

CTCP KHOÁNG SẢN BÌNH DƯƠNG (HSX: KSB) XIN CẤP PHÉP MỞ TAM LẬP VÀ QUỸ ĐẤT KCN ĐẤT CUỐC MỞ RỘNG 2 MỞ KHÓA SẼ LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG MỚI CHO KSB

Giá hiện tại:	31,000	Ngày viết báo cáo:	0/07/2023	CƠ CẤU CỔ ĐỒNG	
Giá mục tiêu trước:		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	76	DRH HOLDINGS	25%
Giá mục tiêu mới:	37,300	Vốn hóa (tỷ VND)	2,056	EVLI EMERGING FRONTIER	6%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân (triệu CP)	2.37	PHAN TAN DAT	5%
Tiềm năng tăng giá	20%	Sở hữu nước ngoài	3.5%	TRAN DINH HA	0.4%

Bộ phận Research:

Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhqq@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **KSB** với giá trị hợp lý năm 2023 là **37,300 VNĐ/CP** (Upside **20%** so với giá đóng cửa ngày 06/07/2023), theo phương pháp định giá từng phần với DCF cho mảng đá, RNAV cho Khu Công nghiệp Đất Cuốc với WACC = 12% và giá trị sổ sách cho các dự án đá, đất sét dờ dang và các bất động sản đầu tư khác. BSC kỳ vọng mở Tam Lập và Quỹ đất KCN mở rộng 2 được mở khóa vào 2H.2023 và 2H.2024 sẽ là động lực tăng trưởng mới cho KSB.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2023, BSC dự báo KSB ghi nhận Doanh thu thuần = 887 tỷ VNĐ (+3% yoy), LNST – CĐTTS = 187 tỷ VNĐ (+23% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 2,448 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 12.2x, P/B FWD 2023 = 0.83x dựa trên giả định:

- **Doanh thu VLXD = 418 tỷ VNĐ (-21% yoy)** chủ yếu do sản lượng -16% yoy khi giảm đóng góp từ mỏ Phước Vĩnh có giá bán cao. Biên lợi nhuận gộp mảng đá = 26.1% tương đươngss với Q1.2023. Biên lợi nhuận gộp giảm 2 điểm % so với năm 2022 do ảnh hưởng bởi chi phí bốc phủ Tam Lập.
- **Doanh thu KCN = 405 tỷ VNĐ (+48% yoy)** nhờ bàn giao 24 ha KCN Đất Cuốc mở rộng 1.
- **Chi phí lãi vay = -114 tỷ VNĐ (-16% yoy)** do giảm nợ vay.

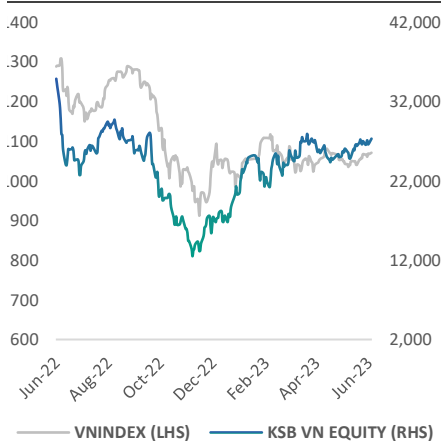
Trong năm 2024, BSC dự báo KSB ghi nhận Doanh thu thuần = 805 tỷ VNĐ (-9% yoy), LNST – CĐTTS = 207 tỷ VNĐ (+11% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 2,714 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 11.1x, P/B FWD 2023 = 0.77x, dựa trên giả định:

- **Doanh thu đá = 476 tỷ VNĐ (+14% yoy)** do sản lượng +11% yoy. Biên lợi nhuận gộp mảng đá giả định = 29.3%, tương đương với giai đoạn khi KSB nhận khai thác mỏ mới Tân Đông Hiệp. BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp KSB sẽ cải thiện 3 điểm % nhờ (1) mỏ Tam Lập mới đi vào khai thác có chất lượng tốt, (2) ít chịu ảnh hưởng bởi chi phí bốc phủ cao hơn.
- **Doanh thu KCN = 261 tỷ VNĐ (-25% yoy)** nhờ bàn giao 8 ha KCN Đất Cuốc mở rộng 1, 5 ha KCN Đất Cuốc mở rộng 2. Biên lợi nhuận gộp mảng KCN = 43% do KCN Đất Cuốc 2 có Chi phí đền bù cao hơn.
- **Chi phí lãi vay = -50 tỷ VNĐ (-57% yoy)** do giảm nợ vay.

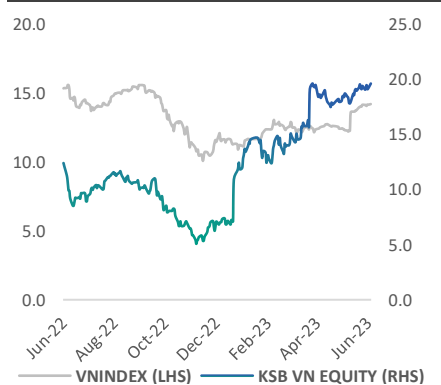
TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2023

1. **Sản lượng tiêu thụ đá tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2024** nhờ việc (1) Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công, (2) mỏ đá Tam Lập đi vào khai thác, giúp tăng trữ lượng đá của KSB thêm 40%, (3) mức nền thấp năm 2022.
2. **Khu công nghiệp Đất Cuốc mở rộng 2 mở khóa** sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận và giảm áp lực nợ vay cho KSB từ cuối năm 2024.
3. **Cơ cấu tài chính ngày càng cải thiện.**

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Chỉ số	2021	2022	2023F	Peer	KQKD	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	5.9	13.0	10.0	15.7	Doanh thu thuần	884	859	887	805
PB (x)	1.2	1.8	0.8	2.1	Lợi nhuận gộp	412	317	355	303
PS (x)	1.45	3.73	1.78	1.4	NPATMI	253	152	187	207
ROE (%)	21%	14%	8%	14%	EPS	3,449	1,993	2,448	2,714
ROA (%)	8%	6%	4%	6%	Tăng trưởng EPS	-30%	-42%	23%	11%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1.2023

Hình 1: Tóm tắt KQKD của KSB trong Quý 1.2023

KSB_Tỷ VNĐ	Q1.2022	Q1.2023	% YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	262	114	-57%	<p>Kết thúc Q1.2023, KSB ghi nhận Doanh thu thuần đạt 114 tỷ VNĐ (-57% yoy), LNST – CĐTTS = 13 tỷ VNĐ (-68% yoy)</p> <ul style="list-style-type: none"> Doanh thu đã đạt 60 tỷ VNĐ (-43% yoy) do sản lượng giảm và giá bán giảm khi mỏ đá Phước Vĩnh hết hạn. Doanh thu KCN đạt 41 tỷ VNĐ (-71% yoy) do quỹ đất KCN mở rộng 1 không còn nhiều. Tính đến cuối năm 2022, KSB chỉ còn 30 ha đất thương phẩm <p>KQKD suy giảm do mỏ Phước Vĩnh hết hạn và quỹ đất KCN không còn nhiều,</p>
VLXD	104	60	-43%	
KCN	145	41	-71%	
Phí dịch vụ	13	12	-2%	
Lãi gộp	103	54	-47%	
VLXD	27	16	-42%	
KCN	68	31	-54%	
Phí dịch vụ	8	8	-6%	
Thu nhập tài chính	5	16	193%	
Chi phí tài chính	(26)	(30)	17%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(26)	(30)	17%	
Lãi/(lỗ) từ CTLK	(1)	0	-118%	
Chi phí bán hàng	(13)	(6)	-55%	
CP QLDN	(15)	(12)	-16%	
Lãi từ HĐKD	54	22	-60%	
Thu nhập khác, ròng	(1)	0	-174%	
EBT	53	22	-59%	
Thuế TNDN	(11)	(9)	-25%	
NPAT	42	13	-68%	
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-		
NPATMI	42	13	-68%	
Biên lợi nhuận gộp	39%	48%	8%	
VLXD	26%	26%	0%	
KCN	47%	75%	28%	
Phí dịch vụ	64%	61%	-3%	
Biên lợi nhuận ròng	16%	12%	-4%	

Nguồn: Báo cáo tài chính KSB, BSC Research tổng hợp

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Khu công nghiệp Đất Cốc mở rộng 2 mở khóa sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận và giảm áp lực nợ vay cho KSB từ cuối năm 2024.

KSB hiện đang sở hữu KCN Đất Cốc (523 ha) bao gồm 3 giai đoạn là Đất Cốc hiện hữu (213 ha), Đất Cốc mở rộng 1 (130 ha) và Đất Cốc mở rộng 2 (189 ha). Trong đó:

- **Đất Cốc hiện hữu và Đất Cốc mở rộng 1 đã đi vào khai thác từ 2011 và 2018:** Diện tích đất thương phẩm còn lại không còn nhiều, ước chỉ đạt 30-35 ha, đủ cho KSB khai thác trong năm 2023 – 2024. BSC kỳ vọng KSB sẽ bàn giao lần lượt 24 ha và 8 ha từ Đất Cốc mở rộng 1 trong năm 2023 và năm 2024.
- **Đất Cốc mở rộng 2 đang trong giai đoạn đền bù và xin điều chỉnh Quy hoạch 1/500.** Diện tích đất thương phẩm ước khoảng 140 ha.

Hình 2: Danh sách Khu công nghiệp của KSB

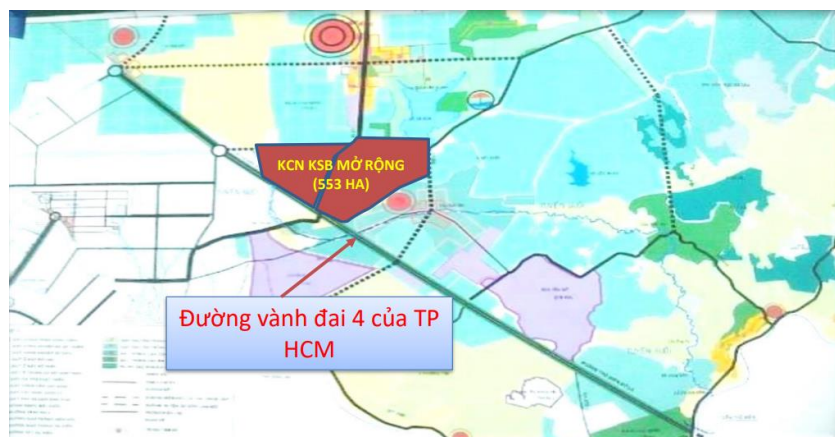
TT	Khu Công nghiệp	Diện tích	Tình trạng
1	Đất Cốc hiện hữu	213	Đã lấp đầy 100%
2	Đất Cốc mở rộng 1	130	Còn 30 ha thương phẩm đến cuối năm 2022
3	Đất Cốc mở rộng 2	189	Đang đền bù, xin điều chỉnh quy hoạch 1/500
TỔNG		523	

Nguồn: KSB

KCN Đất Cốc mở rộng 2 kỳ vọng sẽ bắt đầu khai thác từ 2H.2024. Tính đến cuối năm 2022, Công ty đã tạm ứng trước cho CTCP Bất động sản Minh Trí 830 tỷ VNĐ để đền bù. Đất đền bù của KCN Đất Cốc 100% là đất trồng cây lâu năm, do đó, khung giá đền bù đều đã được quy định bởi Nhà nước. Với việc (i) tạm ứng 830 tỷ đền bù, (ii) giá đền bù ước tính 20,000 - 250,000 VNĐ/m², BSC cho rằng KSB cơ bản sẽ hoàn thành 100% công tác đền bù trong năm 2023. Công việc còn lại chủ yếu đền từ KSB điều chỉnh Quy hoạch 1/500 để giảm diện tích dự án từ 553 ha xuống còn 523 ha. Theo Ban lãnh đạo KSB chia sẻ, dự án Đất Cốc mở rộng 2 sẽ đi vào khai thác vào cuối năm 2024. Chúng tôi cho rằng có nhiều động lực để KSB đẩy mạnh triển khai KCN Đất Cốc mở rộng 2 khi (i) Quỹ đất từ Đất Cốc hiện hữu và mở rộng 1 không còn nhiều, (ii) KCN mở rộng 2 gần như đã đền bù xong. **BSC kỳ vọng KCN Đất Cốc mở rộng 2 sẽ hoàn thành pháp lý và là động lực tăng trưởng của KSB từ cuối năm 2024.** BSC kỳ vọng Đất Cốc mở rộng 2 sẽ bàn giao 5 ha trong năm 2024.

Khả năng hấp thụ của dự án KCN Đất Cốc mở rộng 2 sẽ hỗ trợ nhờ vị trí tốt và hệ thống hạ tầng hoàn thiện vốn có của Đất Cốc hiện hữu và mở rộng 1. KCN Đất Cốc nằm ở trung tâm của TX Tân Uyên (Bình Dương), tiếp giáp với đường vành đai 4 của TP. HCM. BSC kỳ vọng KSB có thể bàn giao 15-25 ha/năm trong giai đoạn 2025-2030.

Hình 3: Vị trí KCN Đất Cốc



Nguồn: BSC Research tổng hợp

2. Sản lượng tiêu thụ đá tăng trưởng +11% yoy trong năm 2024 nhờ việc (1) Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công, (2) mỏ đá Tam Lập đi vào khai thác, giúp tăng trữ lượng đá của KSB thêm 40%, (3) mức nền thấp năm 2022.

Mỏ Tam Lập kỳ vọng đi vào khai thác trong 2H.2023 sẽ nâng tổng trữ lượng đá của KSB lên 27 triệu m³, tăng thêm 40% so với cuối năm 2022. Cụ thể, tính đến cuối năm 2022, tổng trữ lượng đá còn lại của KSB không còn nhiều, chỉ đạt gần 19 triệu m³, chủ yếu đến từ mỏ Tân Mỹ và mỏ Thiện Tân 7. Mỏ Phước Vĩnh gần như đã hết trữ lượng được cấp phép. Sang năm 2023 – 2024:

- KSB xin cấp phép mỏ Tam Lập, kỳ vọng sẽ nhận chủ trương đầu tư trong Tháng 6 và giấy phép khai thác trong T7 – T8.2023. Tính đến cuối năm 2022, KSB đã đầu tư 143 tỷ VNĐ – tương đương gần 80% tổng chi phí đền bù/GPMB. Do đó BSC kỳ vọng KSB có thể khai thác ngay mỏ Tam Lập trong 2H.2023.
- Ngoài ra, KSB cũng đang xin mở rộng mỏ Phước Vĩnh về diện tích (từ 30 ha lên 60 ha) và độ sâu (từ -20 m lên -70 m) từ năm 2020. Mỏ đá Phước Vĩnh 2 chưa được đưa vào Quy hoạch chung của tỉnh Bình Dương trong Quý 1.2023. Tuy nhiên, BSC hiện chưa đưa mỏ Phước Vĩnh mở rộng vào dự báo do chưa có đầy đủ thông tin. .

Với kỳ vọng mỏ Tam Lập đi vào khai thác trong năm 2023-2024, BSC ước tính tổng trữ lượng của KSB nâng lên 27 triệu m³ trong năm 2023, tăng 40% so với cuối năm 2022.

Hình 4: Danh sách các mỏ đá của KSB

TT	Mỏ đá	Vị trí	Trữ lượng			Thời gian khai thác
			Công suất (triệu m ³ /năm)	Cấp phép (triệu m ³ /năm)	Còn lại tới cuối năm 2022 (triệu m ³)	
1	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	2.2	22	15.4	28/8/2029
2	Phước Vĩnh	Phú Giáo, Bình Dương	0.94	6	0.5	13/1/2023 – đang xin gia hạn tới năm 2025
3	Thiện Tân 7	Vĩnh Cửu, Đồng Nai	0.42	5.3	3.5	29/1/2035
4	Phước Vĩnh mở rộng	Phú Giáo, Bình Dương		10*		Đang xin điều chỉnh mở rộng diện tích, khai thác xuống sâu
TỔNG TRỮ LƯỢNG					19	
	Tam Lập	Phú Giáo, Bình Dương	2	7.5	7.5	Kỳ vọng sẽ nhận chấp thuận chủ trương trong Tháng 6, và nhận giấy phép khai thác trong Tháng 7.
TỔNG TRỮ LƯỢNG SAU KHI BỔ SUNG MỎ TAM LẬP					27	

*Chú thích: Số ước tính của BSC dựa trên Trữ lượng giai đoạn 1

Khả năng tiêu thụ mỏ đá của KSB sẽ tốt nhờ việc (1) Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công, (2) KSB có thể cung cấp đá cho các dự án hạ tầng tại Bình Dương và Chơn Thành

(1) BSC kỳ vọng Chính phủ sẽ đẩy mạnh đầu tư công trong năm 2023 -2024 do các khó khăn về giá nguyên vật liệu, đền bù GPMB, đã được tháo gỡ. Trong năm 2022, tổng chi từ nguồn vốn ngân sách nhà nước = 595,423 tỷ VNĐ (+ 19% yoy), tương đương 85% kế hoạch giải ngân của năm. Tỷ lệ hoàn thành gần như ở mức thấp nhất trong giai đoạn 2016 – 2022, chủ yếu do (1) Thiếu nguồn cung, đi kèm với giá nguyên vật liệu cao, (2) Vướng mắc đền bù và GPMB, (3) Khó khăn về thủ tục lựa chọn nhà thầu. Tuy nhiên, bước sang đầu năm 2023, BSC nhận thấy các tín hiệu tích cực – là cơ sở để Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công trong thời gian tới như:

- Giá nguyên vật liệu đã hạ nhiệt;
- Chính phủ phối hợp UBND các tỉnh, Ban QLDN để đẩy mạnh đền bù, GPMB, . . .
- Tiến hành chỉ định thầu và phân chia thành các gói thầu nhỏ phù hợp năng lực nhà thầu ([Chi tiết tại Hình 4](#)).

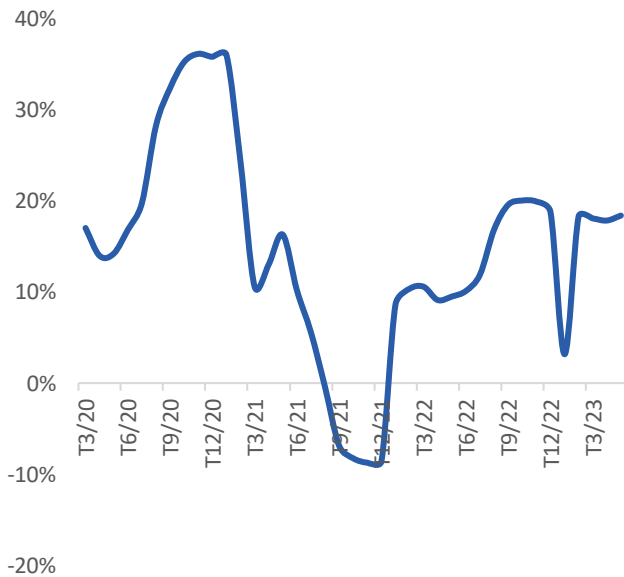
Hình 5: Các vướng mắc về giải ngân đầu tư công đã được tháo gỡ

TT	Vướng mắc trong năm 2022	Tình trạng/Giải pháp tháo gỡ từ Chính Phủ	Nhận xét của BSC
1	Thiếu nguồn cung, đi kèm với giá nguyên vật liệu cao	<ul style="list-style-type: none"> Giải pháp: T6/2021, Chính phủ áp dụng “cơ chế đặc thù”, cho phép nâng UBND các tỉnh nâng công suất/hoặc phê duyệt các dự án khoáng sản để tăng nguồn cung nguyên vật liệu một số dự án cao tốc Bắc – Nam Tình trạng: Giá nguyên vật liệu đã hạ nhiệt. 	Đã được giải quyết
2	Vướng mắc đền bù, GPMB	<ul style="list-style-type: none"> Giải pháp: Ban QLDA phối hợp UBND các tỉnh, Bộ TNMT, Bộ GTVT để đẩy mạnh đền bù GPMB. Tình trạng: Các địa phương đã bàn giao dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 đạt 76% mặt bằng tính tới năm 2022, và dự kiến đạt 100% vào Q2.2023. 	Đã được giải quyết
3	Khó khăn thủ tục chọn thầu	<ul style="list-style-type: none"> Giải pháp: Chính phủ tiến hành chỉ định thầu đối với 12/12 dự án thành phần, phân chia gói thầu thành 25 gói thành phần nhỏ, phù hợp năng lực triển khai, tài chính các nhà thầu Tình trạng: 100% các dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 đã có nhà thầu xây lắp. 	Đã được giải quyết

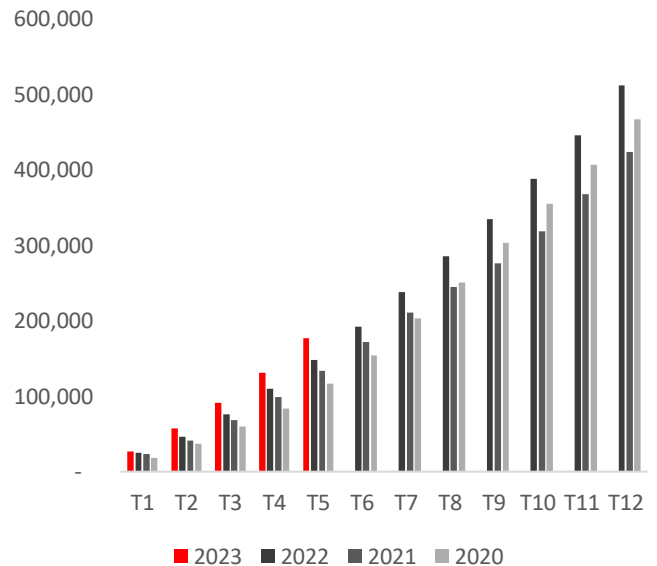
Nguồn: BSC Research tổng hợp

Nỗ lực giải ngân đầu tư công của Chính phủ cũng đã cho thấy chuyển biến tích cực. Cụ thể, lũy kế 5T.2023, tổng giá trị giải ngân vốn đầu tư đạt 177,000 tỷ (+19.7% yoy), hoàn thành khoảng 25% kế hoạch năm. Mặc dù tỷ lệ hoàn thành trong 5T.2023 tương đương so với cùng kỳ năm 2022, tuy nhiên, giá trị giải ngân tăng trưởng + 20% yoy. **Với việc các vướng mắc cơ bản đã được gỡ bỏ, BSC kỳ vọng Chính phủ sẽ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công trong năm 2H.2023 – 2024.** ([Chi tiết tham khảo tại Báo cáo chuyên đề](#)).

Hình 6: Tăng trưởng vốn ngân sách nhà nước % YoY



Hình 7: Lũy kế giải ngân vốn đầu tư công năm trong năm 2023 +19.7% trong 5T.2023

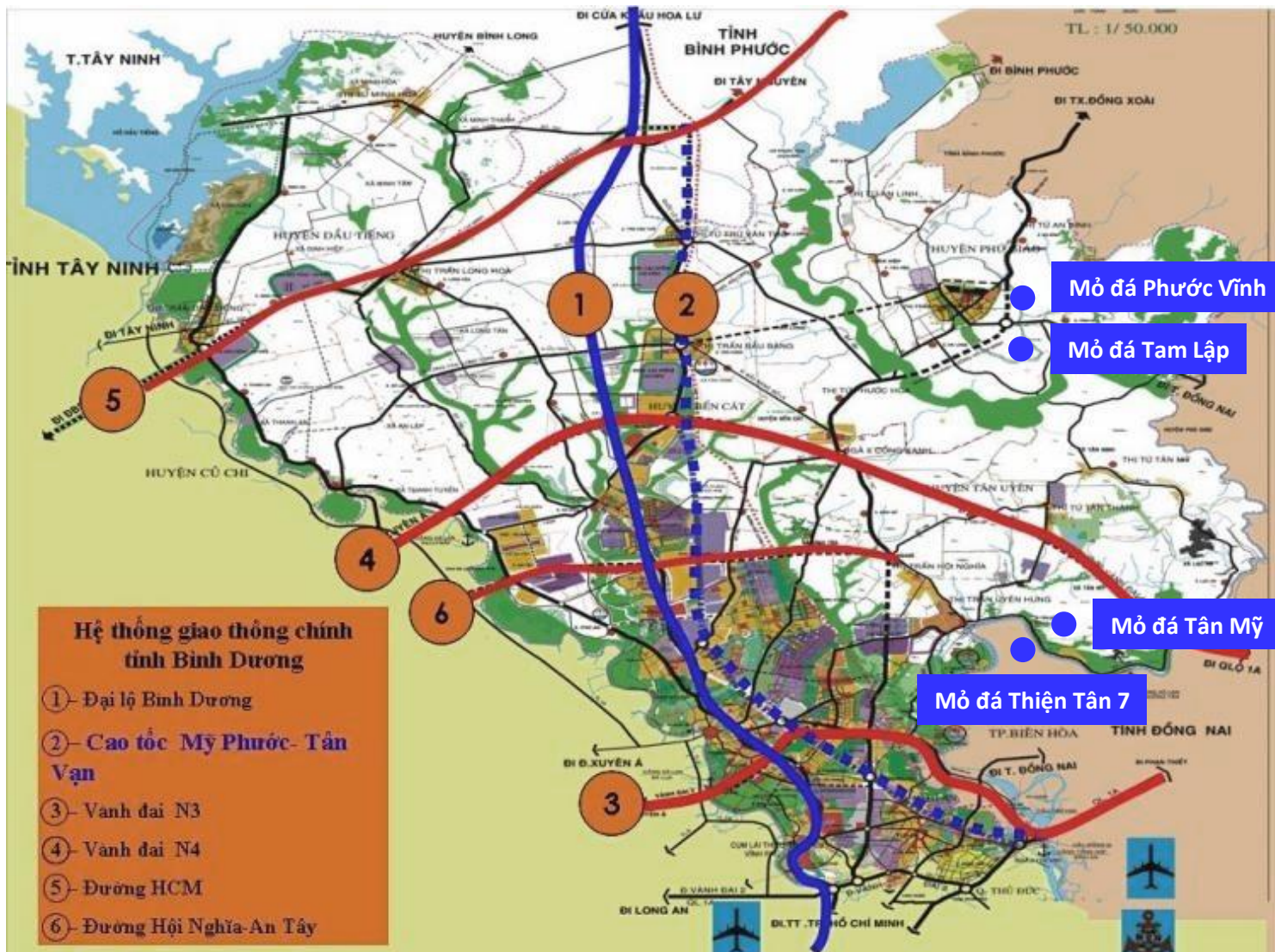


Nguồn: BSC Research tổng hợp, dự báo

(2) KSB sẽ được hưởng lợi từ việc cung cấp đá cho các dự án hạ tầng tại Bình Dương và Chơn Thành (Bình Phước).

Theo thống kê của BSC, tỉnh Bình Dương đang triển khai 7 dự án hạ tầng trọng điểm điển hình như Vành đai N4, Vành đai N3, Cao tốc TP HCM – Chơn Thành, đường Hồ Chí Minh, đường tạo lực Bắc Tân Uyên – Phú Giáo, Đường Mỹ Phước – Tân Vạn. So sánh với các doanh nghiệp đá niêm yết trên sàn, BSC cho rằng KSB sẽ được hưởng lợi chính từ các dự án này nhờ **(1)** vị trí các mỏ gần ngay trong Bình Dương và **(2)** chất lượng đá tốt khi mỏ Tam Lập mới đi vào hoạt động.

Hình 8: Các dự án cao tốc trọng điểm tại Bình Dương và vị trí mỏ đá của KSB



Nguồn: BSC Research tổng hợp

So sánh với các doanh nghiệp niêm yết trên sàn, KSB là doanh nghiệp sở hữu mỏ đá lớn nhất tại Bình Dương và Bình Phước.

TT	Doanh nghiệp	Mỏ đá	Trữ lượng	Trữ lượng	Thời gian cấp phép
1	KSB	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	15.4	T8/2029
		Phước Vĩnh	Phú Giáo, Bình Dương	0.5	T1/2023
		Phước Vĩnh mở rộng	Phú Giáo, Bình Dương	-	-
		Tam Lập	Phú Giáo, Bình Dương	7.5	Xin cấp phép từ Q3.2023
2	NNC	Mũi Tàu	Tân Lập, Bình Phước	1	T1.2043
3	C32	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	1	T12.2025
4	DHA	Núi Gió	Hớn Quản, Bình Phước	0.3	T8.2038

Lưu ý: BSC Research tổng hợp lại các mỏ đá tại Bình Dương và Bình Phước.

(3) Điểm rơi lợi nhuận mảng đá kỳ vọng kể từ năm 2024. Đa số các dự án kể trên đều trong giai đoạn chuẩn bị pháp lý để đầu tư và giải phóng mặt bằng trong năm 2023. Với việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công, BSC kỳ vọng các dự án – cụ thể là Vành Đai N3, Đường Hồ Chí Minh, cao tốc TP. Hồ Chí Minh – Thủ Dầu Một – Chơn Thành, sẽ bắt đầu sang giai đoạn thi công kết cấu phần dưới (rải đá) từ 2H.2024 -2025. Đó đó, KSB sẽ bắt đầu được hưởng lợi mạnh mẽ từ năm 2024.

Hình 9: Các dự án trọng điểm của tỉnh Bình Dương, Và Chơn Thành (Bình Phước)

TT	Dự án	Thời gian triển khai	Chiều dài qua Bình Dương (km)	Tiến độ tại T6.2023
1	Mở rộng QL 13	2021-2023	13	▪ Đang GPMB và thi công cuốn chiếu
2	Vành Đai N3	2023-2025	27	▪ Đã thông qua đơn giá, đền bù tại Bình Dương; ▪ Dự kiến khởi công vào T6.2023
3	Vành Đai N4	2023-2026	48	▪ Đã phê duyệt chủ trương đầu tư ▪ Dự kiến khởi công vào cuối năm 2023.
4	Đường Hồ Chí Minh	2023-2025	53	▪ Đang ở giai đoạn chuẩn bị pháp lý, dự kiến tái khởi công trong năm 2023-1H.2024
5	Cao tốc TP. Hồ Chí Minh – Thủ Dầu Một - Chơn Thành	2023-2025	45	▪ Đang ở giai đoạn chuẩn bị pháp lý đầu tư. ▪ Dự kiến khởi công, GPMB vào đầu năm 2024.
6	Đường tạo cảnh quan tuyến Mỹ Phước – Tân Vạn	2021-2025		▪ Đang GPMB và thi công cuốn chiếu
7	Đường tạo lực Bắc Tân Uyên – Phú Giáo Bàu Bàng	2021-2024	26	▪ Đã khởi công từ T10/2021 ▪ Đang giải phóng mặt bằng, thi công cuốn chiếu.

Dự án hạ tầng	2022	2023	2024	2025	2026
Vành Đai N3 TP.HCM (đoạn qua Bình Dương)					
Vành Đai N4 (đoạn qua Bình Dương)					
Đường Hồ Chí Minh (Chơn Thành – Đức Hòa)					
Cao tốc TP. Hồ Chí Minh – Thủ Dầu Một - Chơn Thành					
Đường tạo cảnh quan tuyến Mỹ Phước – Tân Vạn					
Đường tạo lực Bắc Tân Uyên – Phú Giáo Bàu Bàng					

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Với việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công, cộng thêm mỏ Tam Lập/Phước Vĩnh đi vào hoạt động, BSC kỳ vọng sản lượng đá của KSB +11% yoy trong năm 2024. Cụ thể, trong năm 2023, BSC dự báo tổng sản lượng đá của KSB đạt 2.9 triệu tấn (-16% yoy) với giá định bổ sung mỏ Tam Lập vào 2H.2023. Trong năm 2024, BSC dự báo tổng sản lượng đá KSB đạt 3.2 triệu tấn (+11% yoy) nhờ đóng góp của mỏ Tam Lập, và mức nền thấp trong năm 2023 do giảm đóng góp từ mỏ Phước Vĩnh.

Hình 10: Dự báo sản lượng đá KSB

Năm	2020	2021	2022	2023F	2024F
Tổng sản lượng (triệu m³)	4.2	2.9	3.4	2.9	3.2
% YoY		-31%	18%	-16%	+11%
- Mỏ Tân Đông Hiệp	1.1	-	-	-	-
- Mỏ Phước Vĩnh	1.6	1.5	1.3	0.4	-
- Mỏ Tân Mỹ	1.1	1.0	1.7	1.7	1.7
- Mỏ Thiên Tân	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
- Mỏ Tam Lập Giai đoạn 1	-	-	-	0.1	0.3

Trữ lượng còn lại (triệu m³ nguyên khối)

- Mỏ Tân Đông Hiệp
- Mỏ Phước Vĩnh

- Mở Tân Mỹ	13.8	12.1
- Mở Thiên Tân	3.2	2.7
- Mở Tam Lập Giai đoạn 1	7.0	6.0

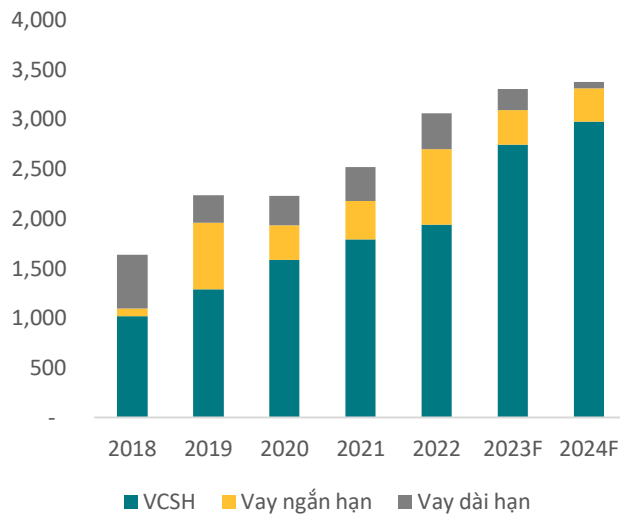
Nguồn: BSC Research dự báo

3. Cơ cấu tài chính ngày càng được cải thiện.

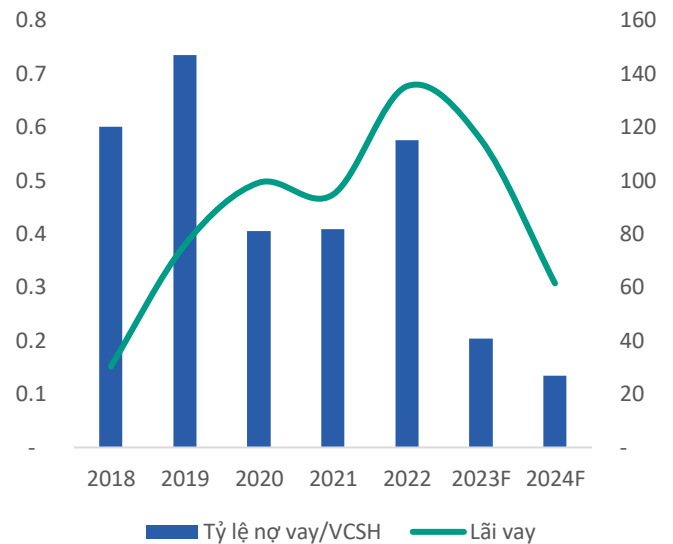
Tỷ lệ đòn bẩy kỳ vọng sẽ giảm trong năm 2023 và 2024 sau khi KSB phát hành tăng vốn và nhu cầu đầu tư dự án mới không lớn. Trong năm 2021- 2022, KSB chịu gánh nặng chi phí lãi vay lớn (100-135 tỷ VNĐ/năm). Chúng tôi cho rằng để tài trợ đền bù KCN Đất Cuộc mở rộng 2. Sang năm 2023 -2024, BSC cho rằng tỷ lệ đòn bẩy sẽ giảm mạnh.

- **Trong năm 2023, tỷ lệ đòn bẩy giảm từ 0.6 xuống 0.2 nhờ KSB phát hành tăng vốn.** Cụ thể, KSB sẽ thực chào bán 38.1 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ thực hiện 50%, với giá 16,000 đồng/Cổ phiếu, dự kiến thu về 610 tỷ VNĐ trong Quý 3.2023. BSC kỳ vọng nguồn tiền đem về sẽ giúp giảm 500-600 tỷ nợ vay dài hạn. Theo đó, BSC dự báo tỷ lệ nợ vay/VCSH của KSB sẽ giảm từ 0.6 năm 2022 xuống còn 0.2 năm 2023. Chi phí lãi vay đạt 115 tỷ VNĐ trong năm 2023.
- **Trong năm 2024, tỷ lệ đòn bẩy sẽ tiếp tục giảm từ 0.2 xuống 0.1 khi nhu cầu đầu tư các dự án mới không lớn.** Với việc KCN Đất Cuộc mở rộng 2 và mỏ Tam Lập đã cơ bản đền bù xong, chi phí đền bù mỏ Phước Vĩnh mở rộng ước 150-180 tỷ VNĐ, hoàn toàn có thể tài trợ bằng lợi nhuận để lại, BSC cho rằng KSB có thể duy trì tỷ lệ đòn bẩy thấp trong giai đoạn 2024 – 2025. BSC dự báo chi phí lãi vay trong năm 2024 đạt 50 tỷ VNĐ (-57% yoy).

Hình 11: Dự báo nợ vay của KSB năm 2023 - 2024



Hình 12: Dự báo tỷ lệ nợ vay/VCSH và Chi phí lãi vay năm 2023-2024



Nguồn: BSC Research dự báo

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2023 – 2024

Trong năm 2023, BSC dự báo KSB ghi nhận Doanh thu thuần = 887 tỷ VNĐ (+3% yoy), LNST – CĐTS = 187 tỷ VNĐ (+23% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 2,448 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 12.2x, P/B FWD 2023 = 0.83x dựa trên giả định:

- **Doanh thu VLXD = 418 tỷ VNĐ (-21% yoy)** chủ yếu do sản lượng -16% yoy khi giảm đóng góp từ mỏ Phước Vĩnh có giá bán cao. Biên lợi nhuận gộp mặng đá = 26.1% tương đương với Q1.2023. Biên lợi nhuận gộp giảm 2 điểm % so với năm 2022 do ảnh hưởng bởi chi phí bốc phủ mỏ Tam Lập.
- **Doanh thu KCN = 405 tỷ VNĐ (+48% yoy)** nhờ bàn giao 24 ha KCN Đất Cuộc mở rộng 1.
- **Chi phí lãi vay = -114 tỷ VNĐ (-16% yoy)** do giảm nợ vay.

Trong năm 2024, BSC dự báo KSB ghi nhận Doanh thu thuần = 805 tỷ VNĐ (-9% yoy), LNST – CĐTS = 207 tỷ VNĐ (+11% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 2,714 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 11.1x, P/B FWD 2023 = 0.77x, dựa trên giả định:

- **Doanh thu đá = 476 tỷ VNĐ (+14% yoy)** do sản lượng +11% yoy. Biên lợi nhuận gộp mặng đá giả định = 29.3%, tương đương với giai đoạn khi KSB nhận khai thác mỏ mới Tân Đông Hiệp. BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp KSB sẽ cải thiện 3 điểm % nhờ (1) mỏ Tam Lập mới đi vào khai thác có chất lượng tốt, (2) ít chịu ảnh hưởng bởi chi phí bốc phủ cao hơn.
- **Doanh thu KCN = 261 tỷ VNĐ (-25% yoy)** nhờ bàn giao 8 ha KCN Đất Cuộc mở rộng 1, 5 ha KCN Đất Cuộc mở rộng 2. Biên lợi nhuận gộp mặng KCN = 43% do KCN Đất Cuộc 2 có Chi phí đền bù cao hơn.
- **Chi phí lãi vay = -50 tỷ VNĐ (-57% yoy)** do giảm nợ vay.

Hình 13: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023

	2021	2022	2023F	2024F	% YoY 2023	% YoY 2024
Doanh thu thuần	884	859	887	805	3%	-9%
Giá vốn hàng bán	(472)	(542)	(533)	(502)	-2%	-6%
Lợi nhuận gộp	412	317	355	303	12%	-14%
Thu nhập tài chính	103	94	108	108	15%	0%
Chi phí tài chính	(95)	(135)	(115)	(50)	-15%	-57%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(95)	(135)	(115)	(50)	-15%	-57%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	(5)	(2)	(2)	(2)	0%	0%
Chi phí BH	(55)	(40)	(62)	(56)	54%	-9%
Chi phí QLDN	(62)	(53)	(58)	(52)	9%	-9%
Lãi từ HØKD	298	180	226	250	25%	11%
Thu nhập khác, ròng	3	4	0	0	-92%	-9%
LNST	301	184	226	250	23%	11%
Thuế TNDN	(48)	(32)	(39)	(43)	22%	11%
LNST	253	152	187	207	23%	11%
Lợi ích CĐKKS	-	-	-	-	-	-
LNST Công ty mẹ	253	152	187	207	23%	11%
Giả định						
Doanh thu	884	859	887	805	3%	-9%
VLXD	469	527	418	476	-21%	14%
KCN	259	274	405	261	48%	-35%
Phí dịch vụ	56	58	64	68	11%	6%
Lợi nhuận gộp	412	317	355	303	12%	-14%
VLXD	133	148	109	139	-26%	28%
KCN	143	130	202	118	55%	-42%

Phí dịch vụ	36	39	44	46	11%	6%
Biên lợi nhuận gộp	46.6%	36.9%	40.0%	37.7%	3%	-2%
VLXD	28%	28%	26%	29%	-2%	3%
KCN	55%	47%	50%	45%	2%	-5%
Phí dịch vụ	64%	68%	68%	68%	0%	0%
Sản lượng đá (triệu m3)	2.9	3.4	2.9	3.2	-16%	11%
- Mỏ Tân Đông Hiệp	-	-	-	-		
- Mỏ Phước Vĩnh	1.5	1.3	0.4	-		
- Mỏ Tân Mỹ	1.0	1.7	1.7	1.7		
- Mỏ Thiên Tân	0.4	0.5	0.5	0.5		
- Mỏ Tam Lập	-	-	0.3	1.0		
Giá bán (VNĐ/m3)	161,885	153,504	145,607	148,625	-5%	2%
- Mỏ Tân Đông Hiệp	-	-	-	-		
- Mỏ Phước Vĩnh	152,623	144,722	146,170	149,093	1%	2%
- Mỏ Tân Mỹ	108,932	103,293	104,326	106,412	1%	2%
- Mỏ Thiên Tân	167,426	158,759	160,346	163,553	1%	2%
- Mỏ Tam Lập	-	-	146,170	149,093		2%
Diện tích cho thuê			24	14		-42%

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **KSB** với giá trị hợp lý năm 2023 là **37,300 VNĐ/CP** (Upside **20%** so với giá đóng cửa ngày 06/07/2023), theo phương pháp định giá từng phần với DCF cho mảng đá, RNAV cho Khu Công nghiệp Đất Cuốc với WACC = 12% và giá trị sổ sách cho các dự án đá, đất sét dờ dang và các bất động sản đầu tư khác. BSC kỳ vọng mỏ Tam Lập và Quỹ đất KCN mở rộng 2 được mở khóa vào 2H.2023 và 2H.2024 sẽ là động lực tăng trưởng mới cho KSB.

Hình 14: Định giá cổ phiếu

	Phương pháp	Giá trị (tỷ VNĐ)	Chiết khấu	Giá trị sau chiết khấu (tỷ VNĐ)
Đá (P/E mục tiêu = 9)	DCF	912		912
KCN Đất Cuốc hiện hữu + MR 1	RNAV	302		302
KCN Đất Cuốc MR 2	RNAV	1,610		1,610
Phí dịch vụ của đất đã cho thuê	DCF	294		294
Tiền và tương đương tiền	BV	132		132
Công ty liên kết	BV	339		339
Tài sản dờ dang các mỏ đá	BV	244		244
Bất động sản đầu tư	BV	125		125
Nợ vay		(1,116)		(1,116)
CĐTS		-		-
Tổng hợp giá trị doanh nghiệp				2,843
Số lượng CP lưu hành (Triệu CP)				76
Giá trị CP (VNĐ/CP)				37,300

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	884	859	887	805
Giá vốn hàng bán	(472)	(542)	(533)	(502)
Lợi nhuận gộp	412	317	355	303
Thu nhập tài chính	103	94	108	108
Chi phí tài chính	(95)	(135)	(115)	(50)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(95)	(135)	(115)	(50)
Lãi/(Lỗ) từ CTLK	(5)	(2)	(2)	(2)
Chi phí BH	(55)	(40)	(62)	(56)
Chi phí QLDN	(62)	(53)	(58)	(52)
Lãi từ HĐKD	298	180	226	250
Thu nhập khác, ròng	3	4	0	0
LNTT	301	184	226	250
Thuế TNDN	(48)	(32)	(39)	(43)
LNST	253	152	187	207
Lợi ích CĐKKS	-	-	-	-
LNST Công ty mẹ	253	152	187	207
EPS	3,449	1,993	2,448	2,714

CĐKT (Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền và tương đương tiền	94	122	334	234
Đầu tư ngắn hạn	-	10	-	-
Phải thu ngắn hạn	1,925	1,867	1,961	2,059
Hàng tồn kho	39	28	897	880
TS ngắn hạn khác	42	31	33	30
TS ngắn hạn	2,100	2,059	3,224	3,202
Phải thu dài hạn	425	876	9	8
TSCĐ nguyên giá	336	332	335	339
Khấu hao	(219)	(236)	(289)	(330)
TSĐT nguyên giá	228	199	125	52
Khấu hao	(97)	(74)	(74)	(74)
TS dở dang dài hạn	611	516	526	716
ĐT dài hạn	341	339	339	339
TS dài hạn khác	258	230	243	220
TS dài hạn	1,885	2,184	1,215	1,270
Tổng TS	3,985	4,243	4,439	4,472
Nợ phải trả	844	584	571	570
Vay ngắn hạn	387	758	335	299
Tổng Nợ ngắn hạn	1,231	1,342	906	869
Vay dài hạn	343	358	210	61
Nợ dài hạn khác	623	602	585	597
Tổng Nợ dài hạn	966	960	795	659
Tổng Nợ phải trả	2,197	2,302	1,701	1,527
Vốn góp	736	766	1,376	1,376
Thặng dư vốn	0	0	0	0
Vốn chủ khác	166	181	181	181
Lãi chưa phân phối	886	993	1,180	1,387
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-
Tổng VCSH	1,788	1,941	2,738	2,945
Tổng nguồn vốn	3,985	4,243	4,439	4,472

LCTT (Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
(Lỗ)/LNTT	301	184	226	250
Khấu hao và phân bổ	154	178	53	41
Thay đổi vốn lưu động	(418)	(265)	(292)	(138)
Điều chỉnh khác	7	32	117	52
LCTT từ HĐKD	44	130	104	206
Tiền chi mua TSCĐ	(170)	(507)	60	(120)
Đầu tư khác	(3)	11	8	(2)
LCTT từ HĐĐT	(173)	(496)	68	(122)
Tiền chi trả cổ tức	-	-	-	-
Tiền từ vay ròng	71	365	(571)	(184)
Tiền thu khác	-	30	610	-
LCTT từ HĐTC	71	395	39	(184)
Dòng tiền đầu kỳ	152	94	122	334
Tiền trong kì	(57)	28	211	(100)
Dòng tiền cuối kỳ	94	122	334	234

Chỉ số	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
H số TT ngắn hạn	1.7	1.5	3.6	3.7
H số TT nhanh	1.6	1.5	2.5	2.6
Cơ cấu vốn				
H số Nợ/TTS	55%	54%	38%	34%
H số Nợ/VCSH	123%	119%	62%	52%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	30	19	614	640
Số ngày phải thu ngắn hạn	794	793	807	933
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	47%	37%	40%	38%
Lợi nhuận LNST	29%	18%	21%	26%
ROE	14%	8%	7%	7%
ROA	6%	4%	4%	5%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-33%	-3%	3%	-9%
Tăng trưởng EBIT	-21%	-19%	7%	-12%
Tăng trưởng LNTT	-25%	-39%	23%	11%
Tăng trưởng EPS	-30%	-42%	23%	11%
SLCP lưu hành (triệu)	73	76	76	76
BVPS	24,392	25,439	35,882	38,596

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về 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 VND 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

17 Tông Đản

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

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

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

