-	-	-
Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	-	-	-	-	-	-
Lãi/ (lỗ) khác	15	15	15	15	15	15
Lợi nhuận trước thuế	258.3	359	365	407	325	281
Chi phí thuế thu nhập DN	57	72	73	81	65	56
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
LNST	205.8	287.2	292.0	325.3	259.8	225.1
EBITDA	270.8	373	370	413	332	288
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	8,793	5,983	6,240	6,952	5,551	4,810

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về Vĩ mô, ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và 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, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

