



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN
NGÂN HÀNG ĐT&PT VIỆT NAM

TẦNG 10, THÁP A, VINCOM
191 BÀ TRIỆU, HÀ NỘI

T: 04. 222 00 672

F: 04. 222 00 669

W: www.bsc.com.vn



GIỚI THIỆU CƠ HỘI ĐẦU TƯ VÀO CỔ PHIẾU CTCP CƠ KHÍ VÀ KHOÁNG SẢN HÀ GIANG

- ❖ Với lợi thế tuyệt đối về quyền khai thác những mỏ Antimon với trữ lượng lớn, HGM đang giữ vững vị thế là đơn vị khai thác và chế biến Antimon hàng đầu tại Việt Nam. Nguồn khoáng sản giàu có cùng với những diễn biến thuận lợi của giá Antimon cho phép doanh nghiệp kỳ vọng những kết quả kinh doanh khả quan trong nhiều năm tới
- ❖ Nguồn cung tiếp tục có dấu hiệu thắt chặt bởi chính sách dự trữ kim loại quý hiếm của Trung Quốc do những lo ngại cạn kiệt tài nguyên, khiến Antimon liên tục thiết lập kỷ lục mới về giá trong năm 2010. Hiện tại, giá Antimon đã chạm mốc 12,000 USD/tấn, tăng xấp xỉ 80% so với cùng thời điểm năm trước.
- ❖ Tình hình tài chính lành mạnh với nguồn tiền mặt dồi dào cho phép Công ty chủ động tự tài trợ cho các dự án đầu tư phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh và đảm bảo khả năng trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao.
- ❖ Doanh thu cả năm 2010 ước đạt gần 100 tỷ, tăng gần gấp đôi so với năm 2009; EPS ước đạt gần 10,000 đồng, tăng hơn 2.5 lần so với năm 2009.





GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Thông tin chung

CPLH hiện tại (triệu cp)	6.0
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	540
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	112
Sở hữu nước ngoài (%)	0%
EPS điều chỉnh_TTM (đ)	8,510

Thông tin giao dịch

Giá giao dịch hiện tại (đ/cp)	90.0
Khối lượng trung bình 10 ngày (cp)	1,200
Giá thấp nhất 52 tuần (đ)	52.3
Giá cao nhất 52 tuần (đ)	121.4
+/- 7 ngày qua	5.8%
+/- 1 tháng qua	4.7%
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	15%

Thông tin cơ bản

	2008	2009	9T.10
Doanh thu thuần (tỷ đ)	56	52	68
% tăng trưởng y-o-y	-26%	-8%	
Tổng tài sản (tỷ đ)	113	106	129
Vốn chủ sở hữu(tỷ đ)	73	87	112
Vốn điều lệ(tỷ đ)	10	60	60
CPLH bình quân(cp)		3	
LN sau thuế(tỷ đ)	26	23	40

% tăng trưởng y-o-y

EPS cơ bản (đ/cp)	7,973
EPS pha loãng (đ/cp)	25,524
Giá trị sổ sách (đ/cp)	72,595

Chỉ tiêu cơ bản

	2008	2009	9T.10
Cơ cấu vốn			
Vốn vay/VCSH	0.0	0.0	0.0
Tổng tài sản/VCSH	1.6	1.2	1.2
Cơ cấu tài sản			
TS ngắn hạn/ Tổng TS	0.9	0.9	0.9
TS dài hạn/Tổng TS	0.1	0.1	0.1

Khả năng thanh toán

Hệ số TT nhanh	2.4	4.6	6.8
Hệ số TT ngắn hạn	2.6	5.1	7.2

Năng lực HĐ (ngày)

Số ngày phải thu	190	229	129
Số ngày phải trả	89	119	69
Số ngày tồn kho	78	66	39

Khả năng sinh lời (%)

Lợi nhuận gộp biên	43%	44%	62%
ROS	45%	44%	58%
ROE	35%	27%	35%
ROA	23%	22%	31%

Chỉ tiêu định giá

	2008	2009	2010E
P/E bình quân		9.9	9.2
P/E cuối kỳ		9.9	9.2
P/E ngành (cuối kỳ)		17.3	
P/B (cuối kỳ)		4.5	
P/B ngành		3.1	

TÊN CÔNG TY

- Tên công ty: CTCP Cơ khí và Khoáng sản Hà Giang
- Tên tiếng Anh: Ha Giang Mineral Mechanics JSC
- Tên viết tắt: HGM

THÔNG TIN CƠ BẢN

- Địa chỉ: Số 390 Nguyễn Trãi, thị xã Hà Giang, tỉnh Hà Giang
- Tel: +84 (219) 386-6708 - Fax: +84 (219) 386-7068
- Website: <http://www.hgm.vn>
- Vốn điều lệ: 60 tỷ đồng
- Ngành nghề kinh doanh: Tổ chức thăm dò, khai thác, chế biến và xuất khẩu khoáng sản.

SẢN PHẨM

Sản phẩm chủ chốt của HGM là Antimon kim loại mang nhãn hiệu A-H.

VỊ THẾ CỦA HGM TRONG NGÀNH

- HGM là đơn vị khai thác và chế biến Antimon hàng đầu tại Việt Nam. Chất lượng sản phẩm đạt tới 99.95% tinh chất, đảm bảo tiêu chuẩn xuất khẩu sang các thị trường Nhật Bản và châu Âu.

QUY TRÌNH SẢN XUẤT CỦA HGM

- Khai thác → Tuyển khô và Phân cấp quặng → Thiêu kết thành bột ôxit → Tinh luyện → Thành phẩm Kim loại Antimon

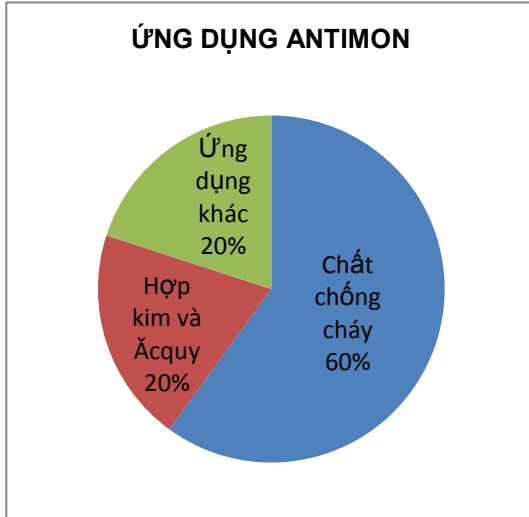
CHÍNH SÁCH THUẾ ÁP DỤNG ĐỐI VỚI SẢN PHẨM ANTIMON CỦA HGM

Loại thuế	Thuế suất
Thuế tài nguyên	7%
Thuế xuất khẩu	5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	10%



1. ĐÁNH GIÁ CUNG - CẦU ANTIMON TRÊN THỊ TRƯỜNG THẾ GIỚI

1.1. CẦU ANTIMON



Nguồn: Roskill Information Services

- **Sơ lược về Antimon:** Quặng Antimon là một khoáng sản không tái tạo. Tuy thường được gọi là kim loại, thực chất Antimon là một á kim với những tính chất hóa học hỗn hợp giữa kim loại và phi kim. Không như kim loại, Antimon dẫn nhiệt và điện kém, không có tính uốn dẻo mà cứng, giòn, và có thể nghiền thành bột. Do đó, Antimon thường không được sử dụng trực tiếp như một kim loại mà được sử dụng như một thành phần của hợp kim chì, thiếc.
- **Ứng dụng và tiêu thụ:** Antimon được sử dụng ở ba dạng phổ biến là Antimon trioxide, hợp kim chì Antimon, và Sodium Antimonate.

TT	Trạng thái	Ứng dụng chủ chốt	Ngành công nghiệp
1	Antimon trioxide	Chất chống cháy	CN điện và thiết bị điện CN nhựa CN xây dựng CN sản xuất dây và cáp cách nhiệt
2	Antimonial lead alloys	Ắc quy	CN giao thông và viễn thông
3	Sodium antimonite	- Kính chuyên dụng - Nhuộm màu	CN gốm sứ, kính

Trong nhiều ứng dụng, Antimon được sử dụng rộng rãi nhất trong sản xuất chất chống cháy. Theo thống kê, chất chống cháy chiếm 60% ứng dụng của Antimon nguyên khai và 90% ứng dụng của Antimon trioxide. Những quy định phòng chống cháy ngày một khắt khe trong khi nhu cầu về nhựa và các sản phẩm IT tăng nhanh khiến nhu cầu đối với chất chống cháy ngày càng cao. Riêng ở thị trường Mỹ, ước tính nhu cầu về chất chống cháy sẽ tăng 2.7% mỗi năm.

Những ngành công nghiệp ứng dụng nhiều nhất đều là những ngành kinh tế cơ bản của nền kinh tế, như công nghiệp xây dựng, công nghiệp điện và thiết bị điện, công nghiệp giao thông và viễn thông, v.v. Sự tăng trưởng mạnh mẽ của những ngành này tạo ra nhu cầu tiêu thụ bền vững đối với các ứng dụng Antimon.

1.2. CUNG ANTIMON

Quốc gia	Dự trữ		Dự trữ cơ sở	
	Tấn	Tỷ trọng	Tấn	Tỷ trọng
Thế giới	2,114,000	100%	4,310,000	100%
Trung Quốc	790,000	37%	2,400,000	56%
Thái Lan	420,000	20%	450,000	10%
Nga	350,000	17%	370,000	9%
Bolivia	310,000	15%	320,000	7%
Nam Phi	44,000	2%	200,000	5%
Tajikistan	50,000	2%	150,000	3%
Mỹ	80,000	4%	90,000	2%
Khác	70,000	3%	330,000	8%

Nguồn: U.S.Geological Survey

Theo thống kê của U.S.Geological Survey năm 2009, dự trữ cơ sở (reserve base) của Antimon trên toàn trái đất là hơn 4.3 triệu tấn, tập trung chủ yếu ở Trung Quốc (56%), Thái Lan (10%), Nga (9%), Bolivia (7%) và Nam Phi (5%).

Đứng đầu về dự trữ cơ sở, Trung Quốc cũng là nước sản xuất Antimon lớn nhất thế giới, với sản lượng hàng năm đạt trung bình 88% tổng sản lượng Antimon toàn thế giới, dẫn đầu tuyệt đối so với các nước sản xuất khác như Nam Phi (3%), Nga (2%) và Bolivia (2%).

Do đó, **Trung Quốc giữ vai trò chi phối đối với ngành công nghiệp Antimon.** Những thay đổi trong chính sách và tình hình sản xuất của Trung Quốc có ảnh hưởng trực tiếp đến giá Antimon thế giới.

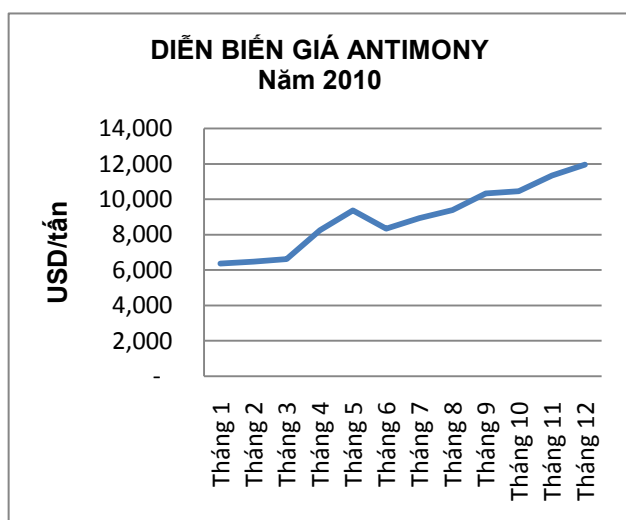


	Sản lượng (tấn)									
Quốc gia	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Trung bình	Tỷ trọng
Thế giới	151,000	147,800	81,600	113,100	137,400	134,040	169,400	196,800	141,393	100%
Trung Quốc	135,000	130,000	70,000	100,000	120,000	110,000	150,000	180,000	124,375	88%
Nam Phi	3,900	5,800	5,300	5,300	3,000	6,000	4,400	2,800	4,563	3%
Bolivia	2,000	2,000	2,300	3,000	3,100	6,600	5,500	3,500	3,500	2%
Nga	4,500	5,000			1,000	3,500	3,500	3,500	3,500	2%
Tajikistan	2,500	3,000	1,800	2,000	5,000	2,000	2,000	2,000	2,538	2%
Thái Lan					2,000	940			1,470	1%
Khác	3,100	2,000	2,200	2,800	3,300	5,000	4,000	5,000	3,425	2%

Nguồn: U.S.Geological Survey

- Nhân tố chủ quan làm tăng giá Antimony: Trung Quốc chủ trương thắt chặt sản lượng: Lo ngại dự trữ các loại kim loại quý hiếm sẽ nhanh chóng cạn kiệt và những tác hại môi trường do hoạt động khai thác khoáng sản ồ ạt gây ra, Trung Quốc đã có kế hoạch thiết lập dự trữ chiến lược quốc gia đối với 10 loại kim loại quý, trong đó có Antimon và mạnh tay cắt giảm hoạt động khai thác, chế biến Antimon.
 - Hạn chế sản xuất thông qua hạn ngạch xuất khẩu: Trung Quốc đã giới hạn sản lượng Antimon ở mức 100,000 tấn cho năm 2010, giảm 44% so với năm 2008 (năm gần nhất có số liệu thống kê), và giảm 20% so với sản lượng trung bình trong thập kỷ. Sản lượng Antimon sẽ chủ yếu phục vụ nhu cầu tiêu thụ nội địa hơn là xuất khẩu ra thế giới.
 - Mạnh tay đóng cửa nhiều nhà máy: Trung Quốc đã đóng cửa khoảng 100 nhà máy luyện Antimon ở thành phố Lengshuijiang, tỉnh Hồ Nam trong tháng 3/2010 nhằm ngăn chặn tình trạng khai thác lậu và giảm ô nhiễm môi trường. Sản lượng Antimon của Hồ Nam chiếm khoảng 80% sản lượng toàn Trung Quốc, do đó việc đóng cửa các nhà máy ở đây khiến nguồn cung Antimon giảm mạnh.
- Nhân tố khách quan: Thời tiết hạn hán, lũ lụt trong quý I và quý II cản trở việc khai thác, sản xuất và vận chuyển Antimon ở Trung Quốc và một số quốc gia sản xuất chính.

1.3. XU HƯỚNG GIÁ ANTIMON



Nguồn: Bloomberg

Theo đánh giá của chúng tôi, với cầu tiêu thụ khá ổn định, được hỗ trợ bởi những ngành công nghiệp chủ chốt của nền kinh tế, trong khi nguồn cung bị thắt chặt tương đối sẽ là những nhân tố cơ bản thúc đẩy giá Antimony tiếp tục tăng và giữ ổn định ở nền giá cao trong thời gian tới.

Giả sử giá antimony thế giới được giữ ổn định ở mức gần 12,000 USD/tấn trong tháng 12/2010 thì mức giá bình quân của Antimony thế giới trong năm 2010 sẽ đạt mức trên 9,000 USD/tấn và trong năm 2011, giá antimony sẽ tăng không thấp hơn 20% so với mức bình quân của năm 2010.



2. THÔNG TIN VỀ MỎ

2.1. MỎ ANTIMON MẬU DUỆ

- **Thân quặng II:**
 - Giấy phép khai thác số 3910/QĐ/ĐCKS do Bộ Công nghiệp cấp ngày 27/12/1996
 - Trữ lượng: 371,818 tấn quặng
 - Tổng sản lượng ước tính: 36,000 tấn kim loại Antimon 99.95%
 - Thời hạn khai thác: 30 năm
 - Thời gian bắt đầu khai thác: Tháng 12/2002
 - Công suất theo giấy phép: 10,500 tấn/năm
 - Công suất thực tế: 60-70%
- **Thân quặng I và III:** là diện tích đất thuộc quyền quản lý của Công ty nên HGM có thể chủ động tiến hành thăm dò mà không cần xin giấy phép thăm dò. Theo ước đoán, thân quặng I và III có trữ lượng và chất lượng tương đương thân quặng II. *HGM đang độc quyền khai thác mỏ Antimon lớn nhất tại Việt Nam, với trữ lượng của cả 3 thân quặng đủ cho việc khai thác lâu dài.*

2.2. MỎ ANTIMON BÓ MỚI - THÂM TIỀNG

Dự án thăm dò mỏ Bó Mới - Thâm Tiềng: theo quy hoạch của Thủ tướng Chính phủ, khu vực mỏ Bó Mới sẽ thuộc khu Công nghiệp Mậu Duệ. Dự án hiện đã được cấp giấy phép (theo Quyết định số 1033/GP-BTNMT ngày 11/6/2010 của Bộ Tài nguyên & Môi trường) thăm dò với diện tích 257 ha. Thời gian thăm dò cấp phép dự kiến là 24 tháng, với tổng chi phí dự kiến khoảng 27 tỷ đồng.

Việc thăm dò mỏ Bó Mới là tiền đề để Công ty tăng cường trữ lượng có thể khai thác, mở rộng năng lực sản xuất, chế biến Antimon.

3. RỦI RO

a. Rủi ro đầu vào

- **Rủi ro về thời tiết:** Hoạt động sản xuất của Công ty chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi yếu tố thời tiết, nhất là mưa nhiều sẽ làm gián đoạn hoạt động khai thác. Sản lượng thường sụt giảm đáng kể vào mùa mưa (từ tháng 7 đến tháng 9).
- **Rủi ro về nguồn nhiên liệu đầu vào:** Quá trình chế biến Antimon sử dụng nguồn nhiên liệu than cốc, chủ yếu nhập khẩu từ Trung Quốc. Với chính sách hạn chế xuất khẩu tài nguyên của Trung Quốc khiến nguồn than nhập khẩu có thể kém ổn định. Tuy nhiên, HGM đã thử nghiệm thành công và đưa vào sử dụng nguồn than Antraxit nội địa để thay thế một phần than cốc và tiến tới có thể thay thế hoàn toàn than cốc nhập khẩu. Vì vậy, rủi ro này sẽ không lớn về trung và dài hạn.

b. Rủi ro đầu ra

- **Rủi ro giá:** Yếu tố lớn nhất quyết định đến doanh thu và lợi nhuận của HGM là giá Antimon. Do đó, những diễn biến trái chiều của giá Antimon sẽ tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của Công ty.
- **Rủi ro chính sách:** tuy hiện Antimon không chịu sự hạn chế về xuất khẩu do là sản phẩm xuất khẩu là tinh chế, chỉ chịu mức thuế suất là 5% từ 1/1/2010. Tuy nhiên, là một loại tài nguyên quý hiếm, không thể tái tạo, không loại trừ khả năng Chính phủ sẽ có chính sách hạn chế xuất khẩu đối với Antimon để bảo tồn và ngăn chặn tình trạng “chảy máu tài nguyên” trong tương lai.



4. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

4.1. NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG TỚI DOANH THU

4.1.1 Giá antimon:

- **Hưởng lợi từ giá thế giới:** Như đã phân tích ở phần trên, do bị chi phối từ những động thái, chính sách thắt chặt nguồn cung của Trung Quốc, giá Antimon đang diễn biến khá tích cực. Là đơn vị chấp nhận giá theo thế giới, HGM được hưởng lợi từ xu hướng này.
- **Cơ sở khách hàng bền vững:** Khách hàng chính đến từ Nhật Bản. Do Công ty đã thiết lập được quan hệ bạn hàng lâu năm với đối tác, tạo được uy tín về chất lượng cũng như tiến độ cung cấp hàng ổn định, sản phẩm của HGM thường được hưởng một khoản chênh cao hơn với giá tham chiếu tại London Metal Exchange (khoảng 40 USD/tấn).
- **Tỷ giá diễn biến thuận lợi:** Giá bán Antimon được xác định theo đồng USD. Tuy nhiên, HGM nhận thanh toán bằng VND theo tỷ giá liên ngân hàng. Song, xu hướng trượt giá của VND so với USD cho phép HGM có một khoản doanh thu tài chính từ chênh lệch tỷ giá.

4.1.2 Sản lượng: Hoạt động sản xuất của HGM mang tính ổn định cao

- **Trữ lượng:** HGM đang tập trung khai thác Thân II mỏ Mậu Duệ với trữ lượng khá dồi dào. Theo ước tính, trữ lượng còn lại của Thân II này đủ cho HGM khai thác trong vòng hơn 30 năm nữa với công suất khai thác ghi trong giấy phép, và khoảng 50 năm nữa với công suất khai thác thực tế. Ngoài ra, HGM còn sở hữu quyền khai thác Thân I và III mỏ Mậu Duệ, với trữ lượng được đánh giá là tương đương với Thân II. Mỏ Bó Mới đang trong quá trình thăm dò cũng sẽ bổ sung vào nguồn trữ lượng thuộc quyền khai thác của Công ty. *Như vậy, trữ lượng thuộc sở hữu của HGM đảm bảo cho công ty khai thác trong nhiều thập kỷ tới.*

• Công suất:

Công suất khai thác: Công suất khai thác theo giấy phép là 10,500 tấn quặng/năm. Tuy nhiên, với mục tiêu chú trọng tính hợp lý và đảm bảo sự ổn định trong việc khai thác hơn là khai thác ồ ạt, nên trên thực tế HGM chỉ đang khai thác khoảng 60% công suất được cấp phép nên còn nhiều “room” để tăng công suất.

Công suất chế biến: Công suất thiết kế của xưởng tinh luyện là 1000 tấn kim loại/năm, tương đương với xử lý 10,500 tấn quặng/năm. Sản lượng khai thác hiện tại mới sử dụng khoảng 60-70% công suất.

- **Tính mùa vụ:** Đặc trưng của ngành khoáng sản nói chung và Antimon nói riêng là phụ thuộc vào thời tiết, do đó sản lượng khai thác thường bị sụt giảm trong mùa mưa. Tuy nhiên, cần chú ý là có sự phân biệt giữa sản lượng khai thác và xuất khẩu. Tuy sản lượng sản xuất có thể sụt giảm trong mùa mưa nhưng Công ty vẫn có thể đảm bảo được sản lượng xuất khẩu nhờ tăng dự trữ hàng tồn kho. Riêng trong năm 2010, thời tiết mưa ít hơn so với mọi năm, do đó hoạt động khai thác sản xuất của Công ty không bị ảnh hưởng nhiều.
- **Không bị hạn chế xuất khẩu:** Do Antimon Hà Giang là sản phẩm đã qua chế biến với hàm lượng tinh đạt trên 99.65% nên không chịu sự hạn chế về xuất khẩu.

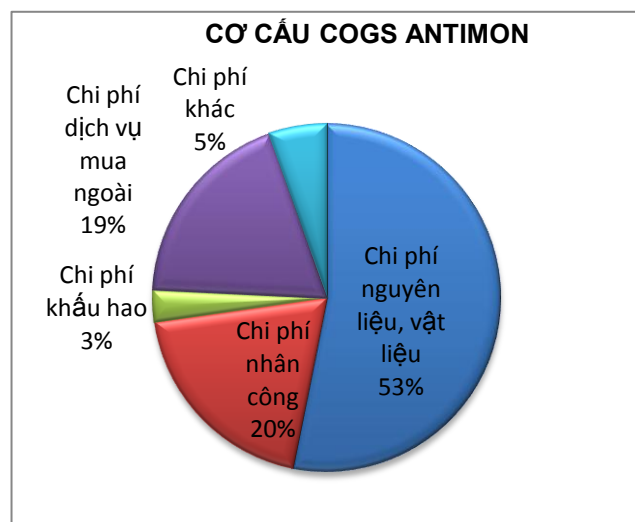
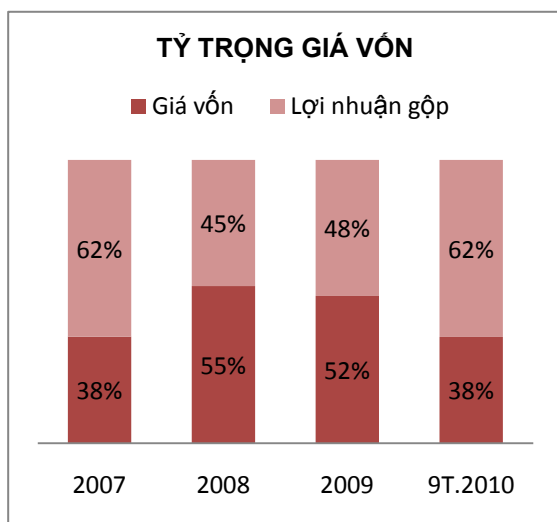
4.2. CƠ CẤU CHI PHÍ GIA VỐN HÀNG BÁN (COGS)

COGS antimony của HGM trung bình khoảng 3.000 USD/tấn và được dự báo sẽ ít biến động trong những năm tới.

Antimon HGM có COGS tương đối thấp. Nguyên nhân là do các chi phí như thăm dò, bóc lớp đất đá trước khi khai thác Thân II phát sinh trong giai đoạn HGM là công ty thuộc sở hữu Nhà nước và đã được phân bổ đáng kể trước khi cổ phần

hóa, phần chi phí còn lại phân bổ vào giá vốn trong giai đoạn sau cổ phần hóa không đáng kể. Trong khi đó, đối với một doanh nghiệp mở thông thường thì chi phí thăm dò, bóc lớp đất đá ban đầu... là chi phí chủ yếu trong giá vốn.

Nhờ lợi thế này, HGM đạt được mức lợi nhuận gộp khá cao, kể cả trong thời kỳ khủng hoảng 2008, 2009. Trong giai đoạn kinh tế tăng trưởng, COGS chỉ bằng 38% doanh thu, nên mức lợi nhuận gộp biên được xem là cao nhất trong các ngành (62%).



5. ĐÁNH GIÁ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

So sánh quy mô (LFY)

ĐVT: Tỷ đồng		MMC	BMC	KSS
So sánh	HGM	MMC	BMC	KSS
Doanh thu	52.1	24.8	87.3	190.8
Tổng tài sản	106.1	37.7	151.9	428.1
Vốn chủ sở hữu	86.6	22.6	120.2	149.2
Giá trị vốn hóa	540.0	66.4	223.1	604.8

Nguồn: BSC tổng hợp

So sánh tình hình tài chính

	HGM	MMC	BMC	KSS
Hiệu quả sử dụng tài sản (LFY)				
ROE	26.6%	16.0%	18.0%	20.3%
ROA	21.7%	9.6%	14.2%	7.1%
ROIC	26.6%	16.0%	16.5%	14.2%
Sales/Asset	0.49	0.66	0.57	0.45

Khả năng sinh lời (LFY)

	HGM	MMC	BMC	KSS
Tỷ suất LN gộp	44.2%	37.4%	40.8%	26.7%
Operating Margin	46.8%	15.9%	29.3%	19.2%
Tỷ suất LN ròng	44.1%	14.6%	24.8%	15.9%

Đòn bẩy tài chính (LFY)

	HGM	MMC	BMC	KSS
Tài sản/Vốn CSH	1.22	1.67	1.26	2.87

Nguồn: BSC tổng hợp

5.1. So sánh ngang: giữa HGM và các doanh nghiệp khoáng sản kim loại khác (năm 2009)

5.1.1. Quy mô

HGM có quy mô thuộc loại nhỏ và trung bình so với các doanh nghiệp khoáng sản kim loại xét về doanh thu, tổng tài sản, vốn chủ sở hữu cũng như giá trị vốn hóa.

Riêng về tài sản, tài sản giá trị nhất của HGM là quyền khai thác các mỏ Antimon đã được cấp phép, nhưng giá trị của các mỏ này không được phản ánh trong giá trị sổ sách của doanh nghiệp, có thể nói, chỉ có một phần nhỏ giá trị tài sản được ghi nhận trong sổ sách kế toán.

5.1.2. Tài chính doanh nghiệp

Tài chính: hoạt động tài chính của doanh nghiệp khoáng sản kim loại chuyên biệt thường khá lành mạnh, vốn tự có dồi dào và tỷ lệ vốn vay thấp. HGM là doanh nghiệp không sử dụng vay nợ. Theo đó, doanh nghiệp tránh được gánh nặng và rủi ro lãi suất trong những thời điểm nhạy cảm; đồng thời bảo tồn khả năng vay nợ (borrowing capacity) khi cần huy động vốn.

Khả năng sinh lời: HGM có tỷ suất lợi nhuận khá ấn tượng, ngay cả trong thời kỳ khủng hoảng 2008-2009, nhờ giá vốn thấp và doanh thu tài chính ổn định từ lãi tiền gửi ngân hàng. Trong năm 2010, cộng hưởng với giá Antimon tăng mạnh, lợi nhuận đạt được rất ấn tượng, tỷ suất lợi nhuận ròng 9 tháng đầu năm đạt trung bình trên 55%.

Hiệu quả sử dụng tài sản: HGM thể hiện sự vượt trội về hiệu quả sử dụng vốn, xét trên cả vốn chủ sở hữu lẫn tổng tài sản so với các doanh nghiệp khoáng sản kim loại khác.



5.2. Hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu

Dupont	Q1/2010	Q2/2010	Q3/2010	TTM
Gánh nặng thuế	94.2%	92.3%	93.9%	93.4%
Gánh nặng lãi vay	100%	100%	100%	100%
EBIT/Doanh thu	43.3%	63.3%	60.6%	55.8%
Vòng quay tài sản	0.1	0.2	0.2	0.6
Đòn bẩy tài chính	1.3	1.2	1.2	1.2
ROA	5.9%	15.0%	13.0%	33.9%
ROE	7.6%	17.8%	14.9%	40.3%
ROS	43.3%	63.3%	60.6%	55.8%

Nguồn: BSC tổng hợp

Ưu đãi về thuế: Là một doanh nghiệp hoạt động trên địa bàn vùng sâu vùng xa nên HGM được hưởng mức thuế suất thuế TNDN 10% thay vì mức 25%; đồng thời, được giảm 50% thuế trong vòng 10 năm kể từ năm 2008 nên mức thuế suất thực tế là 5%.

Không có gánh nặng lãi vay: do có khả năng tự tài trợ cho các dự án đầu tư phục vụ sản xuất của mình thông qua dòng tiền ổn định và tương đối dồi dào từ hoạt động sản xuất kinh doanh. Tỷ lệ chịu lãi suất trong các năm gần đây đều bằng không.

Biên lợi nhuận cao, tăng mạnh trong quý 2 và 3/2010 lên trên 60% do sự đột biến của giá Antimon. Thêm vào đó, sản phẩm của HGM có lợi thế giá thành khá ổn định và thấp hơn đáng kể so với giá bán Antimon, cho phép Công ty đạt mức lợi nhuận khá cao qua các năm.

Vòng quay tài sản khá nhanh: Hệ số vòng quay ổn định quanh mức 0.2, lũy kế 4 quý gần nhất đạt 0.8 lần.

Chúng tôi đánh giá rằng các nhân tố trên có tính bền vững, cho phép nhà đầu tư có cơ sở kỳ vọng đối với sự phát triển dài hạn của HGM.

6. DỰ BÁO KẾT QUẢ QUÝ 4 VÀ CẢ NĂM

Theo dự báo của chúng tôi, quý 4 với thời tiết hanh khô thường là thời gian thuận lợi nhất trong năm cho việc khai thác và vận chuyển khoáng sản. Do đó sản lượng khai thác và xuất khẩu trong quý IV thường tăng mạnh. Ngoài ra, với đà tăng mạnh của giá Antimon thế giới, hiện đã vượt 12,000 USD/tấn, khả năng doanh thu quý IV có thể đạt trên 30 tỷ đồng và 19 tỷ đồng lợi nhuận ròng, lũy kế cả năm đạt gần 100 tỷ doanh thu thuần và 60 tỷ đồng lợi nhuận ròng. EPS forward 2010 đạt gần 10,000 đ/cp.

Ước đoán KQKD Q4 và cả năm 2010						
Tỷ VND	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4-E	2010-E	%Doanh thu
Doanh thu thuần	14.1	26.7	27.6	30.7	99.1	100%
Giá vốn hàng bán	(7.6)	(8.9)	(9.3)	(10.2)	(35.9)	-36%
Lãi gộp	6.6	17.9	18.3	20.4	63.2	64%
Lãi/(lỗ) trước thuế	6.5	18.4	17.8	20.4	63.1	64%
Lợi nhuận sau thuế	6.1	16.9	16.7	19.0	58.8	59%
EPS (đồng)	1,020.4	2,823.1	2,786.2	3,171.8	9,801.5	

Nguồn: BSC tổng hợp



7. ĐỊNH GIÁ

Để xác định mức giá của HGM trong ngắn hạn và dài hạn, chúng tôi sử dụng tương ứng phương pháp định giá P/E và FCFE.

7.1. Định giá P/E

- Định giá bằng P/E phù hợp cho đánh giá cơ hội đầu tư trong **ngắn hạn**
- **Mức giá đầu tư hợp lý:** Mức P/E bình quân của ngành khoáng sản kim loại hiện tại là 9.9 lần. Với mức EPS dự kiến cho cả năm 2010 đạt 9801 đồng, mức giá tương ứng cho HGM trong ngắn hạn là 97,000 đồng/cp.

7.2. Mô hình định giá FCFE

- Định giá bằng FCFE phù hợp cho đánh giá cơ hội đầu tư trong **dài hạn**
- **Giả định:**
 - **Tổng trữ lượng còn lại:** theo thông tin cung cấp từ Công ty, tổng trữ lượng của Thân quặng II vào khoảng 36,000 tấn kim loại Antimon, Công ty đã đi vào khai thác quy mô lớn từ năm 2002 với quy mô trung bình 600-700 tấn/năm, vì vậy chúng tôi ước tính đến năm 2011, trữ lượng còn lại của Thân quặng II vào khoảng 30,000 tấn. Trữ lượng của Thân quặng I và Thân quặng III ước tính tương đương với trữ lượng của Thân quặng II. Do đó, tại thời điểm đầu năm 2011, tổng trữ lượng Antimon còn lại của mỏ Mậu Duệ là 102 nghìn tấn.
 - **Sản lượng hàng năm:** theo quy hoạch 2010-2015 của tỉnh Hà Giang, Công ty sẽ nâng công suất Nhà máy lên 2000 tấn/năm. Chúng tôi dự tính tiến độ nâng công suất chậm 2 năm so với kế hoạch. Do vậy, từ năm 2017, sản lượng xuất khẩu của HGM sẽ ở mức 2,000 tấn kim loại Antimon/năm. Chúng tôi giả định sản lượng này sẽ được duy trì từ 2017
 - **Tỷ suất lợi nhuận:** Biên lợi nhuận sau thuế của HGM tương đối ổn định và hội tụ quanh mức 50% doanh thu. Vì vậy, chúng tôi sử dụng tỷ lệ này để ước thu nhập ròng từ doanh thu.
- **Kết quả của mô hình FCFE:** Giá trị hợp lý của 1 cổ phiếu HGM trong dài hạn là **157,000 đồng**

Kết quả của mô hình chưa tính đến doanh thu và lợi nhuận của:

- Mỏ Bó Mới, do chưa có kết quả thăm dò và dự báo đáng tin cậy;
- Xí nghiệp Hà Vân, do giá trị của xí nghiệp chưa được định giá chính xác. Hoạt động khai thác chì kẽm hiện đang dừng hoạt động trong quá trình cân nhắc phương án hoạt động cho Xí nghiệp Hà Vân.

8. KHUYẾN NGHỊ

Từ kết quả định giá cho thấy, HGM hiện tại không phải là một cổ phiếu thích hợp cho đầu tư ngắn hạn. Tuy nhiên, vùng giá hiện tại lại rất hấp dẫn để đầu tư giá trị dài hạn, với giá mục tiêu 157,000 đồng.

Thời gian đầu tư	Giá mục tiêu (đồng)	Vùng giá hiện tại (đồng)	Lợi nhuận kỳ vọng	Khuyến nghị
Ngắn hạn	97,000	90,000	<5%	Không đầu tư
Dài hạn	157,000		>70%	Đầu tư



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 – Tháp A Vincom
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà Nội
Tel: 84 4 22200668
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8128885
Fax: 84 8 3 8128510

Phòng Giao dịch BSC Nam Kỳ Khởi Nghĩa

12-14 Nam Kỳ Khởi Nghĩa
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 8214803
Fax: 84 8 8214804

Phòng Giao dịch Hàng Vôi

Tầng 1, Tháp BIDV, 35 Hàng Vôi, Hà Nội
Tel: 84 4 3 9261276/278
Fax: 84 4 3 9261279

Bộ phận Phân tích cơ bản

Bùi Nguyệt Ánh
Trần Thăng Long
Nguyễn Thanh Hoa
Hoàng Minh Thái

Vũ Phương Nga
Trần Kim Oanh
Đỗ Thanh Phong
Phạm Minh Lan

Đinh Thế Phúc
Phạm Thị Thu Hằng
Lê Thế Linh
Trần Thị Bích Nhung

Phụ trách Bộ phận PTCB

Phạm Xuân Anh

Khuyến cáo sử dụng:

Miễn trách chung: Bản báo cáo này của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về 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 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.

Xung đột lợi ích: BSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, có thể giao dịch cho chính công ty theo những khuyến nghị đầu tư trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Bản quyền của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)

Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty 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 là trái luật.