



## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG

### ▼ NỘI DUNG:

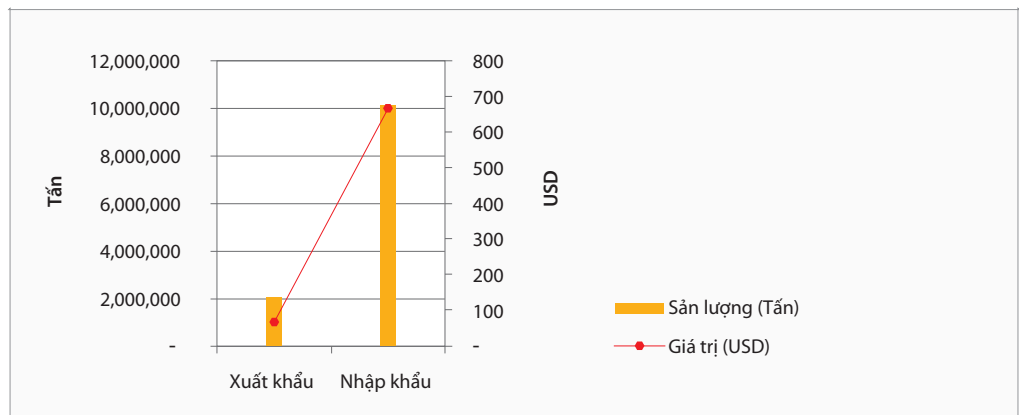
- ▶ Việt Nam được đánh giá là quốc gia có tiềm năng về khai khoáng nhưng giá trị khai thác và chế biến hiện vẫn còn thấp và chưa tương xứng
- ▶ Tốc độ tăng trưởng của ngành khá cao trong những năm qua, khi tình hình cấp mới thăm dò và khai thác luôn rất nóng
- ▶ Rủi ro chính của ngành đến từ những quy định và chính sách của Chính phủ. Rủi ro này càng nhân lên khi hiện là thời điểm nhạy cảm của dự thảo Luật khoáng sản mới. Ngoài này, ngành còn đối mặt với những rủi ro khác như biến động giá các sản phẩm khai khoáng, giá chi phí đầu vào, thời tiết...
- ▶ Triển vọng phát triển ngành khai khoáng thể hiện rõ qua nhu cầu lớn của thế giới cùng tiềm năng dồi dào và phân khúc tinh chế còn bỏ ngỏ tại Việt Nam
- ▶ Khảo sát giá các sản phẩm khai khoáng như kẽm, chì, titan, antimony, mangan... ta thấy hầu hết các sản phẩm đều tăng giá mạnh sau khủng hoảng 2008. Trong đó, antimony và titan là 2 khoáng sản có mức tăng giá nhanh và ấn tượng nhất.
- ▶ Những điểm nhấn của các cổ phiếu ngành khai khoáng: Các cổ phiếu khai khoáng luôn có mặt bằng giá cao và có khả năng giữ giá tốt so với thị trường. Bên cạnh đó, tốc độ tăng trưởng vượt bậc và một kế hoạch lợi nhuận đột biến trong những năm tới thu hút nhiều nhà đầu tư quan tâm. Ngoài ra, biên lợi nhuận cao nhất thị trường và một dòng tiền tương lai dồi dào cũng làm nên sự khác biệt và tính hấp dẫn của các cổ phiếu trong ngành.
- ▶ Cuối cùng là điểm qua cơ bản của KSS và HGM. KSS được biết đến như một trong những doanh nghiệp khai khoáng lớn nhất thị trường, có một kế hoạch đột biến trong 2010 và một mức độ biến động giá cao so với VN-Index. Trong khi đó, HGM là một đại diện độc quyền trong sản xuất antimony- một á kim có mức tăng giá ngoạn mục trong thời gian vừa qua.



## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG

Khai khoáng là một lĩnh vực hấp dẫn với biên lợi nhuận cực cao, khoảng trống phát triển còn lớn (đặc biệt là định hướng phát triển chú trọng hơn về công nghệ tinh chế). Hiện tại, Việt Nam mới dừng lại ở việc khai thác thô, công nghệ chế biến lạc hậu, công suất thấp và khá lãng phí, giá trị thặng dư mang lại chưa tương xứng với tiềm năng. Chính vì thiếu công nghệ tinh chế mà sản phẩm khai khoáng của Việt Nam hầu hết được xuất khẩu với giá rẻ. Điều này tạo ra nghịch lý vì nhu cầu nhập khẩu thép và kim loại của Việt Nam hiện đang rất cao. Theo báo cáo của Bộ công thương 2010, sản lượng nhập khẩu gấp gần 5 lần xuất khẩu, giá nhập khẩu gấp 10 lần giá xuất khẩu. Đây là cơ hội lớn cho những doanh nghiệp, tổ chức đi đầu trong công nghệ tinh chế, đưa giá tài nguyên về đúng giá trị, mang lại suất sinh lợi cao và triệt để hơn.

Biểu đồ:  
So sánh tổng sản lượng và giá trị  
khoáng sản xuất, nhập khẩu  
(USD/tấn)



(Nguồn: Bộ công thương 2010)

Việt Nam được đánh giá là Quốc gia có tiềm năng về khoáng sản với trên 5000 điểm mỏ và hơn 60 loại khoáng sản. Tuy nhiên, giá trị kinh tế ngành này mang lại chưa tương xứng với tiềm năng. Hầu hết sản phẩm sau khai thác, chế biến của Việt Nam đều ở dạng thô, chất lượng thấp, giá trị thương mại không cao và chủ yếu để xuất khẩu. Theo thống kê của Bộ công thương, năm 2009 Việt Nam xuất 2.14 triệu tấn quặng và khoáng sản, thu về chỉ 136 triệu USD (chiếm 1.6% tổng giá trị xuất khẩu khoáng sản bao gồm than đá và xăng dầu).



## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG

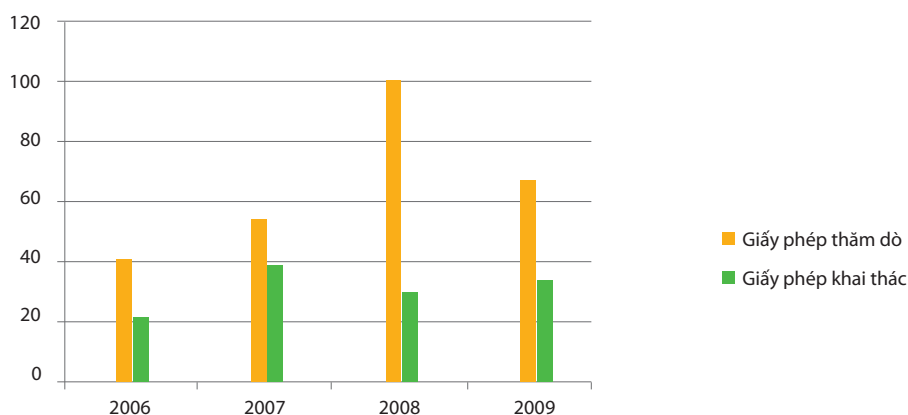
Công nghệ tinh chế kém cùng sự dễ dàng trong tiêu thụ sản phẩm ở thị trường thế giới đã đẩy Việt Nam vào nghịch lý. Trong lúc hầu hết sản phẩm khai khoáng đều được xuất khẩu thì ở khâu đầu vào, nhu cầu thép và các sản phẩm kim loại khác đang rất lớn. Theo Bộ công thương, năm 2009 Việt Nam đã nhập 9.63 triệu tấn thép và 549 ngàn tấn kim loại thường với tổng giá trị >6.8 tỷ USD.

Giá trị xuất khẩu thô của Việt Nam thấp hơn 5 lần so với giá trị nhập khẩu tinh chế. Để thấy rõ hơn nhược điểm của xuất khẩu thô và hiệu quả của tinh chế, titan là một ví dụ. Hiện tại, Việt Nam xuất khẩu chủ yếu xỉ titan với giá trị thấp, không tương xứng. Nhưng nếu áp dụng công nghệ mới sản xuất được Pigment từ quặng titan thì giá trị sản phẩm sẽ tăng thêm 10 lần, còn nếu sản xuất được titan kim loại thì giá trị sản phẩm sẽ tăng đến 80 lần. Như vậy, Việt Nam đang phát triển ngành khai khoáng chưa đúng với tiềm năng, giá trị của ngành sẽ cải thiện đáng kể nếu doanh nghiệp, nhà nước chú tâm hơn đến phân khúc sản xuất tinh chế với giá trị cao.

### ▼ TÌNH HÌNH THĂM DÒ, CẤP MỜI

Khai khoáng là một lĩnh vực hấp dẫn, do vậy rất nhiều tổ chức muốn được “chia sẻ miếng bánh” này. Cùng với đó, sự khuyến khích của chính phủ sau quyết định năm 2006 cũng tạo điều kiện cho ngành liên tục mở rộng.

Biểu đồ:  
Số lượng cấp phép thăm dò và  
khai thác của Bộ tài nguyên và  
môi trường.



(Nguồn: Cục địa chất và khoáng sản Việt Nam)



## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG

Quá trình khai thác mỏ bắt đầu từ giai đoạn phát hiện thân quặng đến khâu chiết tách khoáng sản và cuối cùng là trả lại hiện trạng của mặt đất gần với tự nhiên nhất gồm một số bước nhất định. Đầu tiên là phát hiện thân quặng, khâu này được tiến hành thông qua việc thăm dò để tìm kiếm và sau đó là xác định quy mô, vị trí và giá trị của thân quặng. Bước tiếp theo là nghiên cứu khả thi để đánh giá khả năng tài chính để đầu tư, kỹ thuật và rủi ro đầu tư của dự án. Sau đó là phát triển mỏ, tiến hành xây dựng các công trình phụ trợ và nhà máy xử lý. Kế đến là vận hành mỏ để thu hồi quặng và cuối cùng là hoàn thổ để làm cho đất của khu mỏ có thể được sử dụng vào mục đích khác trong tương lai.

Hiện có rất nhiều đối tượng được tham gia hoạt động khoáng sản, từ doanh nghiệp nhà nước, hợp tác xã, công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần đến công ty liên doanh nước ngoài... Số lượng các doanh nghiệp hoạt động lĩnh vực này cũng liên tục tăng qua các năm (tốc độ trung bình 21.7%/năm). Cùng với đó, việc cấp mới thăm dò và khai thác cũng đang rất nóng. Theo thống kê, Bộ Công nghiệp và Bộ Tài nguyên, môi trường đã cấp 928 giấy phép hoạt động khoáng sản trong 12 năm, từ 1996 đến 2008. Ủy ban nhân dân các tỉnh, thành phố đã cấp 3,495 giấy phép khai thác từ tháng 10/2005 đến tháng 8/2008.

### ▼ PHÂN TÍCH NHỮNG RỦI RO ĐẶC THÙ NGÀNH

- Quy định của ngành: Vì khoáng sản là tài nguyên quốc gia nên Luật Khoáng sản đưa ra những quy định nhằm quản lý chặt chẽ việc khai thác và chế biến khoáng sản để tránh lãng phí trong khai thác, tăng hiệu quả khai thác, chế biến và bảo vệ môi trường. Tuy nhiên, những quy định này đôi khi cũng gây những khó khăn cho các doanh nghiệp. Trước khi xin được giấy phép khai thác, doanh nghiệp phải thực hiện thăm dò để ra được báo cáo trữ lượng. Trong trường hợp doanh nghiệp không được cấp phép khai thác, doanh nghiệp sẽ bị tổn một khoản chi phí nhất định đối với công tác này. Thêm vào đó, yêu cầu về công nghệ khai thác cũng rất nghiêm ngặt, đầu tư ban đầu rất lớn. Do vậy, trong trường hợp khâu thăm dò không phản ánh đúng thực thể (số lượng và chất lượng kém hơn thực tế) thì doanh nghiệp gặp khó khăn.
- Rủi ro chính sách: những quy định về hạn chế hay khuyến khích khai thác khoáng sản (trong đó có thuế xuất khẩu) có ảnh hưởng rất lớn đến các doanh nghiệp trong ngành. Hiện, Quốc hội đang thảo luận về dự thảo luật khoáng sản mới, trong đó có nhắc đến việc đấu giá khai thác, phí cấp quyền khai thác, hạn chế cấp mới tràn lan của U.B.N.B Tỉnh, thành phố, nâng thuế tài nguyên... Đây là những rủi ro nổi cộm nhất cho các doanh nghiệp trong giai đoạn hiện nay.



## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG

Khoáng sản kim loại	Thuế suất cũ %	Thuế suất mới %
Sắt	7	10
Măng-gan	7	11
Ti-tan (titan)	7	11
Vàng	9	15
Đất hiếm	12	15
Bạch kim	7	10
Bạc, thiếc	7	10
Wolfram, antimoan	7	10
Chì, kẽm	7	10
Nhôm, bô-xít (bouxite)	7	12
Đồng, ni-ken (niken)	7	10
Coban, molipden, thủy ngân, magie, vanadi	7	10
Khoáng sản kim loại khác	5	10

*Bảng:*

*So sánh biểu mức thuế suất thuế  
tài nguyên mới so với cũ (áp  
dụng từ 1/7/2010)*

*(Nguồn: Luật khoáng sản và Nghị quyết Thường vụ QH 2010)*

- ▶ Giấy phép khai thác: Thời hạn khai thác mỏ của Công ty phụ thuộc vào chính sách quản lý và khai thác khoáng sản của Nhà nước trong từng thời kỳ. Ngoài ra nếu hoạt động khai thác mỏ của Công ty không đáp ứng được các yêu cầu kỹ thuật bắt buộc cũng có thể sẽ không được gia hạn giấy phép khai thác hoặc bị rút giấy phép trước thời hạn. Rủi ro này đặc biệt quan trọng các doanh nghiệp chỉ xin được giấy phép khai thác “tạm thu”.
- ▶ Biến động giá bán: Vì hầu hết sản phẩm khai khoáng tại Việt Nam phục vụ cho xuất khẩu nên giá cả trên thị trường thế giới có ảnh hưởng vô cùng lớn. Năm 2008, khủng hoảng kinh tế toàn cầu làm nhu cầu kim loại giảm mạnh, giá cả của các sản phẩm vì thế cũng giảm kỷ lục (3-4 lần). Trong thời kỳ này, các doanh nghiệp của ngành gặp vô cùng khó khăn, doanh thu không đủ bù đắp chi phí, nhiều trong số đó đã nghĩ đến việc phá sản.
- ▶ Biến động giá đầu vào: Nguyên liệu đầu vào chủ yếu của ngành khai khoáng là điện, than, xăng dầu... Trong bối cảnh, giá cả các nguyên liệu này có xu hướng tăng theo thời gian thì áp lực lợi nhuận của các công ty trong ngành sẽ lớn hơn.
- ▶ Thời tiết: Khai thác khoáng sản phụ thuộc rất nhiều vào sự biến động và thay đổi của điều kiện tự nhiên. Yếu tố thời tiết ảnh hưởng tương đối lớn đến sản lượng khai thác.



## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG

### ▼ TRIỂN VỌNG NGÀNH

- ▶ Nhu cầu các sản phẩm khai khoáng đang rất lớn: Khủng hoảng kinh tế toàn cầu đã đẩy giá kim loại cơ bản sụt giảm mạnh trong năm 2008. Sang năm 2009, cùng với sự khởi sắc của kinh tế, giá cả các kim loại cơ bản này cũng tăng trưởng mạnh mẽ, giá chì tại sàn giao dịch kim loại London đã tăng 145% so với 31/12/2008, giá kẽm tăng 111% so với 31/12/2008. Không dừng lại ở đó, các chuyên gia cho rằng “ngành sẽ còn tiếp tục phát triển”, nhu cầu rất lớn của Trung Quốc, Châu Âu... sẽ hỗ trợ giá các sản phẩm khai khoáng trong 2010 (giá kẽm năm 2010 có thể đạt trung bình 2,270 USD/tấn và cầu sẽ vượt cung khoảng 86,000 tấn).
- ▶ Thêm vào đó, miếng bánh khai khoáng ở Việt Nam có hạn, cá nhân, doanh nghiệp nào xin được giấy phép khai thác mỏ trước sẽ có những thuận lợi nhất định. Hiện, tình hình cấp mới thăm dò và khai thác đang diễn biến với tốc độ khá, chỉ trong 3 năm 2007 đến 2009, Bộ tài nguyên và môi trường đã cấp mới 223 giấy phép thăm dò và 104 giấy phép khai thác.
- ▶ Công nghệ khai thác và chế biến quặng, mỏ ở Việt Nam còn kém, hiệu suất còn thấp. Đây sẽ là cơ hội cho các doanh nghiệp đi đầu trong việc đầu tư công nghệ, nâng cao chất lượng sản phẩm, tăng giá trị gia tăng cho ngành. Hiện, Luật khoáng sản có yêu cầu kỹ thuật nghiêm ngặt hơn, vốn đầu tư ban đầu cho các doanh nghiệp khai khoáng lớn hơn dẫn đến việc khai thác tập trung hơn góp phần đẩy nhanh khối lượng và giá trị khai thác trong tương lai.
- ▶ Ngoài ra, trong quyết định năm 2006 của Chính phủ, quy hoạch phát triển ngành được khuyến khích, “hoạt động khai thác, chế biến quặng phải đáp ứng tối đa, kịp thời nhu cầu nguyên liệu khoáng với chất lượng phù hợp cho các nhà máy”. Còn trong quy định mới của Luật Khoáng sản áp dụng từ 1/7/2010, chính phủ đã giảm thuế xuất khẩu các sản phẩm sau tinh chế của titan như Inmenit hoàn nguyên, xỉ titan, rutile nhân tạo và rutile tổng hợp xuống còn 15% từ 18%. Động thái này phần nào thể hiện ưu ái của nhà nước trong việc khuyến khích chế biến và xuất khẩu tài nguyên sau tinh chế.
- ▶ Cuối cùng, các cổ phiếu trong ngành khai khoáng rất đáng quan tâm. Mặc dù đầu tư ban đầu lớn nhưng khi đi vào khai thác dòng tiền lại rất tốt. Trong trường hợp công ty nâng công suất khai thác lên tối đa thì doanh nghiệp có thể tạo lợi nhuận đột biến. Hơn nữa, quy mô công ty hoàn toàn có thể tăng theo thời gian, các doanh nghiệp có mối quan hệ tốt và tiềm lực mạnh thì việc giành quyền khai thác mỏ mới khá dễ dàng.



## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG

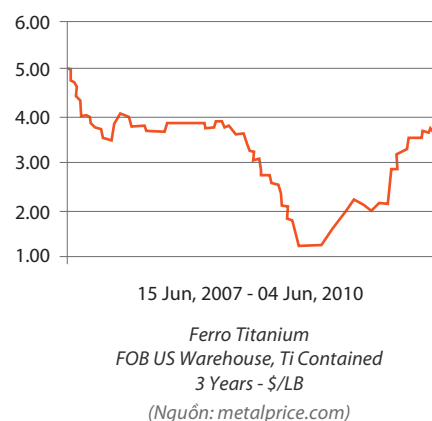
### ▼ DIỄN BIẾN GIÁ CÁC SẢN PHẨM KHAI KHOÁNG

Để đánh giá độ hấp dẫn các cổ phiếu trong ngành khai khoáng thì yếu tố đầu ra, tức giá bán và nhu cầu thế giới là cực kỳ quan trọng. Hiện, việc xuất khẩu khoáng sản khá dễ dàng do nhu cầu lớn tại Trung Quốc, do đó yếu tố lượng bán không đáng lo ngại, yếu tố còn lại- được xem là yếu tố quyết định mức độ hấp dẫn cổ phiếu trong ngành đến từ giá bán. Khảo sát giá cả các sản phẩm khai khoáng chủ yếu như kẽm, chì, titan, antimony, mangan... ta thấy hầu hết các sản phẩm đều tăng giá mạnh sau khủng hoảng 2008. Trong đó, antimony và titan là 2 khoáng sản có mức tăng giá nhanh và ấn tượng nhất.

**Kẽm, chì:** Biến động giá của kẽm và chì khá tương đồng nhau. Hai kim loại này đã giảm mạnh và tạo đáy trong khủng hoảng 2008 (giá kẽm tại đáy chỉ bằng khoảng 24% so với giá ở đỉnh 2006). Trong 2009, cùng với sự phục hồi của nền kinh tế, giá của kẽm và chì cũng tăng trở lại mạnh mẽ. Đến 2010, giá 2 kim loại này bắt đầu giảm trở lại, tính tới thời điểm này giá kẽm đã giảm >32%. Tuy nhiên, nhiều chuyên gia kỳ vọng đây chỉ là xu hướng điều chỉnh thứ cấp trong xu hướng tăng dài hạn.



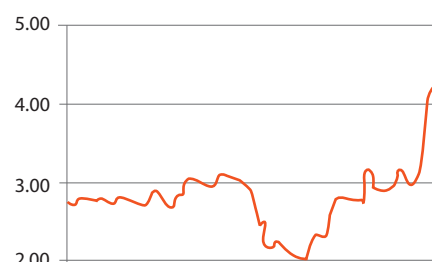
**Titan:** Quan sát biến động giá của titan, so sánh với kẽm, chì ta thấy: giá titan có độ trễ nhất định so với 2 kim loại trên. Titan cũng giảm giá mạnh trong kỳ suy thoái 2008, tạo đáy trong 2009 (giá ở đáy chỉ bằng 24% so với giá ở đỉnh vào 2007). Nửa cuối 2009, titan bắt đầu vào chu kỳ tăng với tốc độ rất mạnh (chỉ trong 1 năm giá Ferro Titanium tăng 3 lần). Hiện tại giá có xu hướng chững lại.





## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG

**Antimony:** ngoạn mục hơn tất cả các sản phẩm khai khoáng trên, antimony quay lại với đà tăng rất nhanh và rất mạnh. Hiện giá của á kim này đang ở mức cao nhất trong lịch sử (giá antimony đã tăng >2 lần so với đáy 2009, và cao hơn 35% so với đỉnh trước khủng hoảng)

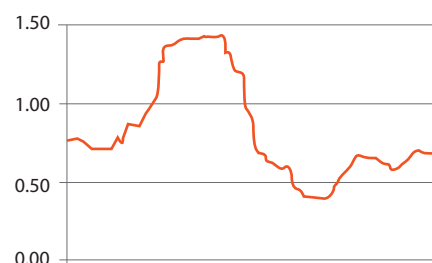


15 Jun, 2007 - 04 Jun, 2010

Antimony (Min 99.65% Sb)  
CIF U S Port  
3 Year - \$/LB

(Nguồn: metalprice.com)

**Mangan:** giá Manganese Ferro HC đang tăng trở lại sau khi tạo đáy vào giữa 2009. Tuy nhiên, tốc độ tăng khá chậm và dè dặt.



15 Jun, 2007 - 04 Jun, 2010

Manganese Ferro HC\*  
FOB North America  
3 Year - \$/LB

(Nguồn: metalprice.com)





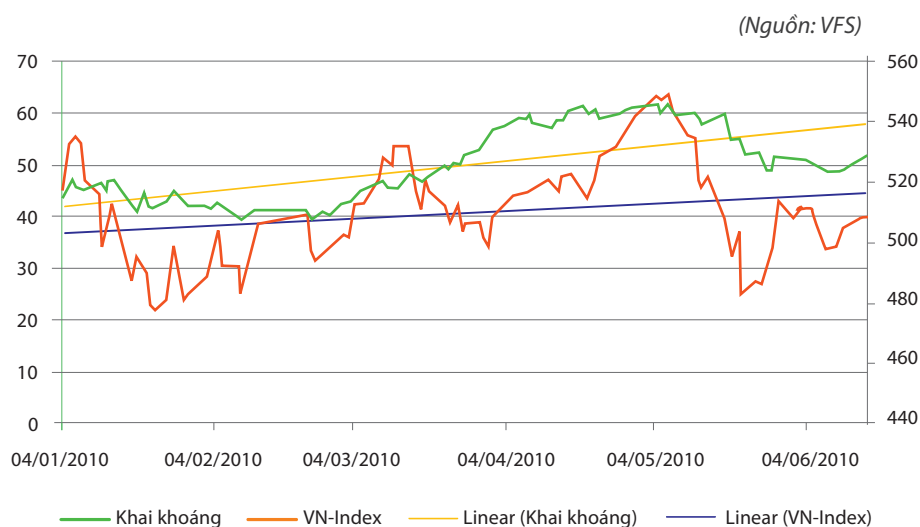
## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG

### ▼ MỘT SỐ ĐIỂM NHẤN CỦA CÁC CỔ PHIẾU NIÊM YẾT TRONG NGÀNH KHAI KHOÁNG

Các cổ phiếu khai khoáng luôn có mặt bằng giá cao và có khả năng giữ giá tốt so với thị trường. Bên cạnh đó, tốc độ tăng trưởng vượt bậc và một kế hoạch lợi nhuận đột biến trong những năm tới thu hút nhiều nhà đầu tư quan tâm. Ngoài ra, biên lợi nhuận cao nhất thị trường và một dòng tiền tương lai dồi dào cũng làm nên sự khác biệt và tính hấp dẫn của các cổ phiếu trong ngành.

### ▼ KHẢ NĂNG GIỮ GIÁ TỐT CỦA CÁC CỔ PHIẾU KHAI KHOÁNG

Biểu đồ:  
So sánh biến động giá cổ phiếu  
ngành khai khoáng và VN-Index



### ► Theo biểu đồ biến động giá từ đầu 2010 đến nay ở trên, ta thấy:

Xu hướng tăng giá cổ phiếu ngành khai khoáng mạnh hơn xu hướng chung của thị trường. Điều này được khẳng định bởi đường Linear (Khai khoáng) có độ dốc cao hơn đường Linear (VN-Index).

Các cổ phiếu ngành khai khoáng có biến động giá tích cực hơn hẳn so với toàn thị trường. Tính từ đầu năm, ngành khai khoáng đã tăng giá 20% trong khi đó VN-Index lại giảm giá 2%.

Mức độ chênh lệch giữa giá tối đa và giá tối thiểu trong kỳ nghiên cứu của các cổ phiếu khai khoáng rất cao (đến 58%) trong khi đó chỉ tiêu này của VN-Index chỉ là 15%.



## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG

Danh sách các cổ phiếu trong ngành

STT	Mã	Tên Cty	Beta	Giá trị vốn hóa (Tỷ đồng)	P/E 4Q	ROE	Công nợ/ Vốn CSH	+/- Giá tháng qua
1	BKC	KS Bắc Cạn	1.56	193.11	23.00	9.0%	43.3%	15.9%
2	KSH	KS Hà Nam	1.43	660.49	30.28	15.9%	45.3%	0%
3	KSS	Na Rì Hamico	1.35	802.40	26.48	20.1%	184.0%	1.5%
4	MIC	KS Quảng Nam	1.15	181.89	19.82	21.9%	61.2%	7.9%
5	MCV	CAVICO	1.04	355.80	27.62	6.1%	107.2%	13.9%
6	BMC	KS Bình Định	0.92	404.83	15.41	20.7%	24.4%	3.2%
7	MMC	KS Mangan	0.82	41.84	10.33	19.1%	89.5%	-39.6%
8	TNT	TAI NGUYEN CORP	0.70	317.05	140.71	2.5%	20.1%	29.5%
9	HGM	KS Hà Giang	0.47	582.00	25.31	25.4%	17.1%	1.4%
10	SQC	KS SG-QN	0.10	12,600.00	484.25	2.3%	13.6%	1.1%

(Nguồn: Stoxpro)

### ▼ VÌ SAO NHÀ ĐẦU TƯ LẠI CHẤP NHẬN MỘT MẶT BẰNG GIÁ KHÁ CAO CHO CÁC CỔ PHIẾU KHOÁNG SẢN?

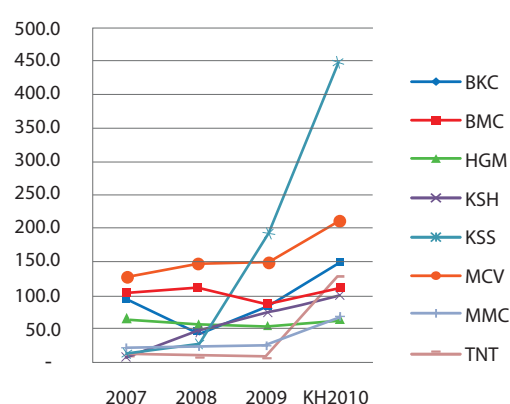
Nhìn vào biểu đồ giá của các cổ phiếu khai khoáng ở trên ta thấy giá trung bình của các cổ phiếu ngành này khá lớn. Đây là một đặc điểm rất đáng quan tâm. Hầu hết nhà đầu tư đầu tư vào các cổ phiếu khai khoáng đều hướng đến giá trị tương lai của doanh nghiệp. Trong giai đoạn đầu, việc xây dựng và đầu tư cơ bản khá lớn trong khi đó công suất khai thác chưa cao làm giá trị sinh lời trên mỗi cổ phiếu thấp. Nhưng bù lại tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp này rất lớn, khả năng đột biến rất cao. Thêm vào đó, khi hoạt động đi vào ổn định, biến phí nhỏ sẽ giúp doanh nghiệp có suất sinh lời rất lớn, dẫn đến dòng tiền rất dồi dào. Đây là cơ sở tiên quyết để nhà đầu tư chấp nhận trả một mức giá cao bất chấp EPS hiện tại của ngành khá thấp (cơ sở định giá theo DCF).



## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG

### ▼ TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG CAO VÀ MỘT KẾ HOẠCH KINH DOANH HẤP DẪN TRONG 2010

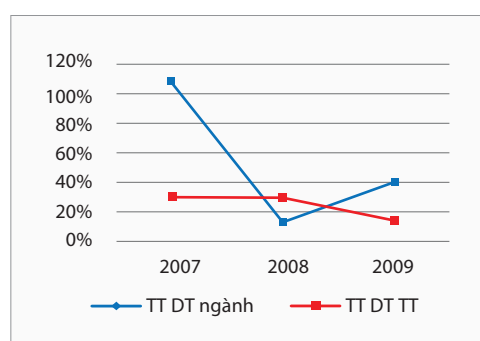
Các doanh nghiệp khai khoáng đã đặt kế hoạch doanh thu, lợi nhuận đột biến trong 2010. Trung bình doanh thu ngành tăng 91%, lợi nhuận tăng 92% trong 2010, cổ tức 20%/mệnh giá. Đây là mức khá cao và hấp dẫn trên thị trường. Có được kết quả này là nhờ hầu hết các công ty trong ngành nâng cao công suất khai thác hoặc được khai thác mỏ mới trong năm 2010, trong đó có nhiều mỏ có giá trị như vàng sa khoáng...



*Biểu đồ: LNST các năm và KHKD 2010*

(Nguồn: BCTC và Nghị quyết ĐHCĐ 2010)

Ngành khai khoáng có mức độ biến động doanh thu mạnh hơn so với trung bình thị trường. Thời kỳ phát triển nóng 2007, ngành đã tăng trưởng doanh thu >100%/năm (trung bình thị trường chỉ là 31%), nhưng đến kỳ suy thoái 2008, doanh thu chỉ còn tăng 11% (trung bình thị trường là 30%) và sau phục hồi kinh tế, 2009 doanh thu của ngành đã tăng 40% cao hơn rất nhiều so với trung bình thị trường (15%).

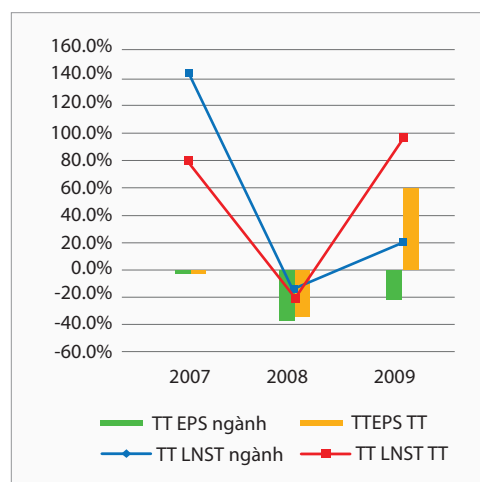


*Biểu đồ: tăng trưởng DTT*

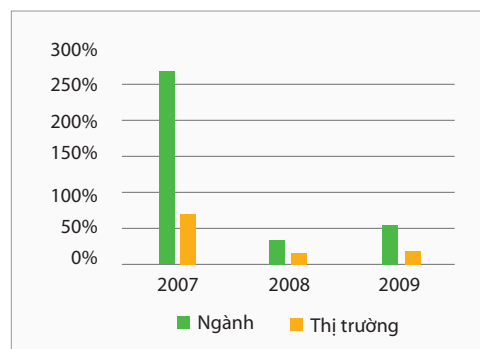


## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG

Tăng trưởng doanh thu khả quan nhưng mức tăng trong lợi nhuận và EPS lại không tương xứng. Vì năm 2008 và 2009 là những năm đánh dấu mức suy giảm vô cùng mạnh mẽ của giá kim loại trên toàn thế giới. Mức giảm đó đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành. Thêm vào đó, xuất phát của các công ty khai khoáng ban đầu khá thấp, quy mô tương đối nhỏ nên hiện tượng phát hành nâng vốn, tăng quy mô diễn ra rất ồ ạt, năm 2007 tăng >2.5 lần, năm 2009 tăng >55%, cao hơn rất nhiều so với mức trung bình thị trường (2009 chỉ là 21%). Điều này làm lợi nhuận không tăng kịp dẫn đến EPS có xu hướng giảm dần (năm 2009, EPS ngành khai khoáng chỉ là 1,983 đồng, trong khi đó EPS trung bình thị trường là 3,481 đồng).



*Biểu đồ: tăng trưởng LNST, EPS*



*Biểu đồ: tăng trưởng khối lượng CP lưu hành*

## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG



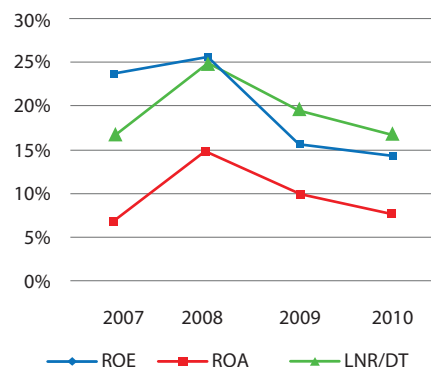
### BIÊN LỢI NHUẬN CAO NHẤT THỊ TRƯỜNG

Bảng hiệu quả sản xuất kinh doanh của ngành và toàn thị trường

	Trung bình ngành					Trung bình toàn thị trường			
	2006	2007	2008	2009		2006	2007	2008	2009
ROE	24%	26%	16%	14%		20%	17%	12%	19%
ROA	7%	15%	10%	8%		8%	8%	5%	8%
LNR/DT	17%	25%	20%	17%		8%	10%	6%	10%

Điểm nổi bật của ngành khai khoáng là suất sinh lời trên doanh thu khá lớn. So sánh số liệu này trong 4 năm gần nhất, ta thấy lợi nhuận ròng/doanh thu của ngành luôn cao vượt trội so với thị trường. Ngoài ra, dòng tiền tương lai của các cổ phiếu trong ngành cũng khá cao, thể hiện qua kế hoạch lợi nhuận đột biến những năm tới.

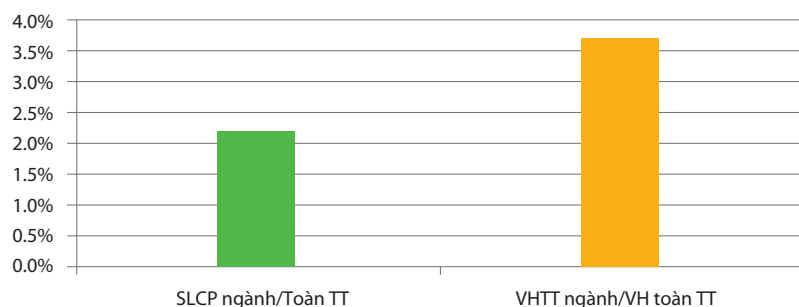
Tuy vậy, nhìn chung, hiệu quả hoạt động của ngành phục hồi chậm hơn thị trường, đây là hậu quả của đợt suy giảm giá kim loại mạnh trong 2008 và 2009.



Biểu đồ HQSXKD ngành khai khoáng



### MỨC ĐỘ ẢNH HƯỞNG CỦA NGÀNH KHAI KHOÁNG TRÊN THỊ TRƯỜNG



(Nguồn: VFS)

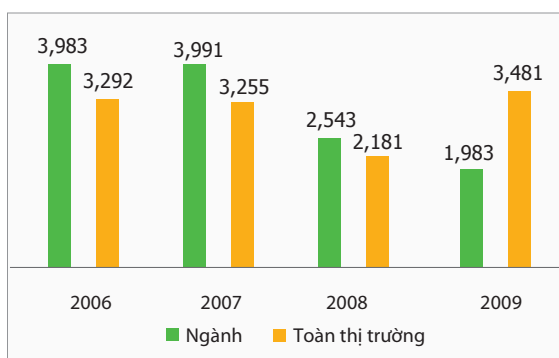
Biểu đồ quy mô ngành so với toàn thị trường

Quy mô ngành khai khoáng khá khiêm tốn so với thị trường, số lượng cổ phiếu trong ngành chỉ chiếm 2.2% toàn thị trường và vốn hóa thị trường chỉ chiếm 3.7% toàn thị trường.

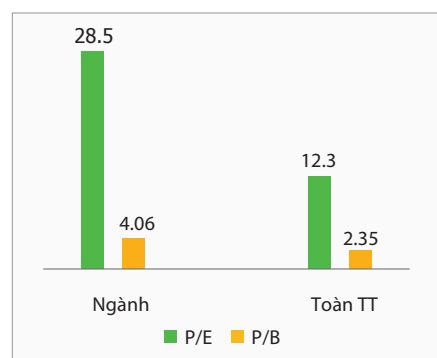


## CHUYÊN ĐỀ KHAI KHOÁNG

### ▼ MỨC ĐỘ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH KHAI KHOÁNG TRÊN THỊ TRƯỜNG



Biểu đồ: so sánh EPS qua các năm



Biểu đồ: so sánh P/E, P/B

Thu nhập trên mỗi cổ phần toàn ngành khai khoáng không phục hồi kịp sau khủng hoảng. Đây là mức thực hiện kém hơn rất nhiều so với toàn thị trường. Kết quả này một phần đến từ tăng trưởng lợi nhuận không cao trong 2009, phần khác đến từ kết quả nâng vốn liên tục làm cổ phiếu trong ngành bị loãng. Trong 2009, khối lượng cổ phiếu lưu hành của ngành tăng thêm >50% so với 2008, trong khi đó khối lượng lưu hành toàn thị trường chỉ tăng 21%. Cùng với EPS kém hơn so với thị trường, các chỉ số định giá cơ bản của ngành cũng tỏ ra ít hấp dẫn hơn toàn thị trường. Mức P/E ngành 2009 là 28.5 lần trong khi đó chỉ tiêu này của toàn thị trường chỉ là 12.3 lần, mức P/B ngành là 4.06 cao hơn khá nhiều so với mức P/B toàn thị trường (2.35 lần). Tuy nhiên, đây cũng là điều dễ hiểu vì các cổ phiếu trong ngành vừa mới trải qua quá trình đầu tư cơ bản lớn và liên tục nâng vốn. Dự kiến khi đi vào ổn định các chỉ số P/E và P/B sẽ cải thiện hơn.

### ▼ ĐẶC TRƯNG CƠ CẤU VỐN VÀ TÀI SẢN CỦA NGÀNH KHAI KHOÁNG

	Trung bình ngành				Trung bình toàn thị trường			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Tổng nợ/TTS	70%	43%	38%	47%	58%	53%	56%	58%
TS ngắn hạn/TTS	50%	57%	55%	57%	56%	59%	54%	54%

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn của ngành không có nhiều đặc biệt so với trung bình thị trường. Trước 2006, ngành khai khoáng có mức độ sử dụng nợ khá lớn nhưng những năm gần đây tổng nợ/tổng tài sản có dấu hiệu thấp hơn thị trường do hầu hết công ty niêm yết của ngành đều đã trải qua giai đoạn đầu tư cơ bản và đã liên tục nâng vốn những năm qua.



## KSS: TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN KHOÁNG SẢN NA RÌ HAMICO

### THÔNG TIN CHUNG

Tổng Công ty cổ phần Khoáng sản Na Rì Hamico (KSS) được thành lập năm 2004, ngày 16/10/2009 công ty chuyển đổi sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần. Hoạt động ban đầu của KSS chủ yếu là xây dựng, trong những năm gần đây Công ty đã mở rộng sang lĩnh vực khai khoáng. Hiện tại, hoạt động khai khoáng mang về doanh lợi chủ yếu cho công ty (năm 2009, doanh thu từ mảng này chiếm đến 79% tổng doanh thu của công ty).

Các sản phẩm khai khoáng chủ yếu của KSS là vàng sa khoáng, tinh quặng sắt, quặng Silic và các sản phẩm từ đá tảng.

### CƠ CẤU CỔ ĐỒNG

Nguyễn Văn Dĩnh	16.95%
Nguyễn Xuân Mai	4.92%
CTCP Tập đoàn KS Hamico	3.39%
Cổ đông nước ngoài	0.9%
Cổ đông khác	73.84%
<b>Tổng</b>	<b>100%</b>

(Báo cáo của KSS)

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Cổ tức dự kiến 2010	20%
EPS 4 quý (VND)	2,568
P/E	25.89
KLCP đang lưu hành	11,800,000
Giá 52 tuần (1000VND)	40.4 – 93
Giá ngày 29/6/2010 (VND)	66,500
Giá trị sổ sách(BV) 31/12/09_VND	12,642
P/B	5.21
KLGD BQ trong 30 Ngày	287,638
VHTT (tỷ VND)	784.7

### TĂNG TRƯỞNG

Chỉ tiêu	2008	2009
TT DTT	125%	667%
TT LNR	127%	1672%
TT EPS	65%	418%

### CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2007	2008	2009
<b>1.Chỉ số định giá cơ bản</b>			
EPS	301	496	2,568
BV	10,584	10,714	12,642
<b>2.Chỉ số nợ</b>			
Nợ/TTS	60.86%	56.71%	65%
NợNH/TN	95.0%	97.9%	74.2%
<b>3.Chỉ số thanh toán</b>			
CSTTNH	1.18	1.08	1.27
CSTTN	0.62	0.51	0.66
<b>4.Chỉ số về năng lực hoạt động</b>			
VQ/HTK	0.36	0.71	1.12
VQ/TTS	0.16	0.29	0.45
<b>5.Chỉ số hiệu quả hoạt động</b>			
LNR/DTT	7%	7%	16%
ROE	3%	5%	20%
ROA	1%	2%	7%

	Năm 2009	Q1/2010	Kế hoạch 2010	%TH/KH 10
DTT (Tr. VND)	190,840	196,943	445,800	44.18%
LNST (Tr. VND)	30,305	33,129	76,696	43.2%

### TIÊU ĐIỂM

Nhìn vào hiện trạng và tiến trình khai thác các mỏ quặng của KSS chúng ta dễ dàng nhận thấy khả năng đột biến trong 2010. Trong 2009, doanh thu khai khoáng của KSS chủ yếu đến từ quặng sắt và Silic. Hiện nay, công suất khai thác của các mỏ này vẫn khá tốt, dự kiến tiếp tục mang về doanh thu cao. Ngoài ra, từ quý 1/2010, KSS đã đưa vào vận hành 2 dây chuyền khai thác vàng sa khoáng, đến quý 2, KSS sẽ nâng con số này lên 5 dây chuyền, sang quý 3 KSS bắt đầu có doanh thu từ mỏ đá vôi trắng (dự kiến doanh thu 53 tỷ trong 2010) và mỏ Syenit Nephelin (doanh thu dự kiến 80 tỷ/năm). Với hiện trạng khai thác này, chúng tôi cho rằng doanh thu 2010 của KSS sẽ vượt kế hoạch trong NQ ĐHCĐ (445.8 tỷ đồng), có thể đạt 660 tỷ đồng.

Về chi phí, dự kiến chi phí sản xuất kinh doanh của KSS sẽ tăng trong 2010. Đặc biệt trong bối cảnh giá điện, than, xăng dầu, nhân công và thuế tài nguyên tăng (Theo Luật khoáng sản mới, từ 1/7/2010 tăng 3% thuế tài nguyên cho hầu hết các sản phẩm khai khoáng). Chi phí tăng sẽ làm giảm biên lợi nhuận của KSS, chúng tôi cho rằng lợi nhuận sau thuế của Công ty có thể đạt 89.34 tỷ đồng trong 2010.

Định giá: EPS (F) 2010 đã tính đến yếu tố pha loãng là 4,965 đồng, nếu P/E trung bình ngành cuối 2010 là 14.8 lần (cơ sở chọn P/E (F) 2010 là 14.8: lấy P/E ngành hiện tại chia tỷ số lợi nhuận sau thuế 2010 (E) so với 2009, = 28.5/1.92 = 14.8) thì mức giá hợp lý của KSS sẽ là 73,482 đồng. Để loại trừ yếu tố đột biến trong 2010 làm sai lệch kết quả định giá trên, chúng tôi sử dụng kết hợp những mô hình định giá khác như FCFE, FCFE và P/B theo tỷ lệ 60% thì giá hợp lý của KSS là 67,361 đồng. Hiện KSS được giao dịch với giá 66,500 đồng, thấp hơn giá được định. Với biên an toàn 20%, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể xem xét mua vào KSS ở mức <54,000 đồng.

Một vài yếu tố hỗ trợ cho triển vọng thu nhập của KSS: Cuối 2009, hàng tồn kho của KSS là 124.5 tỷ đồng. Trong quý 1, giá vốn hàng bán của công ty là 143.8 tỷ đồng. Đến cuối quý 1/2010, tồn kho vẫn khá cao, 135.9 tỷ đồng. Nếu Công ty tiếp tục giữ khả năng quay vòng hàng tồn kho tốt như quý 1 thì doanh thu quý 2 sẽ tiếp tục cao. Thêm vào đó, hầu hết các mỏ của KSS đều mới, đang trong thời kỳ tăng công suất và nhu cầu các sản phẩm khai khoáng tại Việt Nam và thế giới đều đang rất cao. Điều đó cho phép chúng ta kỳ vọng giá trị khai thác và tiêu thụ của KSS sẽ tốt trong thời gian tới.

Kế hoạch đầu tư của KSS: KSS sẽ tăng vốn thêm 105% và phát hành 300 tỷ Trái Phiếu Chuyển Đổi trong tháng tới, số vốn này được huy động để phục vụ một số dự án khổng lồ mà KSS đã thông qua như xây dựng nhà máy chế biến Bauxite Cao Bằng, tổng vốn đầu tư 1,450 tỷ đồng, đầu tư mỏ Syenit Nephelin, mỏ đá hoa cương, xây dựng Resort Ba Bể...

Cập nhật tình hình các mỏ, quặng lớn mà KSS đang khai thác:

Các mỏ, quặng KSS đang được khai thác có trữ lượng và quy mô lớn. Nhiều mỏ lớn trong số này được cấp phép bởi Bộ tài nguyên môi trường với thời gian khai thác khá dài và ổn định.

- ▶ Mỏ quặng sắt Pù Ổ, xã Quảng Bạch, huyện Chợ Đồn, tỉnh Bắc Kạn  
Trữ lượng: 836,927 tấn  
Công suất: 52,500 tấn/năm  
Thời gian khai thác: 17 năm 4 tháng (tính từ 2/5/2008)
- ▶ Mỏ quặng Silic, Bằng Lăng, xã Thượng Quan, huyện Ngân Sơn, tỉnh Bắc Kạn  
Trữ lượng: 1,089,900 tấn  
Công suất: 110,000 tấn/năm  
Thời gian khai thác: 5 năm (tính từ 1/2006), có thể xin gia hạn.
- ▶ Mỏ vàng sa khoáng Nà Làng, Lương Thượng, Na Rì, Bắc Kạn.  
Diện tích khai thác: 19.02 ha. Diện tích này có thể mở rộng  
Liên doanh cùng khoáng sản Hà Nam theo tỷ lệ KSS:KSH = 60:40.  
Dự kiến doanh thu 2010: 140.8 tỷ đồng



HGM: CTCP CƠ KHÍ VÀ KHOÁNG SẢN HÀ GIANG

THÔNG TIN CHUNG

Công ty Cơ khí và Khoáng sản Hà Giang (HGM), tiền thân là Xí nghiệp Cơ khí Hà Giang, được hợp nhất với Công ty Khai thác và Chế biến khoáng sản Hà Giang thành Công ty Cơ khí và Khai thác Khoáng sản Hà Giang. Năm 2006 Công ty Cơ khí và Khai thác Khoáng sản Hà Giang chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Cơ khí và Khoáng sản Hà Giang với vốn điều lệ 10 tỷ đồng. Đến nay vốn điều lệ của công ty đã tăng lên 60 tỷ đồng.

Hiện nay công ty là đơn vị duy nhất tại Việt Nam có thể khai thác và sản xuất sản phẩm Antimon ở quy mô Công nghiệp. Chất lượng của sản phẩm đạt tới 99,95% đảm bảo tiêu chuẩn xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản và thị trường Châu Âu.

CƠ CẤU CỔ ĐỒNG

Cổ đông nhà nước	48.79%
Quý Bản Việt	6%
Quản lý Quý Bản Việt	6%
Cổ đông nước ngoài	0%
Cổ đông khác	35.21%
Tổng	100%

(Báo cáo của HGM)

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Cổ tức dự kiến 2010	15%
EPS 4 quý (VND)	3,833
P/E	25.12
KLCP đang lưu hành	6,000,000
Giá 52 tuần (1000VND)	53.1-125
Giá ngày 29/6/2010 (VND)	96,300
Giá trị sổ sách(BV) 31/12/09_VND	14,436
P/B	6.38
KLGD BQ trong 30 Ngày	33,193
VHTT (tỷ VND)	577.8

TĂNG TRƯỞNG

Chỉ tiêu	2008	2009
TT DTT	-11%	-8%
TT LNR	-30%	-10%
TT EPS	-30%	-85%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2007	2008	2009
<b>1.Chỉ số định giá cơ bản</b>			
EPS	36,500	25,524	3,833
BV	59,881	75,919	14,436
<b>2.Chỉ số nợ</b>			
Nợ/TTS	33.6%	32.8%	15%
NợNH/TN	99.8%	99.5%	98.1%
<b>3.Chỉ số thanh toán</b>			
CSTTNH	2.67	2.81	6.43
CSTTN	2.54	2.60	5.81
<b>4.Chỉ số về năng lực hoạt động</b>			
VQ HTK	6.63	4.10	3.08
VQ TTS	0.70	0.50	0.49
<b>5.Chỉ số hiệu quả hoạt động</b>			
LNR/DTT	58%	45%	44%
ROE	61%	34%	25%
ROA	40%	23%	22%

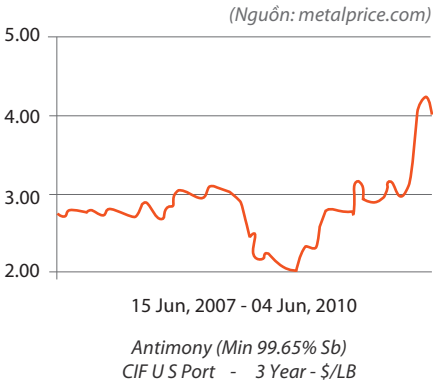
	Năm 2009	6T/2010	Kế hoạch 2010	%TH/KH 10
DTT (Tr. VND)	52,098	39,130	67,000	58.4%
LNTT (Tr. VND)	24,562	21,500	30,000	71.7%

TIỂU ĐIỂM

Kết quả hoạt động 6 tháng đầu năm của HGM khá tốt, doanh thu đã hoàn thành 58.4% kế hoạch, lợi nhuận hoàn thành 71.7% kế hoạch.

Giá antimony tăng đột biến từ cuối tháng 3 năm 2010, từ 6,600USD lên 9,800USD 13/5/2010, tương đương tăng 48%. Như vậy so với đáy 2009 thì giá antimony đã tăng >145% (từ 4000 USD lên 9,800 USD)

Biểu đồ: giá antimony trên thế giới 3 năm gần nhất



Nếu giả định trung bình giá Antimony trong năm 2010 tăng 40%, công suất tăng 10% so với 2009 thì doanh thu có thể đạt 80.2 tỷ đồng. Về chi phí, chủ yếu chi phí đến từ than 36%, dầu 14%, điện, lương và thuế tài nguyên. Dự ước tổng mức tăng chi phí trung bình là 17%. Vậy lợi nhuận sau thuế của HGM có thể đạt 46.1 tỷ, tương đương EPS (F) là 7,683 đồng. Nếu P/E (F) ngành là 14.8 lần thì mức giá hợp lý cuối năm 2010 là 113,700 đồng (cơ sở chọn P/E (F) 2010 là 14.8: lấy P/E ngành hiện tại chia tỷ số lợi nhuận sau thuế 2010 (E) so với 2009, = 28.5/1.92 = 14.8). Với biên an toàn 20%, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể xem xét mua vào HGM ở mức <91,000 đồng.

HGM hoạt động chủ yếu trong ngành khai thác khoáng sản xuất khẩu, lĩnh vực chịu rủi ro đặc thù từ chính sách Nhà nước trong việc hạn chế hay khuyến khích khai thác nguồn tài nguyên này. Theo dự luật khoáng sản mới, chính phủ đã nâng thuế tài nguyên cho khai thác antimony từ 7% lên 10%, điều này góp phần tăng chi phí cho HGM.

Hiện, HGM có lợi thế rất lớn khi là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam được phép khai thác và sản xuất Antimony, một á kim quý phục vụ sản xuất bán dẫn, cách điện... Ngoài ra, Công ty còn sản xuất chì, kẽm (chiếm >6% doanh thu).

Trong năm 2009, khủng hoảng kinh tế làm giá của Antimony cũng như những kim loại khác hạ nhiệt nhanh chóng. Chì và kẽm giảm từ hơn 3000 USD/tấn xuống còn 1000 USD/tấn, Antimony cũng giảm từ 6000 USD/tấn xuống còn 4000 USD/tấn. Điều này đã ảnh hưởng mạnh đến kết quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, bước sang 2010 giá của antimony đã tăng vô cùng nhanh chóng, tạo thuận lợi lớn cho HGM.

Cuối 2009, HGM đã phát hành cổ phiếu thưởng 1:5 tăng vốn điều lệ từ 10 tỷ lên 60 tỷ. Động thái này như một sự chia nhỏ cổ phiếu, làm thu nhập trên mỗi cổ phần giảm 85% trong năm 2009. Tuy nhiên, sự tăng vốn điều lệ này không làm thay đổi nhiều vốn chủ sở hữu và tổng tài sản, do vậy ROE, ROA vẫn được duy trì ở mức khá cao (25% và 22% so với ngành là 14% và 8%).

Một điểm sáng của HGM mà ít công ty nào có được đó là biên lợi nhuận rất lớn. Việc khai thác Antimony chiếm khá ít chi phí, trong khi đó sản phẩm lại được thị trường thế giới trả giá khá cao nên lợi nhuận ròng/doanh thu thường xuyên đạt >44% (cao nhất so với các công ty trong ngành).





*Ghi chú: Trong báo cáo chuyên đề ngành khai khoáng này, chúng tôi tập trung vào các công ty khai thác và chế biến các sản phẩm khoáng sản kim loại.*

#### ▼ DANH MỤC VIẾT TẮT

<b>DTT:</b>	doanh thu thuần
<b>LNR(LNST):</b>	lợi nhuận ròng (sau thuế)
<b>VĐL:</b>	vốn điều lệ
<b>KH:</b>	kế hoạch
<b>KLCPĐLH:</b>	khối lượng cổ phiếu đang lưu hành
<b>KLGDBQ:</b>	khối lượng giao dịch bình quân
<b>VHTT:</b>	vốn hóa thị trường
<b>TT:</b>	tăng trưởng
<b>TTS:</b>	Tổng tài sản
<b>TN:</b>	tổng nợ
<b>CSTTNH:</b>	chỉ số thanh toán ngắn hạn
<b>CSTTN:</b>	chỉ số thanh toán nhanh
<b>VQHTK:</b>	vòng quay hàng tồn kho
<b>VQTTS:</b>	vòng quay tổng tài sản
<b>BCTC:</b>	báo cáo tài chính
<b>ĐHCĐ:</b>	đại hội cổ đông
<b>HQSXKD:</b>	hiệu quả sản xuất kinh doanh

#### ▼ KHUYẾN CÁO

Sản phẩm này do Phòng Phân tích, Công ty cổ phần Chứng khoán Nhất Việt (VFS) tổng hợp từ những nguồn mà VFS tin cậy. Sản phẩm chỉ mang tính chất tham khảo, VFS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ rủi ro nào phát sinh do việc sử dụng sản phẩm này.

Phân tích và khuyến nghị trong sản phẩm là những nhận định chủ quan của riêng Phòng phân tích. Chúng tôi khuyến cáo nhà đầu tư nên kết hợp nhiều thông tin khác nhau trước khi ra quyết định đầu tư cuối cùng.

Thông tin trong sản phẩm thuộc bản quyền của VFS, nghiêm cấm bất kỳ hành vi sao chép nào mà chưa có sự đồng ý bằng văn bản của VFS.

Bộ phận Phân tích, Công ty Cổ phần Chứng khoán Nhất Việt.  
Lầu 3, 117-119 Nguyễn Du, phường Bến Thành, Quận 1, TP.HCM  
ĐT: 08-6255.6586  
Email: [analysis@vfs.com.vn](mailto:analysis@vfs.com.vn)  
Website: [www.vfs.com.vn](http://www.vfs.com.vn)