



## CTCP cơ khí và khoáng sản Hà Giang (HGM)

Số 390, đường Nguyễn Trãi, thị  
xã Hà Giang, tỉnh Hà Giang

Mã chứng khoán: HGM

Sàn giao dịch: HNX

Ngành: Nguyên vật liệu

Lĩnh vực: Tài nguyên cơ bản

<http://www.hgm.vn>

### Khuyến nghị: NẮM GIỮ

Giá mục tiêu: 87,719 VNĐ

Giá hiện tại (11/3/2011): 93,800 VNĐ

HNX-Index (11/3/2011): 94.85



BÁN

MUA

EPS\_2011(F): 14,640 VNĐ P/E : 9.76

BVPS (31/12/2010): 20,635 VNĐ P/B : 4.55

#### THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY



#### Lĩnh vực kinh doanh chính:

- Khai thác, thăm dò, chế biến, xuất nhập khẩu khoáng sản
- Gia công sản phẩm cơ khí
- Xây dựng công trình công nghiệp

#### Những điểm nổi bật

- Chiến lược kinh doanh của công ty: Tiếp tục coi Antimon là sản phẩm cốt lõi, gia tăng đầu tư vào các hoạt động thăm dò mở rộng mỏ, đầu tư vào các mỏ được cấp phép nhưng chưa đủ năng lực khai thác và đầu tư đổi mới công nghệ nhằm hạ thấp giá thành, nâng cao hiệu suất khai thác.
- HGM hiện là đơn vị duy nhất tại Việt Nam có thể sản xuất Antimon thành phẩm ở quy mô công nghiệp. Mặc dù vậy, khả năng xuất hiện đối thủ mới gia nhập ngành khá cao do đã có 2 dự án xây dựng nhà máy luyện Antimon tại Quảng Ninh và Tuyên Quang.
- Chính sách hạn chế xuất khẩu Antimon của Trung Quốc đang đem lại lợi thế tăng giá bán cho doanh nghiệp. Ngược lại, rủi ro giảm giá có thể xảy ra nếu chính sách này thay đổi.
- Lợi nhuận biên gộp cao do lợi thế về giá bán cao, công nghệ khai thác đơn giản với chi phí rẻ. Tuy nhiên chi phí khai thác lại đang có xu hướng gia tăng.
- Nguồn tiền mặt dồi dào nhưng chưa được đầu tư hiệu quả.
- Tỷ trọng đầu tư vào Tài sản cố định chưa tương xứng với yêu cầu mở rộng quy mô khai thác để đáp ứng cho nhu cầu sản phẩm xuất khẩu ngày càng tăng.

Số lượng cổ phiếu lưu hành	6,000,000
Số lượng cổ phiếu niêm yết hiện tại	6,000,000
KLGD bình quân 10 ngày	3,350
Giá cao nhất trong 52 tuần	120,490
Giá thấp nhất trong 52 tuần	54,580
Giá trị vốn hóa (triệu đồng)	562,800
Sở hữu nước ngoài hiện tại	0.24%
Tỷ lệ cổ tức/Giá hiện tại	2.1%

Khoản mục	Đơn vị	2008	2009	2010
Tổng tài sản	Tỷ đồng	113	106	144
Vốn chủ sở hữu	Tỷ đồng	76	91	124
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	56	52	95
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	24	23	60
LN từ hoạt động chính	Tỷ đồng	25	24	62
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	26	23	58
Biên lãi gộp	%	43%	44%	63%
Biên LN sau thuế	%	45%	44%	61%
ROA	%	23%	22%	40%
ROE	%	34%	25%	47%
EPS	đồng	24,487	6,853	9,609

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

## Tổng quan về doanh nghiệp

Thành lập từ năm 1995, Công ty cơ khí khoáng sản Hà Giang được cấp giấy phép khai thác quặng Antimon tại mỏ Mậu Duệ, Yên Minh, Hà Giang. 7 năm sau, dây chuyền tuyển quặng Antimon bắt đầu cho ra mẻ sản phẩm đầu tiên. Năm 2003, công ty tiếp tục được cấp phép khai thác tận thu Chì- Kẽm tại điểm quặng xã Minh Sơn, huyện Bắc Mê, Hà Giang. Công ty liên doanh với đối tác Trung Quốc, thành lập Xí nghiệp hợp danh Hà Vân để tuyển quặng chì, kẽm xuất khẩu sang Trung Quốc. Hợp đồng liên doanh đã kết thúc sau 5 năm hoạt động. Năm 2005, công ty được cổ phần hóa, trong đó Nhà nước vẫn nắm giữ 49% cổ phần. Năm 2009, công ty tăng vốn điều lệ từ 10 tỉ lên 60 tỉ đồng, cổ phiếu của công ty được niêm yết trên sàn HNX, mã giao dịch là HGM.

So với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành khai khoáng, HGM chỉ có quy mô tài sản ở mức trung bình. Tuy nhiên, điểm nổi bật của HGM chính là ở vị thế độc quyền trong việc sản xuất Antimon thành phẩm tại Việt Nam—một trong 10 nước sản xuất Antimon nhiều nhất của thế giới. Mặc dù Antimon được phân bố ở nhiều nơi như Hà Giang, Tuyên Quang, Thanh Hóa, Quảng Ninh, Thái Nguyên... nhưng đến nay HGM vẫn là doanh nghiệp duy nhất khai thác và sản xuất được Antimon thành phẩm ở quy mô công nghiệp. Các đơn vị khác chủ yếu dừng ở việc khai thác nhỏ lẻ, mới chỉ khai thác quặng thô để xuất khẩu.

Sản phẩm chính của công ty là thành phẩm Antimon thỏi mang nhãn hiệu A-H, hàm lượng đạt 99,95%- đạt tiêu chuẩn quốc tế. Antimon là một loại á kim, tương tự như các kim loại về bề ngoài và nhiều tính chất cơ lí, nhưng không phản ứng như các kim loại về mặt hóa học. Do đó, Antimon được sử dụng ngày càng rộng rãi trong các ngành công nghiệp sản xuất vật liệu chống cháy, công nghiệp điện tử, ắc quy, hợp kim chống ma sát, lớp bọc sợi cáp, diêm, thuốc phòng trừ vi sinh vật kí sinh, hàn chì- hàn thiếc, vòng bi của động cơ đốt trong ...



Quy trình SX Antimon của HGM (HGM, TVSI tổng hợp)

## Thực trạng sản xuất và dự trữ Antimon thế giới

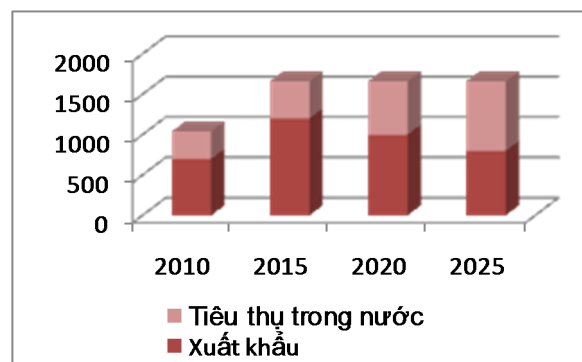
(Nguồn: U.S. Geological Survey, 2011) (đơn vị: Tấn)

	2009	2010	Dự trữ
Trung Quốc	140,000	120,000	950,000
Nga	3,500	3,000	350,000
Bolivia	3,000	3,000	310,000
Nam Phi	2,800	3,000	21,000
Tajikistan	2,000	2,000	50,000
Các nước khác	3,300	4,000	150,000
<b>Thế giới</b>	<b>154,600</b>	<b>135,000</b>	<b>1,831,000</b>

## Dự báo nhu cầu Antimon trong nước và xuất khẩu

(Nguồn: Bộ Công thương)

(đơn vị:Tấn)



## Các mỏ quặng Antimon của công ty

**Mỏ Mậu Duệ:** Mỏ Antimon Mậu Duệ bao gồm ba thân quặng I, II, và III. Hiện tại HGM đang khai thác thân quặng II, với trữ lượng ước tính là 371,818 tấn quặng, hàm lượng 10-12%, tương đương 36,000 tấn kim loại Antimon. Theo giấy phép của Bộ công nghiệp cấp ngày 17/12/1996, HGM được phép khai thác tại mỏ Mậu Duệ trong thời gian 30 năm, với công suất khai thác là 10,500 tấn quặng/năm. Hiện nay, công ty đang tiến hành thăm dò tiếp tục thân quặng I và III, ước tính trữ lượng xấp xỉ thân quặng II. Đây sẽ là nguồn cung cấp nguyên liệu dồi dào, đảm bảo hoạt động lâu dài của công ty.

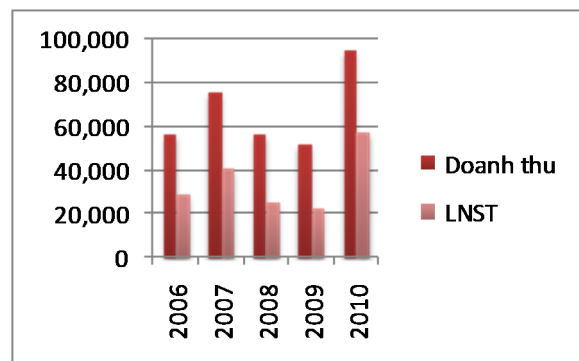
**Mỏ Bó Mới- Thâm Tiềng:** Theo "Quy hoạch phân vùng thăm dò, khai thác, chế biến và sử dụng quặng antimony giai đoạn 2007-2015, có xét đến năm 2025" của Bộ công thương, việc thăm dò điểm quặng Mỏ Bó Mới được giao cho HGM, để bổ sung nguồn nguyên liệu cho công ty. Mỏ Bó Mới chỉ nằm cách mỏ Mậu Duệ công ty đang khai thác 3 km, nên cũng sẽ rất thuận tiện cho việc mở rộng kinh doanh. Hiện công ty đã được cấp giấy phép (ngày 11/6/2010), và đang thuê đơn vị bên ngoài thăm dò, khảo sát.

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

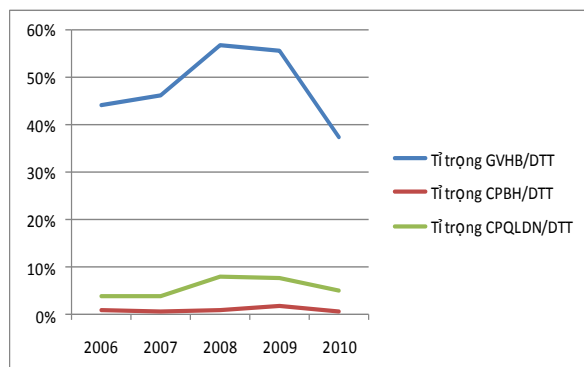
## Cột mốc chính ảnh hưởng đến hoạt động của công ty



Biến động giá Antimon 5 năm qua (Theo Metal Price)



Biến động doanh thu (TVSI tổng hợp)



Biến động tỉ trọng chi phí (TVSI tổng hợp)

## Chính sách hạn chế sản xuất và xuất khẩu Antimon của Trung Quốc:

Antimon không chỉ là một khoáng sản quan trọng chiến lược mà còn là một á kim hiếm với trữ lượng có hạn. Lo sợ việc cạn kiệt nguồn tài nguyên này, cũng như đối phó với nguy cơ ô nhiễm môi trường, từ tháng 3 năm 2010, chính quyền thành phố Lãnh Thủy Giang (tỉnh Hồ Nam) - công xưởng chính sản xuất Antimon của Trung Quốc đã ra lệnh đóng cửa gần 100 lò luyện Antimon trái phép. Đồng thời, Chính phủ Trung Quốc cũng quyết định hoãn lại toàn bộ việc thăm dò, khai thác mỏ quặng mới, giảm hạn ngạch xuất khẩu Antimon xuống còn 57,500 tấn cho năm 2010. Là quốc gia cung cấp đến 90% sản lượng Antimon thế giới (giai đoạn 2008-2009), chính sách Antimon của Trung Quốc gây ra sự thiếu hụt trầm trọng nguồn cung trên thị trường, từ đó đẩy giá Antimon lên cao gấp 2.5 lần chỉ trong vòng 1 năm. HGM được hưởng lợi rất lớn từ sự thay đổi chính sách này.

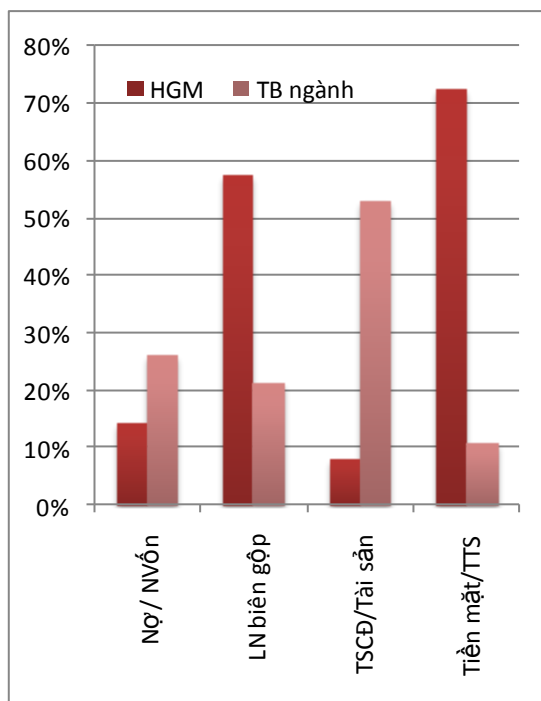
**Sự thanh lí xí nghiệp hợp danh Hà Vân:** Xí nghiệp hợp danh Hà Vân, do HGM liên doanh với đối tác Trung Quốc có nhiệm vụ chính là tận thu tinh quặng chì kẽm để xuất khẩu sang Trung Quốc. Hợp đồng liên doanh đã kết thúc từ tháng 4 năm 2009. Công ty đã hoàn thành việc quyết toán hợp đồng, mua lại toàn bộ tài sản của xí nghiệp. Tuy nhiên, do giá chì kẽm dao động rất nhiều - có những thời điểm thấp hơn cả giá thành, và phí môi trường rất lớn (180,000 đồng/tấn) nên hiệu quả hoạt động khai thác không cao. Công ty đang tìm kiếm đối tác để bán lại số tài sản này. Như vậy, từ tháng 4 năm 2009 đến nay, công ty không còn khai thác chì kẽm nữa- Antimon là sản phẩm duy nhất, chiếm 100% cơ cấu doanh thu.

## Biến động doanh thu và chi phí qua các năm

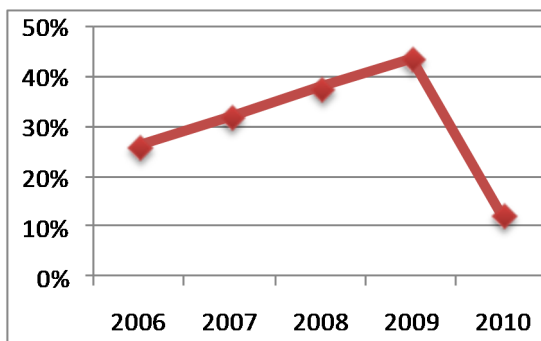
Trong những năm vừa qua, doanh thu của HGM trải qua nhiều biến động. Tổng doanh thu tăng trưởng tốt trong các năm 2006-2007, tuy nhiên năm 2008-2009 lại là một giai đoạn khó khăn đối với doanh nghiệp. Dưới ảnh hưởng trực tiếp từ cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, một mặt, nhu cầu cũng như giá bán của các sản phẩm do công ty sản xuất ra giảm sút mạnh: Giá Antimon giảm 30%, giá chì-kẽm lao dốc giảm tới 75% làm cho doanh thu sụt giảm đáng kể. Mặt khác, các chi phí đầu vào lại đồng loạt gia tăng (than gầy, than mỡ, than cốc, sô-đa, các loại hóa chất, tiền lương công nhân) đẩy tỉ trọng chi phí giá vốn hàng bán, chi phí quản lí doanh nghiệp trên doanh thu thuần lên cao. Một cách tương ứng, lợi nhuận sụt giảm trong 2 năm này. Tuy nhiên, từ năm 2010, chính sách mới của chính phủ Trung Quốc hạn chế xuất khẩu Antimon khiến nguồn cung hạn chế, giá Antimon thế giới tăng vọt lên hơn gấp đôi, tạo thuận lợi cho hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Doanh thu và lợi nhuận năm 2010 hồi phục nhanh chóng và tăng trưởng một cách ấn tượng, lần lượt tăng 82% và 151% so với năm 2009.

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

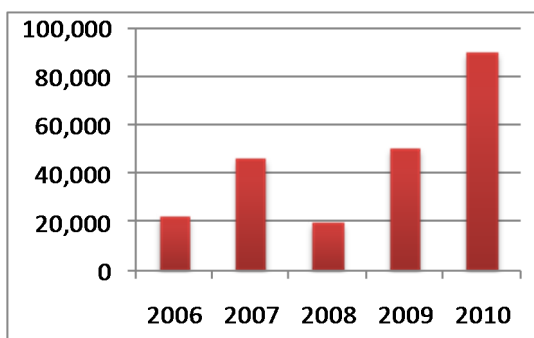
## Đặc trưng hoạt động của công ty



So sánh một số chỉ tiêu tài chính với ngành



Tỷ trọng khoản phải thu KH/doanh thu thuần



Tiền và tương đương tiền cuối kỳ qua các năm

**Tỷ trọng nợ phải trả trên tổng nguồn vốn thấp (14%),** đây cũng là một đặc điểm chung có thể nhận thấy ở nhiều cổ phiếu khác ngành khoáng sản kim loại. Từ năm 2009, HGM không còn sử dụng nợ vay nữa nên đã tăng tính chủ động cho công ty, tiết kiệm đáng kể chi phí tài chính trong điều kiện lãi suất cho vay đang có xu hướng tăng cao. Cơ sở của tỷ trọng nợ thấp chính là vì công ty đang có lượng tiền mặt dồi dào, hiện còn chưa sử dụng hết nên chưa có nhu cầu phải đi vay.

**Biên lợi nhuận gộp cao so với các doanh nghiệp trong ngành:** Quảng Antimon hiện được khai thác tại các mỏ lộ thiên, xưởng chế biến được xây dựng ngay tại mỏ nên chi phí khai thác, chi phí vận chuyển đều khá rẻ. Trong khi đó, do cung không đủ cầu, giá bán Antimon ngày càng tăng nên biên lợi nhuận gộp của HGM cao hơn hẳn so với các doanh nghiệp khai thác các loại khoáng sản khác.

**Trong năm 2010, các khoản phải thu khách hàng giảm hẳn** cả về số tuyệt đối và tỷ trọng trên doanh thu. Đây là lợi thế có được do tình hình cạnh tranh về cung trên thị trường Antimon, nên các điều khoản thanh toán sẽ thay đổi theo hướng có lợi cho phía các nhà cung cấp như HGM.

**Tỷ trọng tài sản cố định (TSCĐ) trên tổng tài sản rất thấp,** chỉ có 8%. Một mặt, do công nghệ khai thác, sàng tuyển và thiêu luyện khá đơn giản, trong đó chỉ có 60% công đoạn sản xuất được cơ khí hóa. Mặt khác, đó là hệ quả của việc các TSCĐ của công ty đã được sử dụng khá lâu, tỷ lệ khấu hao lên đến 65% nhưng chưa được đầu tư đổi mới tương xứng. Trong khi đó, công ty hiện mới chỉ sản xuất được khoảng 700 tấn Antimon, nhưng nhu cầu khách hàng đặt mua hiện đã lên đến 1,000 tấn/năm. Như vậy, để có thể mở rộng qui mô khai thác, đáp ứng được nhu cầu của khách hàng hiện nay, HGM cần đầu tư nhiều hơn vào TSCĐ, đổi mới thiết bị và nâng cao năng lực khai thác.

**Lượng tiền mặt dồi dào nhưng chưa được đầu tư hiệu quả.** Như đã đề cập ở trên, lượng tiền mặt cuối kỳ của công ty liên tục tăng lên trong 3 năm gần đây, dựa trên cơ sở dòng tiền thực dương thu về từ hoạt động kinh doanh bán sản phẩm Antimon. (Chỉ trừ năm 2009, dòng tiền kinh doanh âm do công ty quyết toán khoản lãi phải trả 21 tỉ của XN Hà Vân cho đối tác liên doanh Trung Quốc). Năm 2010 tiền mặt chiếm 63% tổng tài sản của công ty. Tỷ trọng tiền mặt lớn đến mức tiền lãi gửi ngân hàng đủ để trang trải chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp. Lượng tiền mặt lớn cũng nâng khả năng thanh toán của HGM lên cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp khác. Nhưng ngược lại, nó cũng phản ánh hiệu quả của hoạt động đầu tư tài chính chưa cao. Với tỷ lệ lợi nhuận giữ lại trung bình tới 63.5%, nguồn tài chính nhàn rỗi này cần được đầu tư một cách hiệu quả hơn vào nhu cầu sản xuất kinh doanh của công ty.

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

## Dự báo kết quả kinh doanh - Phân tích độ nhạy các yếu tố ảnh hưởng tới lợi nhuận

Theo kế hoạch của HGM, trong năm 2011, công ty đặt ra mục tiêu sản xuất 700 tấn kim loại Antimon, doanh thu đạt 120 tỉ, lợi nhuận sau thuế đạt 70 tỉ.

Theo chúng tôi, để dự báo kết quả kinh doanh năm 2011 của công ty, cần dựa vào hai yếu tố quan trọng quyết định mức doanh thu đó là giá bán Antimon trên thị trường thế giới và tỉ giá đồng USD/VND.

Trên thị trường thế giới, Trung Quốc là nước sản xuất và tiêu thụ Antimon lớn nhất, vì vậy cũng là nước có khả năng chi phối nhiều nhất đến thị trường Antimon thế giới. Tham gia vào thị trường rộng lớn này, HGM sẽ phải chấp nhận giá do thị trường quy định, trong đó có ảnh hưởng không nhỏ của Trung Quốc. Trong năm 2011, Chính phủ Trung Quốc nhiều khả năng sẽ không có thay đổi lớn về chính sách, tiếp tục hạn chế việc khai thác và xuất khẩu Antimon nên lượng cung Antimon trên thế giới sẽ vẫn khan hiếm. Trong thực tế, giá Antimon vẫn đang tiếp tục xu hướng tăng liên tục trong suốt hơn 1 năm nay, hiện đã đạt đến ngưỡng kỉ lục 15,000 USD/tấn. **Dự báo giá Antimon trên thế giới sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao, không thấp hơn mức giá 12,000 USD/tấn.**

Tỉ giá \ Giá bán	20,600	20,700	20,800	20,900	21,000
10,000	73,420	73,741	74,063	74,385	74,707
11,000	80,049	80,403	80,757	81,111	81,465
12,000	86,679	87,065	87,451	87,837	88,223
13,000	93,308	93,726	94,145	94,563	94,981
14,000	99,937	100,388	100,839	101,289	101,740
15,000	106,567	107,050	107,532	108,015	108,498

**Là một doanh nghiệp có nguồn thu chủ yếu từ xuất khẩu, yếu tố tỉ giá có ảnh hưởng quan trọng đối với tổng doanh thu của HGM.** Các hợp đồng xuất khẩu Antimon cho đối tác nước ngoài thường dựa trên cơ sở mức giá thế giới và được niêm yết bằng đồng USD. Có những thời điểm như năm 2008, mặc dù doanh thu bán hàng giảm do giảm sản lượng tiêu thụ nhưng công ty lại thu được khoản lợi từ sự thay đổi đột biến của tỉ giá USD/VND làm cho doanh thu hoạt động tài chính tăng gấp 5 lần so với năm trước. Đầu tháng 2 năm 2011, tỉ giá USD/VND vừa được điều chỉnh tăng lên có lợi cho doanh nghiệp.

## Phân tích độ nhạy kết quả kinh doanh theo yếu tố

(Đơn vị Giá bán: USD/tấn, Tỉ giá USD/VND)

Bên cạnh các yếu tố thuận lợi từ thay đổi giá bán và tỉ giá, **lạm phát là yếu tố khiến chúng tôi lo ngại có thể sẽ có ảnh hưởng bất lợi đến kết quả kinh doanh của HGM trong năm tới.** Trong đầu tháng 3, với những thông tin giá điện tăng 15.28%, giá xăng dầu đã tăng 17.7%, cùng sự tăng giá đồng loạt của nhiều mặt hàng khác đang gây ra những áp lực gia tăng chi phí đầu vào sản xuất của công ty. Tỉ trọng giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng và chi phí quản lí doanh nghiệp chúng tôi dự kiến sẽ được điều chỉnh tăng lên khoảng 20% so với năm vừa rồi.

Tiến hành phân tích độ nhạy của cặp chỉ số giá bán Antimon trên thế giới và tỉ giá đồng USD/VND, chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của công ty trong năm nay sẽ đạt khoảng 87.8 tỉ đồng. Chúng tôi cho rằng mức lợi nhuận mà công ty đặt ra là tương đối khiêm tốn. Tại thời điểm hiện nay, xu hướng về giá bán và tỉ giá đang diễn ra theo hướng thuận lợi cho công ty.



## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

## Áp lực cạnh tranh của công ty

**Tác động từ phía cung:**

Xét trong phạm vi lãnh thổ Việt Nam, lợi thế cạnh tranh lớn nhất của HGM so với các công ty khoáng sản khác là ở vị thế độc quyền. **Cho đến nay, HGM là đơn vị duy nhất tại Việt Nam có thể sản xuất Antimon ở qui mô công nghiệp. Tuy nhiên trong một vài năm tới, việc xuất hiện đối thủ mới gia nhập thị trường là một khả năng phải tính đến.** Theo "Phê duyệt quy hoạch phân vùng thăm dò, khai thác, chế biến và sử dụng quặng antimon giai đoạn 2007-2015, có xét đến năm 2025" của Bộ Công thương, sẽ có dự án đầu tư xây dựng hai nhà máy tinh luyện Antimon thời ở Chiêm Hóa (Tuyên Quang) và Cẩm Phả (Quảng Ninh) với công suất là 500 tấn/năm (tổng công suất hai nhà máy sẽ tương đương công suất hiện tại của HGM). Nhưng ngay cả trong trường hợp các nhà máy này đi vào hoạt động, thì HGM vẫn có ưu thế hơn ở chỗ: một phần lớn chi phí thăm dò, bóc lớp đất đá ban đầu đã được phân bổ trước khi cổ phần hóa nên công ty sẽ tiết kiệm được chi phí giá vốn hàng bán so với đối thủ cạnh tranh. Đây chính là lợi thế của người đi tiên phong, do yếu tố lịch sử mang lại cho công ty.

Do toàn bộ sản phẩm của công ty được xuất khẩu, nên thị trường của công ty được mở rộng ra phạm vi thị trường thế giới. HGM chỉ là một trong những nhà cung cấp Antimon của thế giới, bên cạnh rất nhiều doanh nghiệp của các nước khác như Nga, Bolivia, Targikistan, Nam Phi... và đặc biệt phải kể đến Trung Quốc là nhà sản xuất Antimon với sản lượng dẫn đầu, chiếm đến 90% tổng sản lượng của toàn cầu. **HGM phải chấp nhận mức giá chung do thị trường thế giới quyết định, khả năng chi phối về giá là thấp. Tuy nhiên, do hiện nay cung không đáp ứng đủ sức cầu, nên lợi thế đang nghiêng về phía nhà sản xuất. Áp lực cạnh tranh giữa các đối thủ trong ngành không thực sự cao.**

**Sự chủ động nguồn nguyên liệu là một lợi thế cạnh tranh đáng kể của HGM.** Nguyên liệu chính để sản xuất Antimon thời chính là quặng Antimon được khai thác từ mỏ Mậu Duệ của công ty, sau đó được phân tuyển và thiêu luyện tại các xưởng chế biến xây dựng ngay tại mỏ nên tạo thành dây chuyền khép kín, góp phần tiết kiệm chi phí vận chuyển. Điều quan trọng là hiện nay HGM mới sản xuất đạt khoảng 70% công suất thiết kế, trong khi khả năng mở rộng nguồn nguyên liệu từ các thân quặng I, III mỏ Mậu Duệ và mỏ Bó Mới còn nhiều, đảm bảo khả năng hoạt động lâu dài cho công ty.

**Tác động từ phía cầu:**

Antimon là loại á kim có giá trị kinh tế cao, được sử dụng rộng rãi trong nhiều lĩnh vực công nghiệp khác nhau. Trong một số ứng dụng của Antimon có thể tìm thấy các sản phẩm thay thế như: Hợp chất của Chrom-Thiếc-Titan-Kẽm và Ziriconi có thể thay thế cho thành phần Antimon trong sơn, thuốc nhuộm và men sứ; hợp chất của Cadimi-Canxi-Đồng-Xêlen-Stronti-Lưu huỳnh và Thiếc có thể thay thế Antimon để làm cứng chì trong ắc quy; một số hợp chất hữu cơ đặc biệt và Oxit nhôm hydrat có thể thay thế làm vật liệu chống cháy...Tuy nhiên, nếu xét đến tổng thể các giá trị sử dụng của Antimon, trong đó có những ứng dụng mang tính đặc thù thì **áp lực cạnh tranh từ sản phẩm thay thế đối với sản phẩm Antimon của công ty là thấp.**

Thống kê của Asianmetal cho thấy các nền kinh tế năng động tại các nước Đông Á, châu Âu và Mỹ tiêu thụ nhiều Antimon nhất thế giới. Nhu cầu Antimon phụ thuộc chủ yếu vào chu kì phát triển kinh tế của các nước này. Hiện nay ngành Công nghiệp thế giới đã phục hồi sau khủng hoảng, cùng với nền kinh tế Trung Quốc đang phát triển nhanh sẽ thúc đẩy sức cầu đối với sản phẩm của công ty.

Do chưa có bộ phận Marketing chuyên biệt, sản phẩm Antimon của HGM được tiêu thụ qua hợp đồng nguyên tắc mua bán hàng hóa kí hững năm với CTCP Tập đoàn Khoáng sản thương mại VQB, sau đó được xuất sang các nước như Trung Quốc, Nhật Bản, Châu Âu. Nhật Bản hiện đang là khách hàng chính của công ty vì mức giá chào mua luôn cao nhất. Dựa trên quan hệ kinh doanh nhiều năm với HGM, VQB hoạt động như một đại lí làm dịch vụ xuất khẩu cho công ty, có hưởng phí dịch vụ. Giá bán sản phẩm theo thỏa thuận, phụ thuộc vào giá Antimon 99,95% bình quân do VQB giao cho bạn hàng nước ngoài ngay trong tháng đó. Do vậy, trong thực tế, các điều khoản về giao hàng, giá cả tuân theo quy tắc, mức giá quốc tế và do VQB thực hiện chứ **HGM không trực tiếp thỏa thuận với khách hàng.**

## PHÂN TÍCH RỦI RO

## Rủi ro gắn liền hoạt động sản xuất kinh doanh

**Rủi ro gia tăng chi phí đầu vào:** Trong những năm tới, lạm phát được dự báo là sẽ tăng cao. Rủi ro tăng giá thành sản xuất do sự tăng giá của các yếu tố đầu vào như than, điện, xăng dầu là khó tránh khỏi. Mặc dù thân quặng II mỏ Mậu Duệ là mỏ lộ thiên, nhưng do thời gian khai thác khá lâu (gần 10 năm) nên mỏ ngày càng sâu. Do đó, khối lượng bốc đất đá thải ngày càng lớn, cũng như cự ly vận chuyển để đổ thải ngày càng xa, có thể đẩy chi phí khai thác gia tăng.

**Rủi ro khách quan do yếu tố tự nhiên:** Do đặc điểm việc khai thác diễn ra ở ngoài trời, vào mùa mưa, mưa nhiều kèm theo lũ lụt trên núi có thể gây trở ngại lớn đối với việc khai thác, tổn hại tới tài sản vật chất của công ty. Bên cạnh đó, tình hình mất điện vào thời gian cao điểm có thể ảnh hưởng bất lợi đến hoạt động của công ty. Dù máy phát điện được chuẩn bị nhưng cũng chỉ bù đắp được một phần nhu cầu điện thiếu hụt.

**Rủi ro do chính sách:** Antimon là một khoáng sản có giá trị kinh tế cao nhưng trữ lượng lại có hạn, vì vậy việc khai thác chế biến Antimon chịu sự điều tiết của nhiều quy định pháp luật của Nhà nước. Nếu Nhà nước thay đổi chính sách, hạn chế xuất khẩu Antimon hoặc tăng thuế tài nguyên thì sẽ tác động bất lợi đến hoạt động kinh doanh của công ty. Ngoài ra, do hoạt động khai thác và chế biến khoáng sản có ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn đất-nước và không khí, nhất là trong điều kiện máy móc thiết bị của công ty đã được sử dụng một thời gian dài, với tỉ lệ khấu hao cao (65%) nên việc gây ô nhiễm môi trường là khó tránh khỏi. Khả năng tăng mức phí bảo vệ môi trường hoặc nâng cao các tiêu chuẩn của Nhà nước về quản lý môi trường cũng là những rủi ro cần phải tính đến. Chính quyền Trung Quốc đóng cửa các lò luyện Antimon trái phép cũng chính vì những lí do liên quan đến môi trường và bảo vệ nguồn tài nguyên quý hiếm khỏi bị cạn kiệt.

**Rủi ro do phụ thuộc nền kinh tế thế giới và chính sách của chính phủ Trung Quốc:** Nhu cầu sản phẩm Antimon gắn liền với các ngành sản xuất quan trọng, do vậy giá bán và sản lượng tiêu thụ phụ thuộc rất lớn vào chu kì của nền kinh tế. Trong những thời điểm kinh tế thế giới khủng hoảng (2008-2009), nhu cầu Antimon sụt giảm kéo theo giá bán giảm xuống tới 30%. Khi nền kinh tế hồi phục, lượng cầu tăng cao nhưng cung lại bị cắt giảm bởi chính sách hạn chế sản xuất và xuất khẩu Antimon của Trung Quốc, lại đẩy giá bán Antimon tăng cao tới 2.5 lần. Như vậy có thể nói rằng, hiện nay rủi ro thay đổi giá bán Antimon đang phụ thuộc nhiều vào các chính sách của chính phủ Trung Quốc. Nếu Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu, HGM sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ việc tăng giá bán. Tuy nhiên, nếu các lò luyện Antimon ở tỉnh Hồ Nam được mở cửa trở lại và hạn ngạch xuất khẩu được dỡ bỏ thì áp lực cạnh tranh và giảm giá đối với HGM sẽ là rất lớn.

## Rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu

HGM	KSH	BMC
2.1%	6.7%	10.5%

## Tỉ lệ cổ tức/ giá cổ phiếu



Rủi ro thanh khoản là yếu tố đầu tiên nhà đầu tư cần xem xét khi mua cổ phiếu HGM. Do có thị giá cao, số lượng cổ phiếu niêm yết nhỏ, **tính thanh khoản trên thị trường của HGM khá thấp**. Mặt khác, thị giá cao so với mức trả cổ tức 2,000 đồng/cổ phiếu nên tỉ suất lợi tức cổ phần (dividend yield) thấp hơn so với nhiều cổ phiếu khác, chỉ có 2.1%. Bên cạnh đó, nhà đầu tư cũng cần cân nhắc đến **chính sách thưởng cổ phiếu** của công ty. Theo Nghị quyết HĐQT kì họp 25 đã quyết định xây dựng phương án tăng vốn điều lệ từ 60 tỉ lên 120 tỉ bằng cách thưởng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu theo tỉ lệ 1:1 trong năm 2011. Mặc dù lợi nhuận năm 2010 tăng 151%, thay vì chia thêm cổ tức bằng tiền cho cổ đông, công ty lựa chọn việc giữ lại đến 79% lợi nhuận để tái đầu tư dưới hình thức thưởng cổ phiếu. Việc thưởng cổ phiếu làm cho thị giá cổ phiếu được chia nhỏ, có thể tác động làm tăng tính thanh khoản. Nhưng trong bối cảnh thị trường chứng khoán đang sụt giảm như hiện nay, nhà đầu tư thường ưa thích nhận cổ tức tiền mặt hơn và chính sách này có thể sẽ không có lợi cho các nhà đầu tư. Tuy nhiên, ưu điểm của cổ phiếu HGM là ở chỗ mức độ giữ giá tốt, mặc dù chỉ số HNX giảm điểm trong suốt gần một năm nay. Nếu Trung Quốc vẫn hạn chế xuất khẩu Antimon, giá Antimon tiếp tục đà tăng như thời gian qua thì khả năng cổ phiếu HGM tăng giá là điều có thể xảy ra.

**ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Để định giá cổ phiếu HGM, chúng tôi sử dụng **phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu FCFE**. Chúng tôi không sử dụng các phương pháp hệ số so sánh như P/B vì giá trị của mỏ không được thể hiện trên bảng cân đối kế toán; không sử dụng phương pháp P/E vì chỉ có HGM là công ty duy nhất sản xuất Antimon trong số các cổ phiếu khoáng sản đang niêm yết hiện nay nên không có đối tượng tương đồng để so sánh. Xem xét đến chính sách cổ tức của công ty, chúng tôi nhận thấy cổ tức tiền mặt không tăng trưởng tương xứng với mức độ tăng của dòng tiền. Vì vậy, phương pháp chiết khấu dòng cổ tức DDM cũng không thích hợp để sử dụng.

**Yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến kết quả định giá**

Là thành phần chính của dòng tiền FCFE, doanh thu chịu tác động trực tiếp của 2 yếu tố quan trọng là giá bán Antimon thế giới và sản lượng tiêu thụ.

Mặc dù nhu cầu Antimon có phụ thuộc vào chu kỳ phát triển kinh tế thế giới, nhưng quy mô cung cấp của HGM khá nhỏ so với thị trường toàn cầu, nên có thể nói đầu ra của công ty đều được sức cầu hấp thụ hết. **Trong thực tế, sản lượng tiêu thụ phụ thuộc chủ yếu vào năng lực sản xuất của công ty**. Hiện tại, HGM đang vận hành ở mức sản lượng khoảng 700 tấn/năm trên công suất 10,500 tấn/năm. Theo kế hoạch đầu tư tài sản cố định của công ty, trong năm 2011 sẽ xây dựng bãi thải mỏ Mậu Duệ, trong năm 2012 sẽ xây thêm một nhà máy mới nâng công suất lên gấp đôi hiện nay. Giả định rằng với hiệu suất sử dụng thực tế như hiện tại, sản lượng sản xuất sẽ tăng dần lên 1,000 tấn/năm trong năm 2013 và bắt đầu từ năm 2014 sẽ đạt 1,400 tấn/năm.

Như đã chỉ ra trong phần phân tích trước, một trong những rủi ro mà công ty phải đối mặt đó là **giá bán Antimon có thể thay đổi phụ thuộc vào sự phát triển kinh tế thế giới và chính sách của Trung Quốc**. Trong suốt 1 năm qua, giá bán Antimon liên tục duy trì đà tăng, đạt ngưỡng 12,000 USD/tấn vào cuối năm 2010 và tiếp tục phá kỉ lục 15,000 USD/tấn vào cuối tháng 2 năm 2011. Để phản ánh mức độ ảnh hưởng của giá bán Antimon đến giá trị cổ phiếu công ty, chúng tôi xem xét hai trường hợp khi mức giá Antimon ở hai thái cực đối lập.

**Trường hợp thuận lợi:** Nếu kinh tế thế giới phát triển tốt, Trung Quốc tiếp tục chính sách hạn chế xuất khẩu Antimon thì giá Antimon sẽ giữ ở mức cao. Một cách thận trọng, giả sử giá bán Antimon trung bình là 12,000 USD/tấn năm 2011 và 14,000 USD/tấn trong các năm tiếp theo. Cũng để đảm bảo tính thận trọng, chúng tôi giả định biên lợi nhuận sau thuế là 50% - mức tương đương với năm 2007 khi điều kiện kinh doanh bình thường, mặc dù trong năm 2010 khi giá Antimon tăng cao biên lợi nhuận sau thuế của HGM đã đạt 61%.

**Trường hợp khó khăn:** Nếu nền kinh tế thế giới gặp suy thoái, hoặc chính phủ Trung Quốc mở cửa trở lại việc sản xuất và xuất khẩu Antimon trong vòng 1 năm tới, thì giá Antimon sẽ sụt giảm: trung bình 12,000 USD/tấn năm 2011 và trở về mức giá cân bằng dài hạn trong thời gian trước là 6,000 USD/tấn trong các năm tiếp theo. Một cách thận trọng, biên lợi nhuận sau thuế được giả định bằng mức thấp ở thời kỳ khủng hoảng kinh tế (2008-2009) là 45%.

**Các giả định khác:**

- Theo dự tính, chi phí đầu tư xây dựng bãi thải mỏ là 10 tỉ đồng, chi phí xây dựng nhà máy mới là 22 tỉ. Giả định thời gian khấu hao là 6 năm, theo phương pháp khấu hao theo đường thẳng.
- Trong những năm gần đây, HGM không sử dụng nợ vay nữa. Nếu trong những năm tới, công ty duy trì chính sách không vay nợ thì chi phí lãi vay tiếp tục bằng 0.
- Dựa trên mức bình quân trong 3 năm gần đây, nhu cầu vốn lưu động tăng thêm giả định bằng 79% mức tăng của doanh thu.
- Tốc độ tăng trưởng cổ tức được tính dựa vào công thức  $g = ROE \times RER$ , trong đó mức tỉ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu ROE và tỉ lệ lợi nhuận tái đầu tư RER được tính bằng mức trung bình của các năm gần nhất theo số liệu có thể, lần lượt là 40% và 63.5%. Theo đó, tốc độ tăng trưởng cổ tức sẽ bằng 25.4%. Cổ tức kế hoạch năm 2011 là 2,000 đồng. Giá hiện tại của cổ phiếu HGM bằng 87,700 đồng. Sử dụng công thức Gordon, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu tính được bằng  $k = D1/P_0 + g = 27.7\%$ .
- Tỉ giá USD/VND sử dụng tỉ giá chính thức hiện tại là 20,900 USD.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn từ năm 2016 trở đi giả định bằng 4%.



**ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

**Trường hợp thuận lợi:** Nền kinh tế thế giới phát triển tốt và Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu Antimon, giá bán Antimon được duy trì ở mức cao. Theo đó, giá trị cổ phiếu được ước định bằng 97,678 đồng.

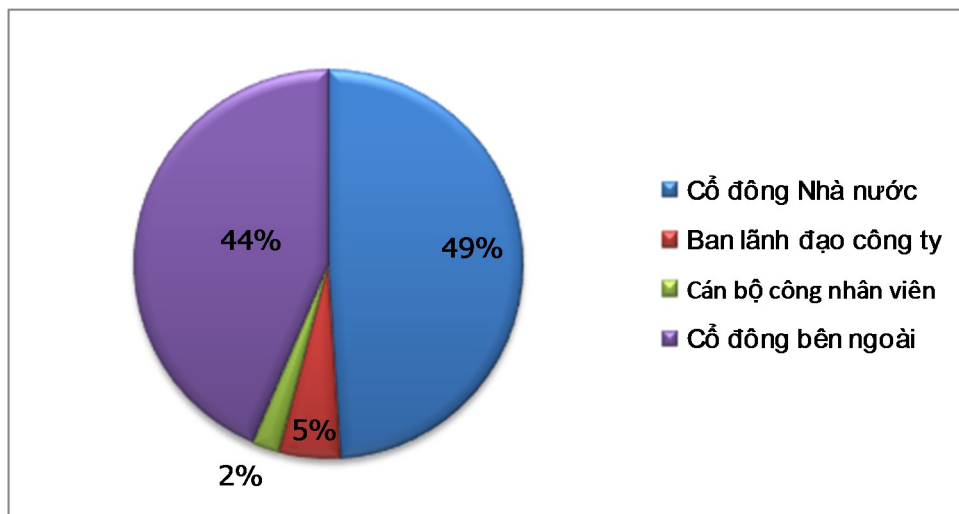
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Giá bán (USD/Tấn)	12,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
Sản lượng (Tấn)	700	700	1,000	1,400	1,400	1,400
Biên LN sau thuế	1	1	1	1	1	1
Doanh thu (triệu VND)	175,560	204,820	292,600	409,640	409,640	409,640
LN sau thuế	87,780	102,410	146,300	204,820	204,820	204,820
-Chi đầu tư vốn cố định	10,000	22,000	1,000	1,000	1,000	1,000
+Khấu hao	1,800	3,467	7,133	7,133	7,133	7,133
-Nhu cầu tăng vốn lưu động	63,565	23,115	69,346	92,462	0	0
+Vay nợ ròng	0	0	0	0	0	0
FCFE	16,015	60,761	83,087	118,492	210,953	210,953
Terminal value					890,831	
Tổng cộng	16,015	60,761	83,087	118,492	1,101,785	
Hiện giá dòng tiền	16,015	47,589	50,966	56,926	414,571	
Giá trị doanh nghiệp (triệu VND)	586,067					
Giá trị cổ phiếu (VND)	97,678					

**Trường hợp khó khăn:** Nếu nền kinh tế thế giới gặp suy thoái, hoặc chính phủ Trung Quốc mở cửa trở lại các lò luyện ở tỉnh Hồ Nam và dỡ bỏ hạn chế xuất khẩu Antimon trong vòng 1 năm tới, thì giá Antimon sẽ sụt giảm, dẫn tới làm giảm giá trị doanh nghiệp. Theo đó, giá trị một cổ phiếu chỉ còn 47,882 đồng.

	2,011	2012	2,013	2014	2,015	2016
Giá bán (USD/Tấn)	12,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
Sản lượng (Tấn)	700	700	1,000	1,400	1,400	1,400
Biên LN sau thuế	45%	45%	45%	45%	45%	45%
Doanh thu (triệu VND)	175,560	87,780	125,400	175,560	175,560	175,560
LN sau thuế	79,002	39,501	56,430	79,002	79,002	79,002
-Chi đầu tư vốn cố định	10,000	22,000	1,000	1,000	1,000	1,000
+Khấu hao	1,800	3,467	7,133	7,133	7,133	7,133
-Nhu cầu tăng vốn lưu động	63,565	(69,346)	29,720	39,626	0	0
+Vay nợ ròng	0	0	0	0	0	0
FCFE	7,237	90,314	32,844	45,509	85,135	85,135
Terminal value					359,517	
Tổng cộng	7,237	90,314	32,844	45,509	444,652	
Hiện giá dòng tiền	7,237	70,734	20,147	21,864	167,310	
Giá trị doanh nghiệp (triệu VND)	287,291					
Giá trị cổ phiếu (VND)	47,882					

Kết luận: Mặc dù quy mô nhỏ, tính thanh khoản không cao nhưng HGM là cổ phiếu có các yếu tố cơ bản tốt. Trong điều kiện nguồn cung tiếp tục căng thẳng hỗ trợ giá Antimon ở mức cao như hiện tại, giá trị cổ phiếu ước tính (97,678 đồng) cao hơn mức giá đang giao dịch (93,800 đồng). Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần xem xét đến rủi ro trong trường hợp giá Antimon sụt giảm xuống mức giá ở thời kì khủng hoảng kinh tế thì giá cổ phiếu giảm xuống có thể chỉ còn 47,882 đồng, thấp hơn mức giá hiện tại.

**Khi xem xét đến các yếu tố hỗ trợ thị trường hiện tại, chúng tôi lấy xác suất hai trường hợp là 80:20, giá trị cổ phiếu ước tính là 87,719 đồng.**

**PHỤ LỤC****Cơ cấu cổ đông**

Với nguồn gốc là một công ty nhà nước, sau khi cổ phần hóa, Nhà nước vẫn giữ 49% cổ phần tại HGM. Đây cũng là một thuận lợi cho HGM: đảm bảo tính pháp lý của công ty trong việc được quy hoạch, cấp phép khai thác và sản xuất Antimon một cách lâu dài.

**Hội đồng quản trị**

<b>Ông Ma Ngọc Tiên</b>	<b>Chủ tịch HĐQT</b>
<b>Ông Trịnh Ngọc Hiếu</b>	<b>Thành viên HĐQT</b>
<b>Ông Phạm Thành Đô</b>	<b>Thành viên HĐQT</b>
<b>Ông Lê Thanh Tuấn</b>	<b>Thành viên HĐQT</b>
<b>Ông Đào Xuân Tuất</b>	<b>Thành viên HĐQT</b>

**Ban lãnh đạo**

<b>Ông Trịnh Ngọc Hiếu</b>	<b>Giám đốc</b>
<b>Ông Đào Xuân Tuất</b>	<b>Phó giám đốc</b>
<b>Ông Nguyễn Xuân Biên</b>	<b>Phó giám đốc</b>
<b>Ông Đỗ Khắc Hùng</b>	<b>Kế toán trưởng</b>

**Ban kiểm soát**

<b>Bà Lương Thị Tuyết</b>	<b>Trưởng ban kiểm soát</b>
<b>Ông Nguyễn Hữu Dũng</b>	<b>Thành viên ban kiểm soát</b>
<b>Ông Lê Hoài Phong</b>	<b>Thành viên ban kiểm soát</b>

## Báo cáo tài chính

Đơn vị: triệu đồng	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Tài sản</b>	<b>60,989</b>	<b>95,698</b>	<b>113,026</b>	<b>106,101</b>	<b>144,030</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>40,950</b>	<b>79,945</b>	<b>103,933</b>	<b>97,657</b>	<b>132,733</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	22,163	46,721	20,114	50,343	90,783
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	46,374	5,000	13,500
Các khoản phải thu ngắn hạn	16,529	25,562	29,322	32,615	22,220
Hàng tồn kho	2,119	5,887	7,810	9,455	6,004
Tài sản ngắn hạn khác	139	1,775	314	244	226
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>20,040</b>	<b>15,753</b>	<b>9,093</b>	<b>8,444</b>	<b>11,297</b>
Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	19,159	14,630	8,136	7,350	8,819
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	23	23	523	533	533
Tài sản dài hạn khác	858	1,100	434	561	1,946
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0
<b>Nguồn vốn</b>	<b>60,989</b>	<b>95,698</b>	<b>113,026</b>	<b>106,101</b>	<b>144,030</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>22,168</b>	<b>22,038</b>	<b>37,107</b>	<b>15,483</b>	<b>20,221</b>
Nợ ngắn hạn	20,006	20,002	36,933	15,183	19,943
Nợ dài hạn	2,162	2,036	174	300	1,767
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>38,822</b>	<b>73,660</b>	<b>75,919</b>	<b>90,618</b>	<b>123,809</b>
Vốn chủ sở hữu	34,646	64,809	72,595	86,617	123,809
Nguồn kinh phí và quỹ khác	4,176	8,851	3,324	4,001	1,767
<b>Kết quả kinh doanh</b>					
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>56,833</b>	<b>78,300</b>	<b>56,325</b>	<b>52,169</b>	<b>95,098</b>
Các khoản giảm trừ doanh thu	0	2,051	0	72	0
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>56,833</b>	<b>76,249</b>	<b>56,325</b>	<b>52,098</b>	<b>95,098</b>
Giá vốn hàng bán	25,110	35,275	32,027	29,075	35,521
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>31,724</b>	<b>40,974</b>	<b>24,298</b>	<b>23,023</b>	<b>59,577</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	273	1,136	5,522	6,300	7,357
Chi phí tài chính	95	89	119	63	11
Trong đó: Chi phí lãi vay	93	70	18	0	0
Chi phí bán hàng	489	383	526	916	502
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2,228	2,893	4,569	3,952	4,875
<b>Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh</b>	<b>29,184</b>	<b>38,745</b>	<b>24,605</b>	<b>24,393</b>	<b>61,547</b>
Thu nhập khác	329	1,995	1,082	169	1,699
Chi phí khác	249	1	163	0	1,157
<b>Lợi nhuận khác</b>	<b>80</b>	<b>1,994</b>	<b>919</b>	<b>169</b>	<b>542</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>29,264</b>	<b>40,740</b>	<b>25,524</b>	<b>24,562</b>	<b>62,089</b>
Chi phí thuế TNDN hiện hành	0	0	0	1,564	4,437
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận sau thuế TNDN</b>	<b>29,264</b>	<b>40,740</b>	<b>25,524</b>	<b>22,998</b>	<b>57,652</b>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	29,264	40,740	25,524	3,833	9,609
<b>Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>22,972</b>	<b>29,111</b>	<b>23,808</b>	<b>-12,215</b>	<b>26,256</b>
<b>Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-1,678</b>	<b>-750</b>	<b>-44,791</b>	<b>46,633</b>	<b>17,375</b>
<b>Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>-807</b>	<b>-3,809</b>	<b>-5,781</b>	<b>-4,241</b>	<b>-3,191</b>
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	20,487	24,553	-26,764	30,176	40,440
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,642	22,163	46,721	20,114	50,343
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	22,163	46,721	20,114	50,343	90,783

## Chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu	Đơn vị	2007	2008	2009	2010
<b>1. Khả năng thanh toán</b>					
Khả năng thanh toán ngắn hạn	lần	4.0	2.8	6.4	6.7
Khả năng thanh toán nhanh	lần	3.7	2.6	5.8	6.4
Khả năng thanh toán bằng tiền	lần	2.3	1.8	3.6	5.2
<b>2. Khả năng hoạt động</b>					
Vòng quay khoản phải thu	vòng	3.9	2.5	2.4	5.5
Kỳ thu tiền bình quân	ngày	93	146	152	65
Vòng quay hàng tồn kho	vòng	8.8	4.7	3.4	4.6
Số ngày lưu kho bình quân	ngày	41	77	107	78
Vòng quay khoản phải trả	vòng	7.6	5.5	5.1	5.8
Kỳ trả tiền bình quân	ngày	47	66	71	62
Vòng quay tổng tài sản	vòng	1.0	0.5	0.5	0.8
Vòng quay tài sản cố định	vòng	4.5	4.9	6.7	11.8
Vòng quay vốn lưu động	vòng	1.9	0.9	0.7	1.0
<b>3. Khả năng cân đối vốn</b>					
Nợ phải trả/Nguồn vốn chủ sở hữu	%	30%	49%	17%	16%
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	%	23%	33%	15%	14%
Nợ dài hạn/Tổng nguồn vốn	%	2%	0%	0%	1%
Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn	%	21%	33%	14%	14%
<b>4. Khả năng sinh lời</b>					
Biên lợi nhuận gộp	%	54%	43%	44%	63%
Biên lợi nhuận hoạt động	%	51%	44%	47%	65%
Biên lợi nhuận trước thuế	%	53%	45%	47%	65%
Biên lợi nhuận sau thuế	%	53%	45%	44%	61%
ROA	%	43%	23%	22%	40%
ROE	%	55%	34%	25%	47%
<b>5. Tỷ số giá trị thị trường</b>					
Book value (đồng)	đồng	73,660	75,919	15,103	20,635
EPS (đồng)	đồng	40,740	25,524	3,833	9,609
<b>6. Phân tích Dupont (ROE) cơ bản</b>					
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu	%	0.53	0.45	0.44	0.61
Doanh thu/Tổng tài sản	%	0.80	0.50	0.49	0.66
Vòng quay tài sản cố định	vòng	4.51	4.95	6.73	11.76
Tài sản cố định/ Tài sản	%	0.15	0.07	0.07	0.06
Tổng tài sản/ VCSH	lần	1.30	1.49	1.17	1.16

## So sánh một số chỉ tiêu tài chính với các công ty khai khoáng

Chỉ tiêu	HGM	KTB	KSS	KSH	BMC	Trung bình
Khả năng thanh toán ngắn hạn	<b>666%</b>	76%	191%	99%	244%	<b>189%</b>
Khả năng thanh toán bằng tiền	<b>523%</b>	4%	2%	0%	130%	<b>42%</b>
Vòng quay hàng tồn kho	<b>7.43</b>	38.97	4.02	9.27	0.18	<b>5.53</b>
<b>Cơ cấu tài sản nguồn vốn</b>						
Tài sản ngắn hạn/ Tổng tài sản	<b>92%</b>	15%	60%	21%	56%	<b>47%</b>
Tiền mặt/ Tổng tài sản	<b>72%</b>	1%	0.5%	0.04%	30%	<b>11%</b>
Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn	<b>14%</b>	20%	45%	22%	29%	<b>26%</b>
Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn	<b>14%</b>	20%	31%	22%	23%	<b>25%</b>
<b>Mức sinh lợi</b>						
LN biên gộp	<b>57%</b>	8%	18%	27%	88%	<b>21%</b>
LN biên sau thuế	<b>55%</b>	51%	10%	28%	21%	<b>28%</b>
ROA	<b>40%</b>	55%	10%	14%	5%	<b>25%</b>
ROE	<b>47%</b>	69%	18%	18%	7%	<b>32%</b>
<b>Phân tích Dupont</b>						
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu	<b>55%</b>	51%	10%	28%	21%	<b>28%</b>
Doanh thu/Tổng tài sản	<b>72%</b>	107%	96%	50%	24%	<b>83%</b>
Tổng tài sản/ Vốn chủ sở hữu	<b>116%</b>	125%	183%	128%	141%	<b>147%</b>
Vòng quay tài sản cố định	<b>922%</b>	127%	241%	64%	55%	<b>157%</b>
Tài sản cố định/ Tài sản	<b>8%</b>	85%	40%	79%	44%	<b>53%</b>

## Các đề án thăm dò quặng antimon giai đoạn 2007-2025

TT	Nội dung	Tỉnh	Mục tiêu	Vốn đầu tư
1	TD quặng antimon Bó Mới	Hà Giang	1.500 tấn Sb cấp C1	7 tỷ đồng
2	TD bổ sung quặng antimon mỏ Làng Vài	Tuyên Quang	5.000 tấn Sb cấp C1+C2	10 tỷ đồng
3	TD quặng antimon Dương Huy	Quảng Ninh	2.000 tấn Sb cấp C1+C2	7 tỷ đồng
4	TD quặng antimon trong đới cấu trúc Lô-Gâm	Hà Giang, Cao Bằng		25 tỷ đồng
5	TD quặng antimon trong vùng Nậm Chảy	Lào Cai		15 tỷ đồng

## Các dự án khai tuyển và luyện antimon từ quặng giai đoạn 2007-2025

TT	Nội dung	Quy mô	Công suất	Vốn (tỉ)
1	Khai tuyển thô quặng antimon Bó Mới (Hà Giang)	Công nghiệp	100 tấn	6
2	Khởi phục khai thác, tuyển quặng antimon mỏ Làng Vài (Chiêm Hóa, Tuyên Quang)	Công nghiệp	500 tấn	30
3	Nghiên cứu đầu tư xây dựng nhà máy luyện antimon thoi tại Chiêm Hóa (Chiêm Hóa, Tuyên Quang)	-	500* tấn	35
4	Khai thác, tuyển tinh quặng antimon Đông Khe Chim và Tây Khe Chim (Cẩm Phả, Quảng Ninh)	Công nghiệp	200 tấn	42
	Xây dựng nhà máy luyện antimon thoi tại Cẩm Phả, Quảng Ninh	-	500* tấn	
5	Khai tuyển tinh quặng antimon Đồng Quặng 3 và Đồng Quặng 2 (Cẩm Phả, Quảng Ninh)	Công nghiệp	300 tấn	25
6	Khai tuyển thô quặng antimon Dương Huy và Đồng Mỏ (Cẩm Phả, Quảng Ninh)	Công nghiệp và nhỏ	200 tấn	15

(Nguồn: Bộ công thương)





# CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

## Thang đo khuyến nghị (\*)

	Dưới -30%	Bán với khối lượng lớn
	-10% đến 30%	Nên bán
	-10% đến 10%	Cầm giữ
	10% đến 30%	Nên mua
	Trên 30%	Mua với khối lượng lớn

Màu sắc của thang đo khuyến nghị được căn cứ vào tỷ suất sinh lợi giữa mức giá hiện tại của cổ phiếu và giá mục tiêu.

## 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 Tân Việt (TVSI) 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 TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm 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.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người

## Sản phẩm phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư:

### • Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày  
Morning Briefing  
Tổng kê giao dịch cuối ngày  
Tổng kê giao dịch tuần  
Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu  
Lịch sự kiện theo tháng

### • Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng  
Báo cáo phân tích ngành  
Báo cáo phân tích công ty

### • Báo cáo thống kê

EPS Flash Report  
Investment Tool  
Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

### • Sản phẩm giao dịch

I-trade Home  
I-trade Pro

## PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Phó phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

### Chuyên viên phân tích:

ThS. Bùi Thu Hương

Email: [huongbt@tvs.com.vn](mailto:huongbt@tvs.com.vn)

## Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

### Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

### Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

### Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

### Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

### Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283

Website: [www.tvs.com.vn](http://www.tvs.com.vn)

Email: [contact@tvs.com.vn](mailto:contact@tvs.com.vn)