

CTCP KHOÁNG SẢN BÌNH ĐỊNH (BMC)

Báo cáo lần đầu

CÔNG SUẤT SẢN XUẤT TĂNG 2,6 LẦN – KHẢ NĂNG TIÊU THỤ TỐT

Gía kỳ vọng: 70.000 VND

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phần BMC với mức giá kỳ vọng là **70.000 đồng/cổ phần**, cao hơn 36% so với mức giá thị trường hiện tại của BMC (ngày 5/7/2013). BMC là công ty thích ứng nhanh với sự thay đổi chính sách cấm xuất khẩu quặng thô của Chính phủ và chuyển sang chế biến sâu Titan. Dây chuyền sản xuất Xi Titan giai đoạn 2 được đưa vào hoạt động từ Q3/2012 đã làm tăng công suất tinh chế Titan lên 2,6 lần và tạo ra triển vọng tăng trưởng trong những năm tới.

Nhu cầu sử dụng Titan trên thế giới dự báo sẽ ngày càng tăng cao trong những năm tới. Trong khi đó, những khu mỏ đang ngày dần cạn kiệt trong khi những nhà sản xuất chính trên thế giới vẫn chưa đầu tư đủ cơ sở hạ tầng công nghệ để đáp ứng kịp nhu cầu đang gia tăng, dẫn đến tình trạng thiếu hụt Titan thô trên thế giới. Giá xi Titan dự kiến sẽ tiếp tục đạt tốc độ tăng cao trong những năm tới do sự thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu Titan.

Năng lực sản xuất Xi Titan và Gang của BMC đã tăng gấp 2,6 lần khi Công ty hoàn thành việc xây dựng và lắp đặt dây chuyền sản xuất Xi Titan giai đoạn 2 trong quý 3/2012. Việc tăng công suất sản xuất Xi Titan đã bù đắp được sự sụt giảm doanh thu từ tinh quặng ilmenite do chính sách hạn chế xuất khẩu quặng Titan thô của Chính phủ, đồng thời sản phẩm Xi Titan có giá trị kinh tế cao hơn sẽ đóng góp vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của Công ty trong những năm tới.

Tình hình tài chính lành mạnh. Tỷ lệ nợ/Tổng tài sản của BMC tại thời điểm cuối năm 2012 là 35,6%. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ vay ngắn hạn và vay dài hạn chỉ chiếm 6% tổng tài sản. Khả năng thanh khoản của BMC tương đối tốt với các hệ số thanh khoản nhanh và thanh khoản hiện hành đều ở mức cao hơn 1. Lượng tiền mặt cao cùng với việc các dự án đầu tư dây chuyền chế biến Xi Titan đã hoàn thành nên BMC thường có xu hướng trả cổ tức cao (tỷ lệ trả cổ tức năm 2011 là 50% và dự kiến cổ tức năm 2012 cũng sẽ ở mức 50%).

Rủi ro thị trường. Thị trường tiêu thụ của BMC là một số ít các quốc gia ở Đông Á như Hàn Quốc, Nhật Bản, Trung Quốc, trong đó thị trường Trung Quốc là lớn nhất. Trong trường hợp những thị trường này thay đổi chính sách thu mua Xi Titan của Việt Nam thì sẽ ảnh hưởng đến khả năng tiêu thụ của Công ty. Chúng tôi đánh giá rủi ro này ở mức thấp do nhu cầu Titan đang ở mức cao.

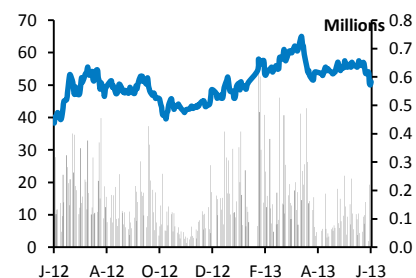
Một số chỉ tiêu dự báo

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012	2013F	2014F
Doanh thu (tỷ VND)	105	309	331	401	518
EBITDA (tỷ VND)	39	132	132	153	157
EBIT (tỷ VND)	30	115	112	134	137
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	23	91	86	100	103
EPS (VND)	2.815	11.062	7.771	8.081	8.301
P/E (x)	20,25	5,15	7,33	7,05	6,87
P/B (x)	3,89	2,50	3,47	3,68	3,43
ROA (%)	14%	43%	33%	35%	32%
ROE (%)	19%	59%	44%	51%	52%

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá kỳ vọng *	70.000
Giá thị trường (05/07/2013)	52,000
Khoảng giá 52 tuần	36.920-65.000
Khuyến nghị	OUTPERFORM
Triển vọng 1 quý	Trung bình
Triển vọng 1 năm	Tích cực
Triển vọng dài hạn	Tích cực

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
BMC	20%	7%	4%	29%
VN Index	23%	5%	7%	30%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	BMC
Reuters	BMC.HM
Bloomberg	BMC VN
Sàn giao dịch	HSX
Ngành	Khoáng sản
Vốn hóa	706
SL cổ phiếu lưu hành	12.392.630
KLGD bình quân 10 ngày	113.881

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Phi Hùng

(84 4) 3928 8080 ext 607

nguyenphihung@baoviet.com.vn

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	25%
Sở hữu nước ngoài	11,4%
Sở hữu khác	63,6%

THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	50%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	9%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Doanh thu	105	309	331	401	518
Giá vốn	68	179	171	204	313
Lợi nhuận gộp	37	131	160	196	206
Doanh thu tài chính	14	22	6	8	10
Chi phí tài chính	0	0	2	1	1
Lợi nhuận sau thuế	23	91	86	100	103

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	40	43	15	18	24
Đầu tư tài chính ngắn hạn	11	87	33	40	52
Các khoản phải thu ngắn hạn	14	41	9	48	63
Hàng tồn kho	28	21	73	78	100
Tài sản cố định	53	45	109	86	67
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	4	-	-	-	-
Tổng tài sản	170	258	271	298	340
Nợ ngắn hạn	38	61	58	97	126
Nợ dài hạn	11	9	9	9	9
Vốn chủ sở hữu	121	188	204	192	206
Tổng nguồn vốn	170	258	271	298	340

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	21%	194%	7%	21%	29%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	8%	293%	-5%	16%	3%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	35%	42%	48%	49%	40%
Lợi nhuận thuần biên (%)	22%	30%	26%	25%	20%
ROA (%)	14%	43%	33%	35%	32%
ROE (%)	19%	59%	44%	51%	52%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	29%	27%	25%	36%	40%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	40%	37%	33%	55%	65%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	2.815	11.062	7.771	8.081	8.301
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	14.636	22.757	16.430	15.476	16.613

Báo cáo tài chính dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam

TRIỂN VỌNG NGÀNH TITAN VIỆT NAM

Việt Nam là một trong những quốc gia có trữ lượng Titan cao nhất thế giới

Việt Nam được dự đoán là một trong những quốc gia có ngành Khai khoáng titan phát triển nhất thế giới

Tại Hội thảo quốc tế về khoáng sản titan ASEAN năm 2013, Tổng cục Khoáng sản - Địa chất (Bộ Tài nguyên - Môi trường) cho biết, tổng trữ lượng dự báo quặng titan - zircon ở Việt Nam là 654 triệu tấn quặng tinh, gần bằng 50% trữ lượng toàn thế giới (1.400 triệu tấn). Quặng sa khoáng titan chủ yếu phát hiện dọc ven biển từ Thanh Hóa đến Bắc Bà Rịa-Vũng Tàu, trong đó chiếm đến 83% là ở những vùng có tầng cát đỏ của Ninh Thuận, Bình Thuận. Nhờ nguồn tài nguyên này mà Việt Nam được dự đoán là một trong những quốc gia có ngành Khai khoáng titan phát triển nhất.

Trữ lượng Titan tại Việt Nam

Tỉnh	Trữ lượng (1.000 tấn)	Tỷ lệ (%)
Thái Nguyên	7.889	1,2%
Thanh Hóa	1.333	0,2%
Hà Tĩnh	467	0,1%
Quảng Bình - Quảng Trị	1.553	0,2%
Huế	5.498	0,8%
Quảng Nam	4.973	0,8%
Quảng Ngãi	1.465	0,2%
Bình Định	10.762	1,6%
Phú Yên	3814	0,6%
Ninh Thuận	16.812	2,6%
Bình Thuận	599.155	91,7%
Cả nước	653.721	100,0%

Nguồn: Dự thảo quyết định phê duyệt quy hoạch phát triển quặng Titan đến năm 2020, xét tới 3030

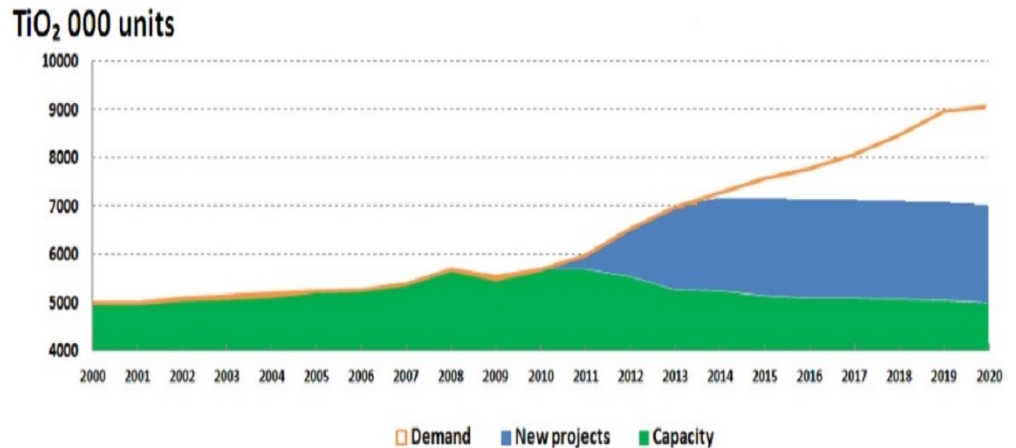
Ngành Titan Việt Nam hưởng lợi từ sự thiếu hụt trên thị trường Titan thế giới

Nhu cầu sử dụng Titan trên thế giới hiện đạt khoảng 6 triệu tấn/năm (trong đó 98% khối lượng Titan được dùng để sản xuất Titan bột màu) và được dự báo sẽ ngày càng tăng cao trong những năm tới. Theo dự báo của Dupont, TZMI và Iluka, tốc độ tăng trưởng nhu cầu Titan bột màu tính trung bình đến năm 2020 là 3,5%/năm. Còn theo dự báo của Hatch, nhu cầu Titan bột màu trong tương lai tăng trưởng trung bình khoảng 3%/năm, riêng đối với Trung Quốc thì tốc độ tăng trưởng trong trung hạn đạt 7,5%/năm.

Trong khi đó, những khu mỏ đang ngày dần cạn kiệt trong khi những nhà sản xuất chính trên thế giới vẫn chưa đầu tư đủ cơ sở hạ tầng công nghệ để đáp ứng kịp nhu cầu đang gia tăng, dẫn đến tình trạng thiếu hụt Titan thô trên thế giới. Theo báo cáo của Stork, thị trường Titan sẽ ở trong tình trạng thiếu hụt ít nhất là trong 3 năm tới.

Giá xi Titan cũng có tốc độ tăng trưởng trung bình (CAGR) đạt 6% trong vòng 5 năm qua và dự kiến sẽ tiếp tục đạt tốc độ tăng cao trong những năm tới do sự thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu Titan. Với trữ lượng Titan lớn, các sản phẩm Titan của các doanh nghiệp Việt Nam sẽ dễ dàng tiêu thụ ra thị trường thế giới và đạt được biên lợi nhuận cao.

Cung – Cầu Titan trên thế giới



Nguồn: Báo cáo của Stork 2012

Chính sách hạn chế xuất khẩu Titan dạng thô và tăng cường tinh chế Titan

Titan vốn là nguyên liệu quan trọng cho các ngành công nghiệp công nghệ cao. Với các đặc tính như khả năng kéo dẫn tốt (kể cả trong nhiệt độ cao), nhẹ, chống ăn mòn, và khả năng chịu đựng nhiệt độ rất cao, hợp kim titan được dùng chủ yếu trong hàng không, xe bọc thép, tàu hải quân, tàu vũ trụ và tên lửa..., được ứng dụng trong sản xuất dụng cụ y tế, gậy đánh golf, xe đạp, dụng cụ thí nghiệm... Titan là nguyên liệu chiến lược cho một nền công nghiệp hiện đại.

Trong những năm qua, ngành Titan Việt Nam chưa được quy hoạch tốt, chủ yếu xuất khẩu nguyên liệu thô với giá trị thấp. Do vậy, thực hiện Nghị quyết số 02-NQ/TW ngày 25 tháng 4 năm 2011 của Bộ Chính trị về định hướng Chiến lược khoáng sản và công nghiệp khai khoáng đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030 và triển khai Luật Khoáng sản 2010, Thủ tướng Chính phủ chỉ thị kể từ ngày 1/7/2012, Chính phủ chủ trương không cho xuất khẩu quặng Titan chưa qua chế biến sâu và việc xuất khẩu phải được sự chấp thuận của Thủ tướng Chính phủ.

Như vậy, các công ty khai thác và chế biến Titan ở dạng thô (quặng ilmentine) sẽ không được phép xuất khẩu nữa. Để tiếp tục kinh doanh, các công ty sản xuất Titan sẽ phải nhập khẩu công nghệ sản xuất Xi Titan để đáp ứng được tiêu chuẩn xuất khẩu.

Tinh quặng Ilmenite sẽ không được phép xuất khẩu

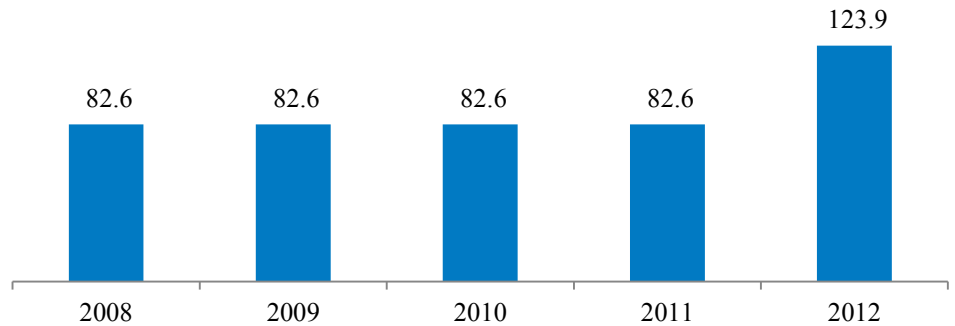
Chính phủ khuyến khích chế biến sâu Titan

CÔNG TY CỔ PHẦN KHOÁNG SẢN BÌNH ĐỊNH

1. Sơ lược về công ty.

Tiền thân Công ty cổ phần khoáng sản Bình Định (BMC) là Công ty khoáng sản Bình Định được thành lập năm 1985, hoạt động trong lĩnh vực khai thác sa khoáng tại Bình Định cũng như ở Việt Nam. BMC được cổ phần hóa vào năm 2001 và niêm yết cổ phiếu vào cuối năm 2006. Hiện nay, BMC có vốn điều lệ là 123,9 tỷ đồng.

Vốn điều lệ (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính BMC

2. Hoạt động kinh doanh của BMC

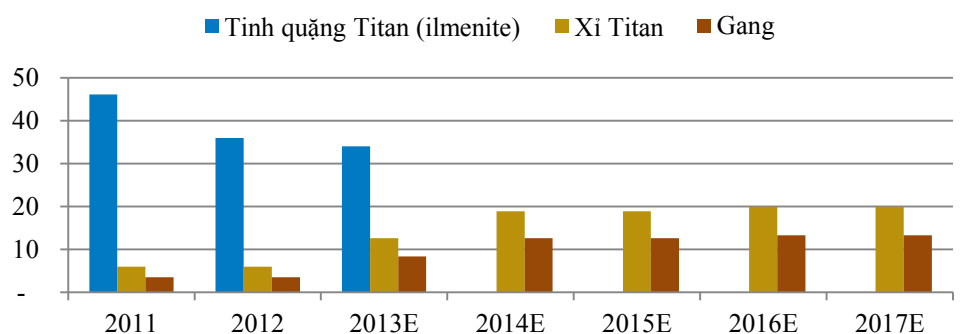
Chuyển hướng từ kinh doanh quặng Titan thô sang Titan chế biến sâu

Sản phẩm chính của BMC trong những năm trước là tinh quặng Ilmenite, chiếm khoảng 85% - 90% doanh thu của Công ty. Do sản phẩm tinh quặng ilmenite có giá trị thấp và định hướng chính sách của Nhà nước về quản lý khoáng sản là sẽ hạn chế xuất khẩu sản phẩm thô và khuyến khích chế biến sâu. Do vậy, từ năm 2009, song song với việc khai thác và chế biến tinh quặng ilmenite, BMC đã bắt đầu chuyển sang tinh chế Titan ở mức sâu hơn với việc đưa vào hoạt động dây chuyền sản xuất Xi Titan (TiO_2 92%min) và thu được sản phẩm phụ là Gang (Fe 98%).

Kể từ năm 2014 trở đi, sản phẩm chính của BMC sẽ chỉ còn Xi Titan và Gang.

Từ 1/7/2012, Chính phủ đã bắt đầu cấm các doanh nghiệp xuất khẩu tinh quặng ilmenite. Tuy nhiên, để giải phóng lượng ilmenite còn tồn kho, Chính phủ đã cho phép các doanh nghiệp trong ngành được phép giải phóng tinh quặng Ilmenite còn tồn kho với số lượng do Chính phủ quy định cụ thể đối với từng doanh nghiệp. Theo đó, **trong năm 2013, BMC được Chính phủ cho phép xuất khẩu 34.000 tấn tinh quặng ilmenite $\text{TiO}_2 > 52\%$. Kể từ năm 2014 trở đi, sản phẩm chính của BMC sẽ chỉ còn Xi Titan và Gang.**

Sản phẩm kinh doanh của BMC (tấn)

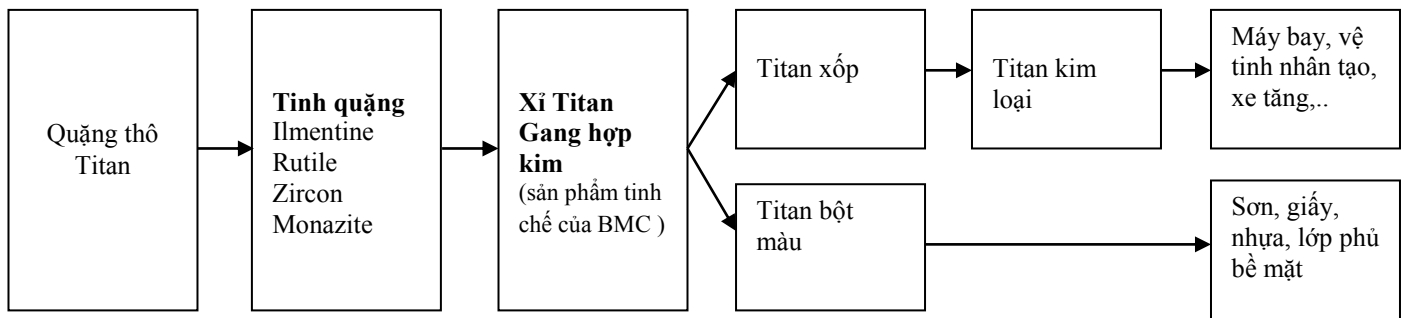


Nguồn: BVSC ước tính

Giá trị thu được từ chế biến Xi Titan cao hơn so với chế biến Titan thô

Titan là được sử dụng rộng rãi trong nhiều ngành công nghiệp khác nhau. Chuỗi giá trị sản xuất của ngành Titan bao gồm nhiều sản phẩm ở những công đoạn khác nhau. Với cùng một trữ lượng mỏ quặng Titan, doanh nghiệp nào chế biến Titan càng ở mức sâu thì lợi nhuận thu được càng cao do các sản phẩm Titan tinh chế có mức giá bán cao hơn rất nhiều lần so với các sản phẩm thô hoặc tinh chế ở mức thấp hơn. Những sản phẩm cuối cùng của Titan là Titan kim loại (được dùng để sản xuất máy bay, vệ tinh, xe tăng,...) và Titan bột màu (để sản xuất lớp phủ, sơn, giấy,...)

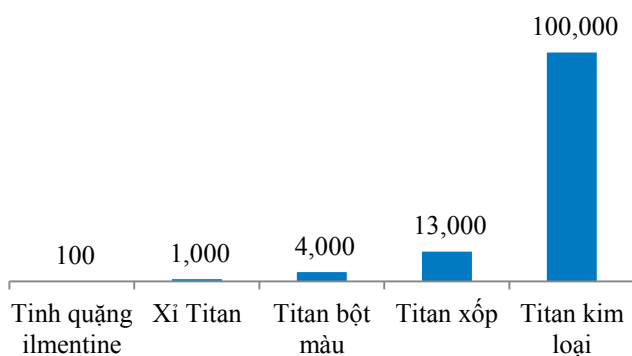
Sơ đồ chuỗi giá trị của ngành sản xuất Titan



Nguồn: BVSC tổng hợp

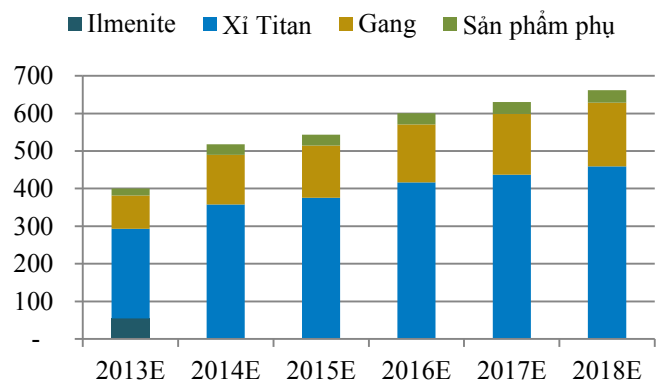
Việc BMC chuyển hướng sang sản xuất Xi Titan sẽ làm cho tổng doanh thu từ mỏ quặng Titan hiện có của Công ty tăng gấp 5 lần so với chỉ sản xuất tinh quặng Titan. Lý do là vì với cùng một đơn vị khối lượng, giá bán Xi Titan cao gấp 10 lần so với giá bán tinh quặng ilmenite trong khi để sản xuất ra 1 tấn Xi Titan thì doanh nghiệp chỉ tiêu hao khoảng 2 tấn tinh quặng ilmenite. Ngoài ra, quá trình sản xuất Xi Titan còn tạo ra sản phẩm phụ là Gang (Fe 98%), có doanh thu chiếm tỷ trọng khoảng 20% - 25% trong tổng doanh thu của dây chuyền Xi Titan.

Giá bán các sản phẩm trong chuỗi giá trị sản xuất Titan (USD/tấn)



Nguồn: BVSC tổng hợp

Doanh thu thuần (tỷ đồng)



Nguồn: BVSC ước tính

Quy mô mỏ hiện tại có thể đáp ứng nhu cầu sản xuất trong vòng 14 năm nữa

BMC hiện có vùng mỏ tại Bình Định với trữ lượng 129.000 tấn và mới được cấp phép vùng mỏ mới cũng tại Bình Định với trữ lượng 334.597 tấn. Như vậy, tổng trữ lượng mỏ quặng Titan của BMC hiện có đạt khoảng 463.597 tấn. Với trữ lượng này thì BMC có đủ nguồn nguyên liệu để đáp ứng nhu cầu chế biến Xi Titan trong khoảng 14 năm nữa (để sản xuất ra một tấn Xi Titan, doanh nghiệp sẽ phải tiêu tốn khoảng 2 tấn tinh quặng ilmenite hàm lượng TiO₂ 50% min).

Tuy nhiên, do BMC nằm ở trong vùng duyên hải miền trung, là vùng có nhiều mỏ quặng

Titan nên trong trường hợp mỏ quặng hiện tại của Công ty được khai thác hết thì BMC vẫn có thể mua tinh quặng ilmenite từ các công ty khác trong vùng để đáp ứng nhu cầu sản xuất Xi Titan.

Quy mô mỏ hiện tại có thể đáp ứng nhu cầu sản xuất trong khoảng 14 năm nữa.

Mỏ quặng	Diện tích (ha)	Trữ lượng (tấn)	Loại mỏ	Vị trí
Mỏ cũ	73	129,000	Sa khoáng lộ thiên	Bình Định
Mỏ mới	150	334,597	Sa khoáng lộ thiên	Bình Định

Nguồn: BMC

Công suất sản xuất Xi Titan và Gang tăng 2,6 lần từ quý 3/2012

Dây chuyền sản xuất Xi Titan giai đoạn 1 của BMC được hoàn thành vào năm 2009 có công suất 9.500 tấn sản phẩm. Dây chuyền sản xuất Xi Titan giai đoạn 2 của BMC hoàn thành vào quý 3/2012 có công suất 25.500 tấn sản phẩm. Việc đưa dây chuyền số 2 đi vào hoạt động đã đưa tổng công suất tinh chế quặng Titan của BMC tăng 2,6 lần và đạt mức tổng công suất là 35.000 tấn sản phẩm/năm, trong đó công suất sản xuất Xi Titan là 21.000 tấn và công suất sản xuất Gang là 14.000 tấn.

Sản lượng sản xuất Xi Titan và Gang sẽ tăng mạnh từ năm 2013 khi dây chuyền mới được đưa vào vận hành chính thức

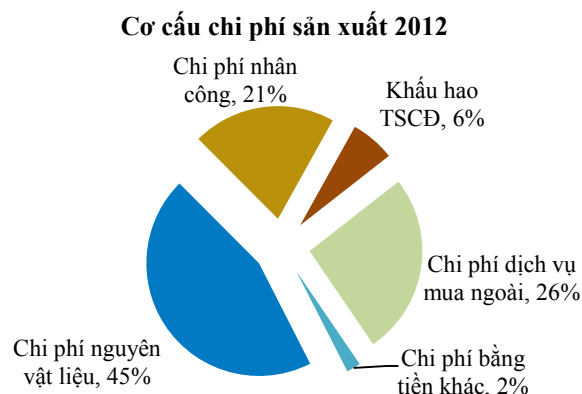
Dây chuyền sản xuất	Công suất (tấn/năm)	Năm bắt đầu hoạt động
Dây chuyền tuyển quặng	65.000 tấn tinh quặng ilmenite 2.500 tấn bột Zircon 1.200 tấn tinh quặng Rutile 400 tấn tinh quặng Monazite 2.000 tấn tinh quặng Magnetic	1988
DC nghiền mịn Zircon	Bột Zircon	2007
DC Chế biến Xi Titan GD1	6.000 tấn Xi Titan 3.500 tấn Gang	2009
DC Chế biến Xi Titan GD2	15.000 tấn Xi titan 5.500 tấn Gang	Q3. 2012

Nguồn: BMC, BVSC

Nguyên liệu và năng lượng điện chiếm tỷ trọng cao trong giá thành sản xuất

Chi phí sản xuất chính của BMC là chi phí nguyên liệu (quặng sa khoáng, tinh quặng ilmenite), chiếm tới 45% tổng giá thành sản xuất. Nguyên liệu chính cho quá trình sản xuất của BMC là quặng sa khoáng.

Các chi phí khác chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành sản xuất Titan là chi phí dịch vụ mua ngoài (chủ yếu là điện năng và hồ điện cực) và chi phí nhân công. Giá than và điện tại Việt Nam đang có xu hướng tăng lên sẽ làm tăng chi phí sản xuất của BMC và các công ty khác trong ngành.



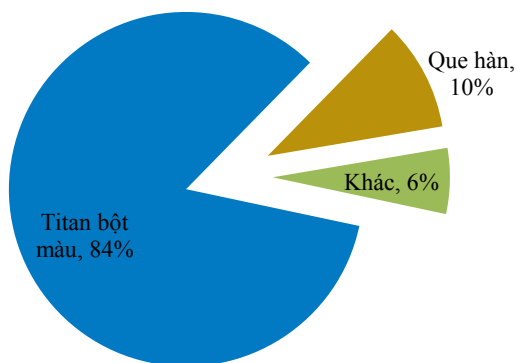
Nguồn: BMC

Thị trường tiêu thụ chủ yếu là thị trường Đông Á

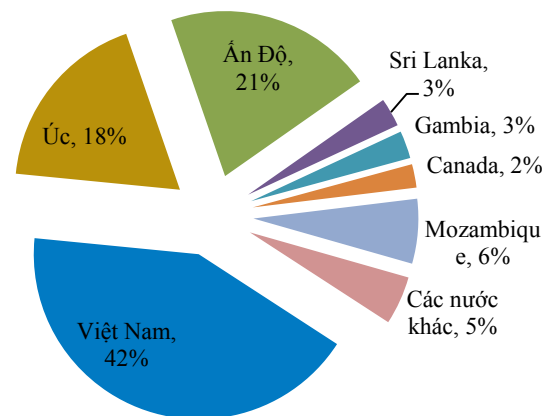
Gần như toàn bộ sản phẩm của Công ty đều được xuất khẩu cho các nước Đông Á, chủ yếu là thị trường Trung Quốc. Trong các thị trường xuất khẩu thì Trung Quốc là thị trường tiêu thụ Titan lớn nhất thế giới. Trung Quốc có ngành sản xuất Titan phát triển hơn so với Việt Nam và để đáp ứng nhu cầu nguyên liệu của mình, hàng năm Trung Quốc phải nhập khẩu hơn 50% nguyên liệu từ các nước khác.

Đối với BMC và các doanh nghiệp khai thác Titan khác trong nước, thị trường Trung Quốc có vị trí địa lý gần nên vận chuyển bằng đường thủy hay đường bộ đều khá thuận tiện.

Sử dụng quặng Titan tại Trung Quốc



Cơ cấu thị trường nhập khẩu quặng Titan của Trung Quốc (2010)



Nguồn: Kenec

Nguồn: Global Titanium FeedStock Conference 2012

Cạnh tranh trên thị trường Xi Titan ở mức thấp

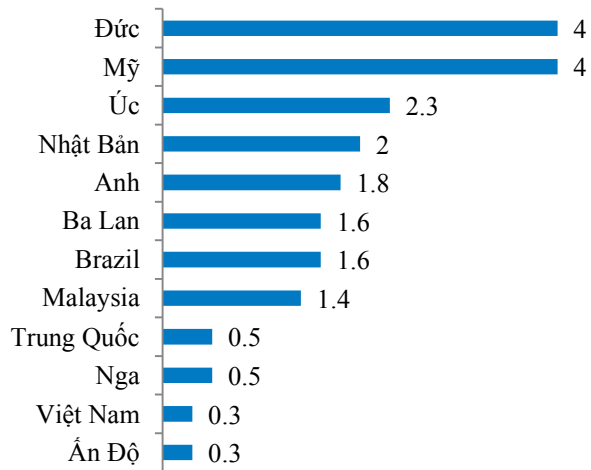
Hiệp Hội Titan Việt Nam, cho biết, đã có 13 dự án triển khai xây dựng các nhà máy chế biến sâu titan. Tiên phong là Tổng Công ty Khoáng sản và Thương mại Hà Tĩnh đang xúc tiến liên doanh đầu tư nhà máy chế biến sâu titan có công suất 30.000 tấn/năm với giá trị đầu tư hơn 140 triệu USD. Một số nhà máy luyện xi titan khác cũng đang được triển khai tại các tỉnh Thái Nguyên, Phú Yên, Thừa Thiên Huế, Bình Định...

Tại Bình Định hiện có khoảng 30 đơn vị có giấy phép khai thác, chế biến titan với sản lượng đăng ký là 620.000 tấn/năm. Nhưng đến nay, mới chỉ có 3 đơn vị chế biến sâu Titan là: Công ty Khoáng sản Ban Mai (hoàn nguyên ilmenite), Công ty Khoáng sản Bình Định (xi titan), Công ty Khoáng sản Sài Gòn - Quy Nhơn (xi titan). Sở dĩ các nhà đầu tư còn ngại đầu tư vào chế biến sâu là vì vốn đầu tư quá cao. Nhưng xu hướng đầu tư chế biến Xi Titan đang dần rõ do chính sách cấm xuất khẩu tinh quặng ilmenite của Nhà nước.

Tuy nhiên, áp lực cạnh tranh giữa các công ty sản xuất Xi Titan ở mức thấp do nhu cầu thị trường thế giới đối với sản phẩm Titan còn rất cao (đặc biệt là thị trường Trung Quốc), nên nếu công suất của các nhà máy hiện nay và dự kiến hoạt động tại Việt Nam thời gian tới vẫn không đủ xuất khẩu.

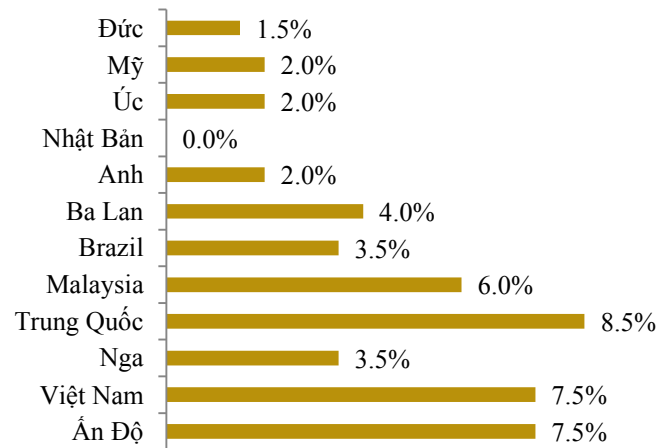
Áp lực cạnh tranh giữa các công ty sản xuất Xi Titan ở mức thấp do nhu cầu thị trường thế giới đối với sản phẩm Titan còn rất cao

Tiêu thụ Titan bình quân đầu người (kg/người)



Nguồn: Báo cáo của Stork 2012

Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ Titan bình quân đầu người (%)



Nguồn: Báo cáo của Stork 2012

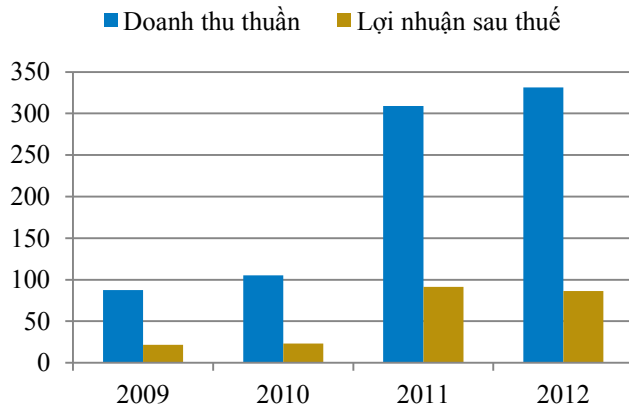
3. Tình hình tài chính của BMC

Biên lợi nhuận đạt mức cao

Năm 2012, tăng trưởng chậm lại do ảnh hưởng của chính sách hạn chế xuất khẩu Titan thô

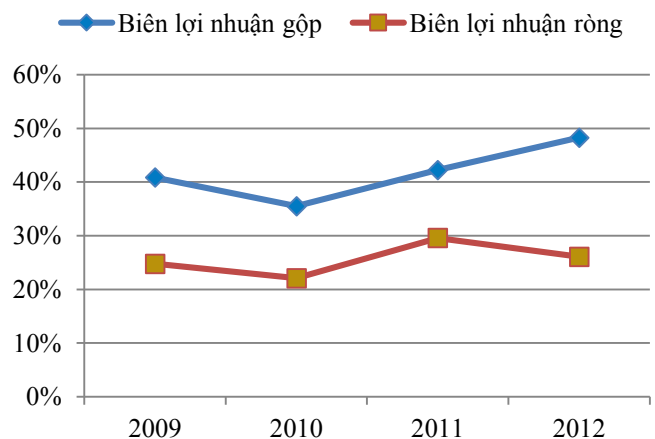
Trong giai đoạn từ năm 2009-2011, BMC có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khá cao (năm 2011, doanh thu thuần tăng 194% và lợi nhuận sau thuế tăng 293%). Năm 2012, do ảnh hưởng của chính sách của Chính phủ về hạn chế xuất khẩu Titan dạng thô nên sản phẩm tinh quặng Ilmenite bị cấm xuất khẩu (kể từ 1/7/2012), dẫn đến sản lượng tinh quặng xuất khẩu giảm 14%, doanh thu chỉ tăng nhẹ 7% (do giá bán tăng) và lợi nhuận sau thuế giảm 5%.

Doanh thu thuần & Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)



Nguồn: BMC, BVSC

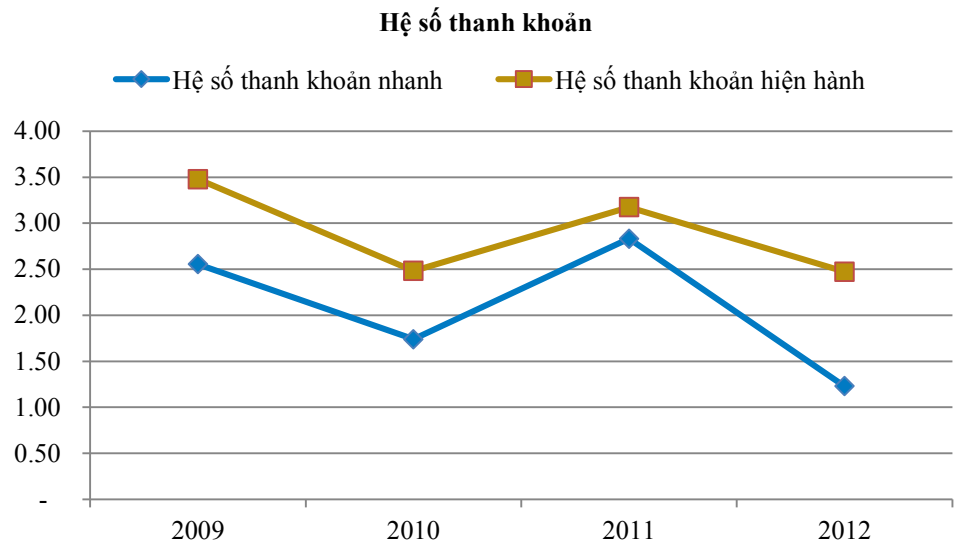
Biên lợi nhuận



Nguồn: BMC, BVSC

Tình hình tài chính lành mạnh

Tỷ lệ nợ/Tổng tài sản tại thời điểm cuối năm 2012 là 35,6%. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ vay ngắn hạn và vay dài hạn chỉ chiếm 6% tổng tài sản. Khả năng thanh khoản của BMC tương đối tốt với các hệ số thanh khoản nhanh và thanh khoản hiện hành đều ở mức cao hơn 1. Tỷ lệ trả cổ tức của BMC khá cao với nguồn tiền mặt khá tốt (tỷ lệ trả cổ tức năm 2011 là 50%).



Nguồn: BMC, BVSC

4. Triển vọng năm 2013 của BMC

Theo chúng tôi dự báo, doanh thu thuần (sau khi đã trừ thuế xuất khẩu) của BMC trong năm 2013 dự kiến sẽ đạt khoảng 401 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 100 tỷ đồng, tương đương với tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt khoảng 21% và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 16%. EPS năm 2013 của BMC dự kiến sẽ đạt ở mức 8.081 đồng/cổ phần.

Mặc dù Chính phủ đã cấm xuất khẩu tinh quặng Ilmenite từ 1/7/2012, tuy nhiên để giải quyết lượng Ilmenite tồn kho cho các doanh nghiệp xuất khẩu sản phẩm Titan thô, Chính phủ đã linh động cho phép các doanh nghiệp này được xuất khẩu lượng hàng tồn kho nhất định. Theo đó, trong năm 2013, BMC được Chính phủ cho phép xuất khẩu 34.000 tấn tinh quặng ilmenite. Đồng thời, trong năm 2013, với việc đưa dây chuyền sản xuất Xi Titan giai đoạn 2 vào hoạt động, sản lượng Xi Titan và Gang của BMC cũng sẽ tăng đáng kể.

Theo chúng tôi dự báo, trong năm 2013, dây chuyền sản xuất Xi Titan của BMC sẽ hoạt động ở mức khoảng 60% công suất, tương đương với khoảng 12.600 tấn Xi Titan và 8.400 tấn gang sẽ được sản xuất và tiêu thụ.

Chỉ tiêu dự báo năm 2013	2012	2013E	% thay đổi
Doanh thu (tỷ đồng)	331	401	21%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	86	100	16%

Nguồn: BCTC của BMC, BVSC dự báo

5. Định giá cổ phần

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (kết hợp giữa FCFE và FCFF) để định giá cổ phần BMC. Theo định giá của chúng tôi, giá trị nội tại của cổ phần BMC đạt mức khoảng 70.000 đồng/cổ phần.

Kết quả định giá của chúng tôi được dựa trên một số giả định cơ bản sau:

- Năm 2012, BMC sẽ được xuất khẩu 34.000 tấn tinh quặng ilmenite. Từ năm 2013 trở đi, BMC sẽ không xuất khẩu tinh quặng ilmenite nữa mà chỉ xuất khẩu Xi titan và một số sản phẩm phụ như Zircon, Magnetic, Rutile, Monazite.
- Công suất sản xuất Xi Titan và Gang của BMC sẽ đạt 60% năm 2013, 80% năm 2014, 90% năm 2015, và đạt 95% kể từ năm 2016.
- Từ năm 2027, trữ lượng mỏ Titan hiện tại của BMC sẽ được khai thác hết nên Công ty sẽ phải mua tinh quặng ilmenite từ các công ty khác nên giá vốn tinh quặng để sản xuất Xi Titan sẽ cao hơn 40% so với những năm trước đó.

- Mức giá bán các sản phẩm của BMC được căn cứ dựa theo mức giá bán trung bình của các doanh nghiệp sản xuất và xuất khẩu các sản phẩm Titan tại Việt Nam (Nguồn: Bản tin Thông tin thương mại của Bộ Công thương). Theo đó, giá bán trung bình năm 2013 của các sản phẩm như sau:

Sản phẩm	Giá (USD/tấn)
Tinh quặng Ilmenite	90
Bột Zircon	1,205
Tinh quặng Rutile	400
Tinh quặng Monazite	1,250
Tinh quặng Magnetic	52
Xi Titan	1,000
Gang	500

Kết quả định giá		
Phương pháp định giá	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng
FCFE	69.431	50%
FCFF	72.300	50%
Giá trung bình	70.000	

Khuyến nghị đầu tư.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phần BMC với mức giá kỳ vọng là **70.000** đồng/cổ phần, cao hơn 36% so với mức giá thị trường hiện tại của BMC (ngày 5/7/2013). Ngành Titan Việt Nam là một ngành có nhiều triển vọng với trữ lượng Titan lớn trong khi nhu cầu Titan trên thế giới đang ngày càng cao và có thị trường Titan đang có nguy cơ thiếu hụt. BMC là công ty thích ứng nhanh với sự thay đổi chính sách cấm xuất khẩu quặng thô của Chính phủ và chuyển sang chế biến sâu Titan. Dây chuyền sản xuất Xi Titan giai đoạn 2 được đưa vào hoạt động từ Q3/2012 đã làm tăng công suất tinh chế Titan lên 2,6 lần và tạo ra triển vọng tăng trưởng trong những năm tới.

6. Rủi ro

Rủi ro chính sách. Ngành khoáng sản nói chung, trong đó có ngành sản xuất và chế biến Titan, là ngành được Nhà nước ưu tiên chế biến sâu để nâng cao giá trị đồng thời hạn chế xuất khẩu sản phẩm thô. Trong trường hợp nếu chính phủ có chính sách hướng các doanh nghiệp chế biến Titan ở mức sâu hơn (ví dụ sản xuất Titan bột màu, Titan xộp, Titan kim loại), sản phẩm Xi Titan có thể sẽ không được xuất khẩu và ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của các công ty sản xuất Xi Titan. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro này ở mức thấp.

Rủi ro tỷ giá. Doanh thu của BMC chủ yếu là doanh thu xuất khẩu, được tính bằng đồng USD nên nếu đồng USD giảm giá sẽ làm giảm doanh thu của BMC khi quy ra đồng VND. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro giảm giá đồng USD ở mức thấp.

Rủi ro thị trường. Thị trường tiêu thụ của BMC là một số ít các quốc gia ở Đông Á như Hàn Quốc, Nhật Bản, Trung Quốc, trong đó thị trường Trung Quốc là lớn nhất. Trong trường hợp những thị trường này thay đổi chính sách thu mua Xi Titan của Việt Nam thì sẽ ảnh hưởng đến khả năng tiêu thụ của Công ty. Chúng tôi đánh giá rủi ro này ở mức thấp do nhu cầu Titan đang ở mức cao.



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

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

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Phi Hùng

nguyenphihung@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương

luuvanluong@baoviet.com.vn