



## **BÁO CÁO PHÂN TÍCH**

**CTCP KHOÁNG SẢN VÀ  
XÂY DỰNG BÌNH DƯƠNG  
(HOSE: KSB)**

**Đinh Công Luyện**  
[Luyen.dinhcong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.dinhcong@mbs.com.vn)

## **BÁO CÁO LẦN ĐẦU**

**Hưởng lợi từ việc thúc đẩy giải ngân đầu tư công và đẩy mạnh khai thác KCN Đất Cuốc.**

# CTCP KHOÁNG SẢN VÀ XÂY DỰNG BÌNH DƯƠNG (HOSE: KSB)



## MUA-GIÁ MỤC TIÊU: 35,400 VND/cp

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với **KSB** với mức giá mục tiêu **35,400 VND/cp (...upside)** với những luận điểm chính như sau:

### Luận điểm đầu tư

**Hưởng lợi từ chính sách thúc đẩy đầu tư công.** Theo nghị quyết 29/2021/QH-2015, tổng vốn đầu tư xã hội phân bổ cho giai đoạn 2021-2025 đạt 2.3 triệu tỷ đồng, trong đó hơn 55% phục vụ xây dựng các công trình hạ tầng giao thông. Điều này giúp các doanh nghiệp cung cấp VLXD hưởng lợi đáng kể. Đặc biệt, KSB hiện đang sở hữu nhiều mỏ đá tại Bình Dương và Đồng Nai, địa phận mà các công trình trọng điểm đi qua như Cao tốc Bắc Nam phía Đông hay sân bay Long Thành. Hơn nữa, với vị trí các mỏ đá thuận lợi, KSB có nhiều lợi thế về chi phí vận chuyển trong việc đầu thầu các dự án thành phần cũng như các dự án kết nối với những công trình trọng điểm này

**Vị thế hàng đầu ngành trong sản xuất và kinh doanh VLXD.** Với trữ lượng các mỏ đá đang còn có thể khai thác vào khoảng 49 triệu m3 cùng với công suất sản xuất hơn 5.5 triệu m3/năm. Hiện tại, công suất khai thác của KSB gần như đã đạt 100% do đó cũng giúp KSB có được lợi thế trong việc tận dụng tối đa các mỏ đá. Vị trí gần giúp KSB giảm được chi phí từ đó gia tăng biên lợi nhuận và tính cạnh tranh với các nhà cung cấp khác.

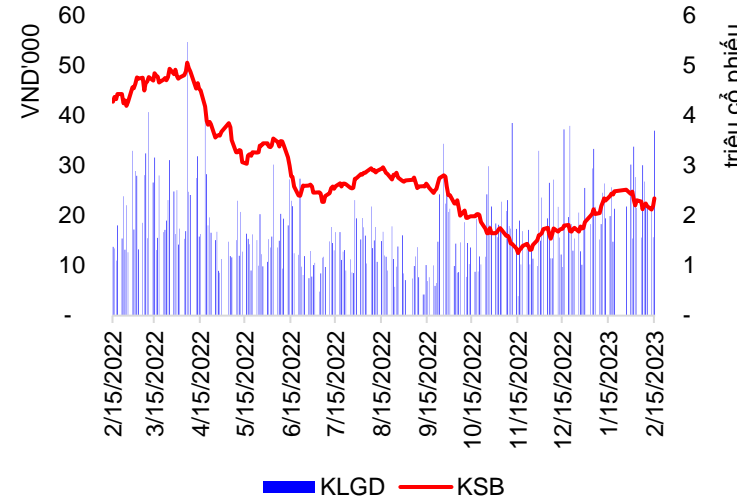
**KCN Đất Cuộc đóng góp đáng kể vào doanh thu sau năm 2022.** Kể từ năm 2018, BĐS KCN đóng góp bình quân 39.1% trong tổng doanh thu và 56.8% lợi nhuận gộp hàng năm của KSB. Hiện tỷ lệ lấp đầy tại KCN Đất Cuộc là 38%, thấp hơn rất nhiều so với các KCN có cùng quy mô trên địa bàn tỉnh Bình Dương. Bình Dương là một trong những địa phương có tỷ lệ lấp đầy KCN cao nhất cả nước với 77%, trong đó phần lớn các KCN lớn có tỷ lệ lấp đầy 100% như VSIP hay Sóng Thần,.... Do đó, chúng tôi kỳ vọng KCN Đất Cuộc còn rất nhiều dư địa tăng trưởng và tiếp tục đóng góp vào doanh thu của KSB trong tương lai

### Rủi ro đầu tư

**Khoản uỷ thác đầu tư lớn chưa mang lại hiệu quả sinh lời tương xứng.** Một trong những khoản đáng kể trên Bảng CĐKT của KSB liên quan đến khoản uỷ thác đầu tư trị giá 1,242 tỷ đồng tại 31/12/2022 (chiếm 29.3% TTS). Mặc dù quy mô khoản uỷ thác đầu tư là khá lớn nhưng đóng góp vào trong tổng thu nhập của KSB chưa thực sự hiệu quả khi doanh thu tài chính hàng năm mang lại từ khoản đầu tư chỉ bình quân đạt 35 tỷ đồng (tương đương hiệu quả sinh lời 2.92%, thấp hơn rất nhiều so với mức ROE và ROA lần lượt đạt 18.2% và 7.0% trong giai đoạn 2018-2022)

**Giá đất đền bù tăng cao khiến việc giải phóng mặt bằng của KCN Đất Cuộc bị gián đoạn.** Chúng tôi đánh giá, hiện tại KSB đã gia tăng nguồn vốn đáng kể từ cả việc thu tiền trước các DN thuê đất cũng như gia tăng vay vốn ngân hàng và huy động trái phiếu nhằm đẩy nhanh công tác đền bù diện tích đất còn lại (khoảng hơn 18.7 ha). Dự kiến sẽ hoàn thành công tác đền bù trong năm 2024

### Biểu đồ giá cổ phiếu



	1M	3M	12M		
KSB (%)	-1.9%	87.6%	-45.2%	Giới hạn SHNN	49%
VNIndex (%)	-1.7%	14.9%	-29.8%	Tỷ lệ SHNN hiện tại	10.64%

	Đơn vị	FY22A	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>859</b>	<b>1,129</b>	<b>1,523</b>	<b>1,300</b>	<b>1,291</b>	<b>1,320</b>
Tăng trưởng	%	-2.8%	31.5%	34.8%	-14.6%	-0.7%	2.2%
<b>EBIT</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>320</b>	<b>397</b>	<b>555</b>	<b>519</b>	<b>531</b>	<b>566</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>152</b>	<b>191</b>	<b>308</b>	<b>287</b>	<b>331</b>	<b>366</b>
Tăng trưởng	%	-39.7%	25.3%	61.2%	-6.6%	15.0%	10.7%
<b>EPS cơ bản</b>	<b>VND</b>	<b>2,037</b>	<b>2,501</b>	<b>3,953</b>	<b>3,622</b>	<b>4,085</b>	<b>4,433</b>
Tăng trưởng EPS	%	-43.6%	22.8%	58.0%	-8.4%	12.8%	8.5%
P/E	lần	12.3x	10.1x	6.4x	6.9x	6.2x	5.7x
EV/EBITDA	lần	-0.3x	0.2x	0.2x	0.1x	0.1x	0.1x
Cổ tức	VND	-	-	500	500	500	500
Tỷ suất cổ tức	%	0.0%	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>BVPS</b>	<b>VND</b>	<b>25,331</b>	<b>27,399</b>	<b>30,666</b>	<b>33,302</b>	<b>36,824</b>	<b>40,295</b>
P/B	lần	1.0x	0.9x	0.8x	0.8x	0.7x	0.6x
ROE	%	8.2%	9.4%	13.8%	11.7%	12.3%	12.4%
Nợ ròng/VCSH	%	50.7%	39.4%	57.1%	39.0%	32.6%	31.3%

Nguồn: KSB, MBS Research

Ngày báo cáo 03/03/2023

Giá hiện tại 24,000 VND/cp

Giá mục tiêu 35,400 VND/cp

% Tăng giá +47.9%

Vốn hóa 1,927 tỷ đồng  
~78.7 triệu USD

Diễn biến giá 52 tuần 12,500-50,600 VND/cp

GTGD TB hàng ngày 50,525 tỷ đồng  
~2.1 triệu USD

Giới hạn SHNN 49%

Tỷ lệ SHNN hiện tại 10.64%

## MUA-GIÁ MỤC TIÊU: 35,400 VND/cp

### Tổng quan về KSB

#### Hồ sơ doanh nghiệp

Công ty cổ phần (CTCP) Khoáng Sản và Xây Dựng Bình Dương (HOSE: KSB) được thành lập dưới dạng một doanh nghiệp Nhà nước vào năm 1993 dưới tên gọi Cty Khai thác và Xuất khẩu Khoáng Sản Sông Bé. KSB được chính thức chuyển đổi sang hình thức CTCP vào ngày 01/05/2006 và chính thức lên sàn giao dịch chứng khoán TPHCM (HOSE) vào năm 2010 với mức vốn điều lệ khi đó đạt 107 tỷ đồng. Từ ngày 24 đến ngày 26/02/2016, SCIC đã bán toàn bộ số cổ phiếu đang nắm giữ tại KSB đưa KSB trở thành doanh nghiệp ngoài Nhà nước.

#### Hoạt động sản xuất kinh doanh

Hiện nay, KSB hoạt động trong 3 lĩnh vực chính gồm khai thác, chế biến khoáng sản; sản xuất vật liệu xây dựng (VLXD); và cho thuê BĐS KCN.

#### Mảng khai thác và sản xuất khoáng sản

Các sản phẩm chính của KSB bao gồm: đá xây dựng, cao lanh và đất sét. Hiện nay, KSB đang sở hữu quyền khai thác 4 mỏ đá còn trữ lượng có thể khai thác bao gồm mỏ đá Tân Mỹ (trữ lượng 22 triệu m<sup>3</sup>), mỏ đá Phước Vĩnh (trữ lượng 6 triệu m<sup>3</sup>), mỏ đá Thiên Tân 7 (trữ lượng 4 triệu m<sup>3</sup>) và mỏ đá Tam Lập (trữ lượng 17 triệu m<sup>3</sup>). Việc khai thác các mỏ đá này được thực hiện bởi 2 xí nghiệp và 1 HTK với công suất khai thác tối đa hàng năm đạt hơn 5.5 triệu m<sup>3</sup>. Đối với sản phẩm cao lanh, KSB hiện đang sở hữu 2 mỏ cao lanh Tân Lập và Minh Long với tổng trữ lượng đạt 13.3 triệu m<sup>3</sup> và công suất khai thác hàng năm đạt 450,000 m<sup>3</sup>/năm. Ngoài ra, công ty hiện đang tiếp tục khai thác các loại đất sét tại mỏ đất sét Bó Lá (trữ lượng 1.5 triệu m<sup>3</sup>) và công suất đạt 250,000 m<sup>3</sup>/năm.

#### Mảng sản xuất VLXD (bê tông)

KSB hiện nay đang vận hành 01 xí nghiệp sản xuất bê tông với công suất hàng năm 60,000m<sup>3</sup>/năm với các sản phẩm cống tròn, cống hộp và các cấu kiện đúc sẵn theo tiêu chuẩn ISO 9001:2015.

#### Cho thuê BĐS KCN

KSB đang tham gia đầu tư, phát triển và kinh doanh cơ sở hạ tầng tại KCN Đất Cuộc với tổng quy mô được quy hoạch là 348 ha. Tổng quy mô giai đoạn 1 với diện tích 219 ha đã được lấp đầy. Hiện nay, KSB đang tiến hành đầu tư trên diện tích mở rộng hơn 129ha. Tính đến hiện tại, tổng diện tích đã đền bù trên diện tích mở rộng là 110 ha (đạt 85.5%).

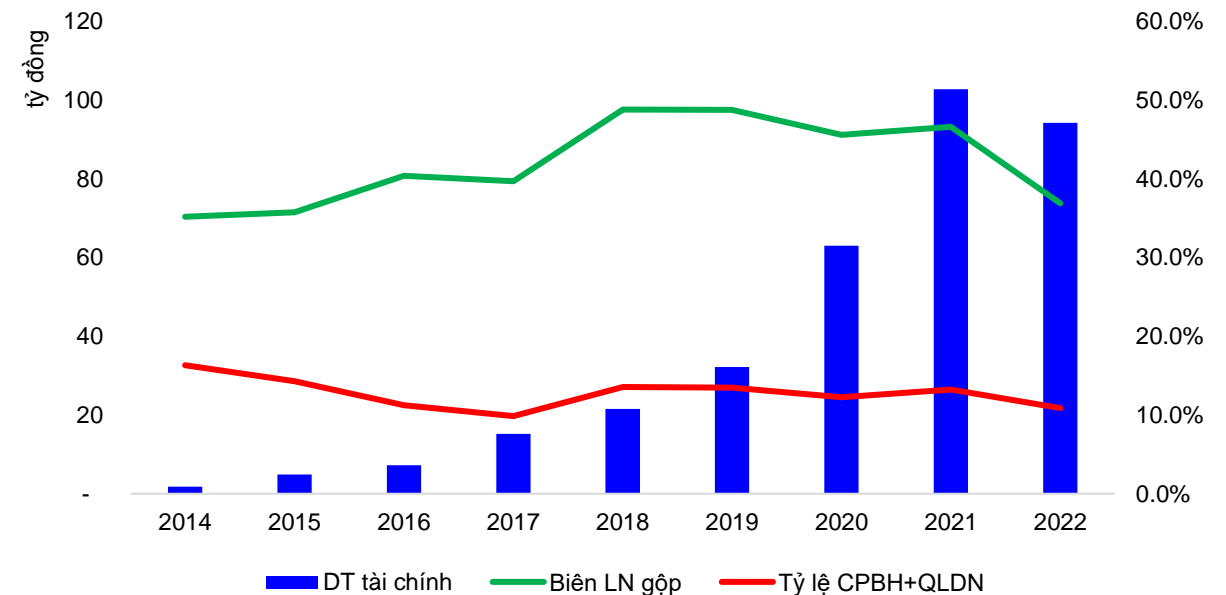
Tên đơn vị	DT cấp phép (m <sup>2</sup> )	Đã đền bù (m <sup>2</sup> )		Chưa đền bù (m <sup>2</sup> )		Tổng DT đã đền bù (mỏ+phụ trợ) đến 31/12/2021	Thời hạn còn lại theo giấy phép	Trữ lượng (m <sup>3</sup> )	Công suất (m <sup>3</sup> /năm)
		Đã khai thác	Chưa khai thác	Đã khai thác	Chưa khai thác				
Mỏ đá Tân Mỹ	409,600	267,900	102,643	39,057	508,475	8/28/2029	22,000,000	2,200,000	
Mỏ đá Phước Vĩnh	296,200	294,988	-	1,212	561,347	1/13/2023	6,000,000	940,000	
Mỏ đá Thiên Tân 7	122,661	54,495	38,880	29,286	102,778	1/29/2035	4,000,000	420,000	
Mỏ đá Tam Lập	200,000		140,000	60,000	390,450		17,000,000	2,000,000	
Mỏ sét Bó Lá	334,000	87,055	162,432	84,513	260,487	GĐ 1: Đến 29/09/2021 GĐ 2: Dự kiến 12,6 năm kể từ ngày cấp phép	1,500,000	250,000	
Mỏ cao lanh Tân Lập	240,000	157,052	-	50,000	185,349	10/1/2021	1,300,000	100,000	
Mỏ cao lanh Minh Long	640,000	38,550	106,049	491,262	185,349	9/1/2038	12,000,000	450,000	



## MUA-GIÁ MỤC TIÊU: 35,400 VND/cp

### Cập nhật KQKD cả năm 2022

- Trong năm 2022, KSB ghi nhận doanh thu thuần 859 tỷ đồng (-2.8% yoy) khi mảng cho thuê đất KCN sụt giảm -19.9% yoy, trong khi đó mảng sản xuất & kinh doanh vật liệu xây dựng (VLXD) tăng trưởng +12.2% khi nhu cầu xây dựng phục hồi mạnh trong nửa đầu năm 2022. Lợi nhuận gộp đạt mức 317 tỷ đồng (-23.1% yoy). Trong khi mảng kinh doanh VLXD vẫn duy trì được mức biên lợi nhuận gộp 28% (tương đương với năm 2021) thì mảng cho thuê BĐS KCN lại ghi nhận mức biên lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 67.2% năm 2021 xuống còn 50.9%.
- Doanh thu hoạt động tài chính đạt 94 tỷ đồng (-8.3% yoy) nhờ lãi suất huy động có sự gia tăng mạnh trong nửa cuối năm 2022 giúp thu nhập từ tiền gửi và cho vay tăng mạnh (+169.9% yoy). Trong khi đó, lợi nhuận và cổ tức được chia từ các công ty liên kết lại giảm -56.2% yoy khi tình hình kinh doanh trong năm 2022 tương đối ảm đạm khi giá VLXD sụt giảm mạnh trong năm 2022.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp (SGA) giảm đáng kể từ mức 13.2% trong năm 2021 xuống còn 10.9% cho cả năm 2022. Chi phí lãi vay trung bình cũng giảm nhẹ so với năm 2021, điều này là do mức lãi suất gia tăng trong nửa cuối năm 2022 vẫn chưa phản ánh vào KQKD của công ty trong năm tài chính 2022. Tuy vậy, việc công ty gia tăng các khoản vay ngắn hạn trong năm cũng khiến chi phí lãi vay tăng mạnh lên mức 135 tỷ đồng (+42.8% yoy).
- Lợi nhuận trước thuế (LNTT) cả năm 2022 đạt 184 tỷ đồng (-38.8% yoy) và là năm thứ 3 liên tiếp có mức tăng trưởng LNNT âm. Điều này cũng khiến lợi nhuận sau thuế (LNST) có diễn biến tương tự. LNST năm 2022 chỉ đạt 152 tỷ đồng (-39.7% yoy). Theo đó, KSB chỉ hoàn thành lần lượt 51.4% và 54.2% kế hoạch LNNT và LNST trong năm 2022.
- Về cơ cấu tài sản, tài sản ngắn hạn (TSNH) và tài sản dài hạn (TSDH) tại cuối năm 2022 chiếm tỷ trọng lần lượt 48.5% và 51.5% tổng tài sản (TTS). Phần lớn TSNH thuộc các khoản phải thu ngắn hạn cùng với khoản uỷ thác đầu tư (chiếm tỷ trọng 44.0% TTS). Điều này khiến rủi ro thanh khoản của công ty bị ảnh hưởng tiêu cực. Đối với TSDH, phần lớn nằm tại chi phí đầu tư tại các mỏ đá và KCN Đất Cuộc (chiếm 17.6% TTS). Ngoài ra, các khoản đầu tư vào các công ty liên quan và BĐS đầu tư cũng chiếm một tỷ trọng đáng kể trong cơ cấu TSDH (chiếm 11.0% TTS).
- Cơ cấu nguồn vốn của KSB tương đối lành mạnh so với các công ty cùng ngành khi tỷ lệ đòn bẩy tài chính (TTS/VCSH) là 2.18 lần tại 31/12/2022. Trong đó, nợ ngắn hạn và nợ dài hạn chiếm lần lượt 17.9% và 8.4% TTS. Các khoản phải trả dài hạn chủ yếu bao gồm khoản tiền thu trước từ hoạt động cho thuê BĐS KCN và các khoản vay dài hạn được sử dụng nhằm đầu tư vào các mỏ đá và phần mở rộng của KCN Đất Cuộc. Tỷ lệ vốn vay của KSB/VCSH đạt 57.5%.
- ROE và ROA của KSB đạt lần lượt 8.2% và 3.7% trong năm 2022, thấp hơn đáng kể so với năm 2021 lần lượt là 15.0% và 6.4%. Mức sinh lợi cũng là mức thấp nhất kể từ năm 2014.



## MUA-GIÁ MỤC TIÊU: 35,400 VND/cp

### Luận điểm đầu tư

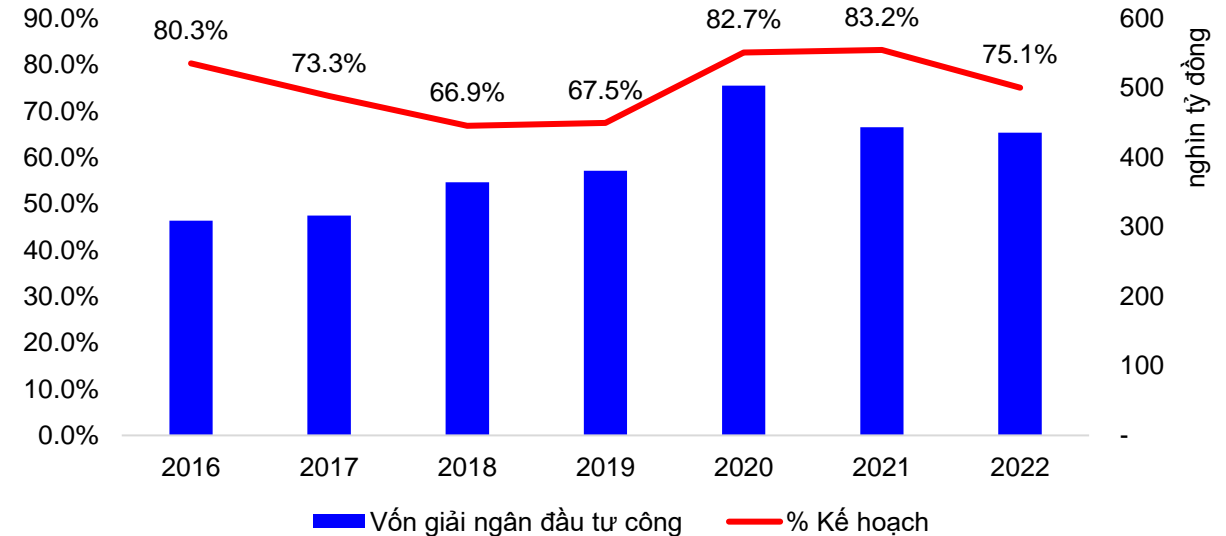
#### Hưởng lợi từ chính sách thúc đẩy đầu tư công.

Trong giai đoạn 2016-2022, tổng vốn đầu tư công giải ngân đạt gần 2 triệu tỷ đồng, giúp góp phần huy động tổng vốn đầu tư trong xã hội đạt hơn 9.2 triệu tỷ đồng, đạt hơn 33.7% giá trị GDP (lớn hơn mức chỉ 31.7% GDP) trong giai đoạn 5 năm trước đó. Tỷ trọng vốn nhà nước trong đầu tư xã hội cũng giảm dần từ mức 39.1% trong giai đoạn 2011-2015 xuống còn 34% trong giai đoạn 2016-2020. Điều này cho thấy được vai trò “vốn mồi” của vốn giải ngân đầu tư công trong việc thúc đẩy kinh tế tăng trưởng.

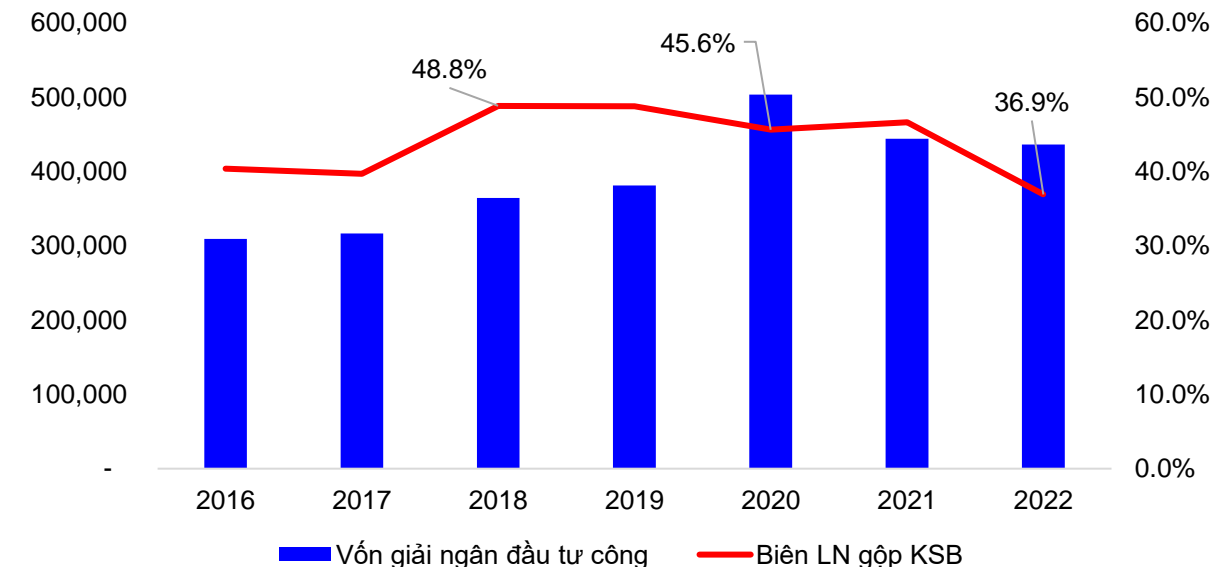
Tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công năm 2022 đạt 75,1% so với kế hoạch Thủ tướng giao, thấp hơn so với mức tỷ lệ hoàn thành của năm 2021. Các dự án được giải ngân chủ yếu là các dự án được chuyển tiếp từ giai đoạn 2016-2020 và bị gián đoạn do tác động của dịch Covid-19. Trong năm 2023, Chính phủ kế hoạch giải ngân 711,684 tỷ đồng cho đầu tư công nhằm thúc đẩy nền kinh tế tập trung chủ yếu vào các dự án trong điểm Quốc gia như Cao tốc Bắc Nam phía Đông (các đoạn còn lại như Phan Thiết Dầu Giây, đoạn Vĩnh Hảo-Phan Thiết,...), Đường vành đai 3 TPHCM, hay Vành đai 4 Hà Nội. Với việc tiến độ giải ngân bị chậm lại trong năm 2022, ước tính giá trị giải ngân đầu tư công bình quân hàng năm trong giai đoạn 2023-2025 phải đạt tối thiểu 700 nghìn tỷ đồng nhằm đạt được kế hoạch Chính phủ đề ra. Do đó, năm 2023 sẽ được xem là năm “bản lề” thể hiện nỗ lực của Nhà nước trong việc thúc đẩy kinh tế bằng chi tiêu công, trong bối cảnh các yếu tố như tiêu dung hay đầu tư tư nhân đang có dấu hiệu suy yếu dưới tác động tiêu cực của các yếu tố vĩ mô như lãi suất và lạm phát cao.

Bên cạnh đó, việc triển khai Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế xã hội có quy mô 347 nghìn tỷ đồng cùng với chính sách hỗ trợ lãi suất 2% tiến độ chưa đạt kỳ vọng. Chương trình phục hồi mới giải ngân được 60.000 tỷ, khoảng 17.3% trên tổng quy mô. Gói hỗ trợ này được kỳ vọng sẽ phát huy hiệu quả tối đa trong năm 2023 khi nhu cầu tín dụng đang giảm dần dưới tác động của môi trường lãi suất cao, trong đó chi tiêu công được dự báo sẽ chiếm khoảng 33% tổng chi từ gói này. Ngoài ra, NHNN cũng đang chỉ đạo các NHTM hỗ trợ lãi suất theo gói hỗ trợ 2% cho các ngành nghề thiết yếu như sản xuất và tiêu dung nhằm thúc đẩy sản xuất kinh doanh trong nước trong bối cảnh xuất khẩu đang hụt hơi.

Theo nghị quyết 29/2021/QH-2015, tổng vốn đầu tư xã hội phân bổ cho giai đoạn 2021-2025 đạt 2.3 triệu tỷ đồng, trong đó hơn 55% phục vụ xây dựng các công trình hạ tầng giao thông. Điều này giúp các doanh nghiệp cung cấp VLXD hưởng lợi đáng kể. Đặc biệt, KSB hiện đang sở hữu nhiều mỏ đá tại Bình Dương và Đồng Nai, địa phận mà các công trình trọng điểm đi qua như Cao tốc Bắc Nam phía Đông hay sân bay Long Thành. Hơn nữa, với vị trí các mỏ đá thuận lợi, KSB có nhiều lợi thế về chi phí vận chuyển trong việc đầu thầu các dự án thành phần cũng như các dự án kết nối với những công trình trọng điểm này.



Nguồn: BTC, Bộ KHĐT, MBS Research Tổng hợp



Nguồn: BTC, KSB FS, MBS Research Tổng hợp

## MUA-GIÁ MỤC TIÊU: 35,400 VND/cp

### Luận điểm đầu tư

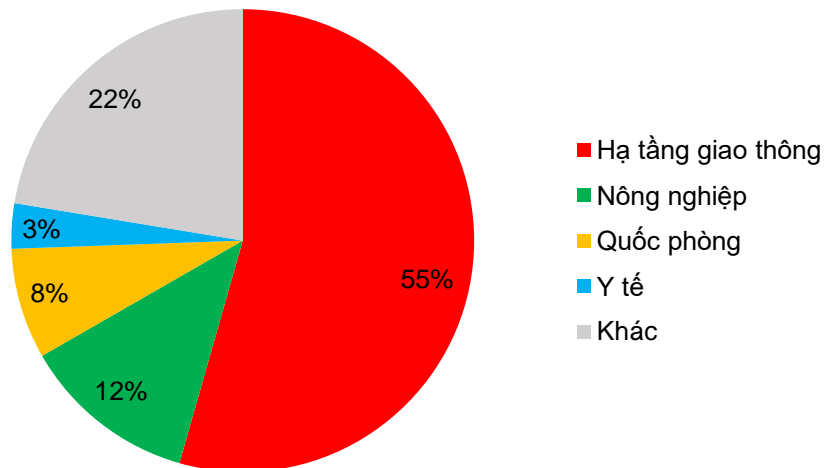
#### Vị thế hàng đầu ngành trong sản xuất và kinh doanh VLXD.

Với vị trí các mỏ đá nằm chủ yếu ở tỉnh Bình Dương, một trong những thành phố vệ tinh lớn của TPHCM và là địa phận đi qua của các tuyến đường cao tốc chính như Cao tốc Bắc Nam (Phan Thiết-Dầu Giây),... giúp KSB có được lợi thế lớn trong công tác đấu thầu cung cấp VLXD cho các dự án trọng điểm này và các dự án hạ tầng kết nối tuyến cao tốc với các tỉnh lân cận. Với trữ lượng các mỏ đá đang còn có thể khai thác vào khoảng 49 triệu m<sup>3</sup> cùng với công suất sản xuất hơn 5.5 triệu m<sup>3</sup>/năm. Hiện tại, công suất khai thác của KSB gần như đã đạt 100% do đó cũng giúp KSB có được lợi thế trong việc tận dụng tối đa các mỏ đá. Vị trí gần giúp KSB giảm được chi phí từ đó gia tăng biên lợi nhuận và tính cạnh tranh với các nhà cung cấp khác.

KSB cũng đang sở hữu hơn 41% cổ phần của VLB, một trong những nhà sản xuất đá VLXD lớn nhất khu vực phía Nam với trữ lượng còn lại hơn 250 triệu tấn đá xây dựng tập trung chủ yếu tại Đồng Nai, địa bàn xây dựng các dự án lớn như đường Vành Đai 3 và sân bay Long Thành.

Chúng tôi cho rằng, việc tập trung giải ngân đầu tư công vào các dự án trọng điểm tại khu vực phía Nam sẽ là cơ hội lớn cho các nhà cung cấp VLXD lớn như KSB, đặc biệt khi các dự án lớn này đều đi qua các khu vực vốn là lợi thế của KSB. Chúng tôi kỳ vọng KSB sẽ có thể gia tăng được doanh thu hàng năm khoảng 15% trong 5 năm tới cũng như cải thiện mức biên lợi nhuận gộp lên mức trên 30% kể từ sau năm 2023.

Phân bổ vốn đầu tư trung dài hạn từ nguồn vốn NSNN giai đoạn 2021-2025



STT Dự án	Tổng mức đầu tư	KH 2021-2025
<b>I Dự án quan trọng quốc gia đã được QH quyết định chủ trương đầu tư</b>	<b>120,732</b>	<b>65,796</b>
<b>1 Dự án đường bộ cao tốc Bắc - Nam tuyến phía Đông (GD1)</b>	<b>97,290</b>	<b>60,668</b>
(1) Mai Sơn - QL45	12,111	9,415
(2) QL45- Nghi Sơn	5,534	4,397
(3) Nghi Sơn - Diễn Châu	7,293	6,032
(4) Diễn Châu - Bãi Vọt	13,338	5,379
(5) Cam Lộ - La Sơn	7,669	4,677
(6) Nha Trang - Cam Lâm	7,615	2,232
(7) Cam Lâm - Vĩnh Hảo	13,687	5,624
(8) Đoạn Vĩnh Hảo - Phan Thiết	10,854	8,830
(9) Phan Thiết - Dầu giây	12,577	9,602
(10) Cầu Mỹ Thuận 2 và đường dẫn hai đầu cầu	5,003	3,837
(11) Cao Bồ - Mai Sơn	1,607	642
<b>2 Dự án thu hồi đất, bồi thường, hỗ trợ tái định cư CHKQT Long Thành</b>	<b>22,856</b>	<b>4,660</b>
<b>3 Dự án Hồ chứa nước Ka Pét, huyện Hàm Thuận Nam, tỉnh Bình Thuận</b>	<b>586</b>	<b>467</b>
<b>II Dự án đường bộ cao tốc Bắc - Nam tuyến phía Đông giai đoạn 2021-2025</b>		<b>38,738</b>
<b>III Các dự án trọng điểm khác dự kiến thực hiện trong giai đoạn 2021-2025</b>		<b>78,719</b>

**MUA-GIÁ MỤC TIÊU: 35,400 VND/cp**

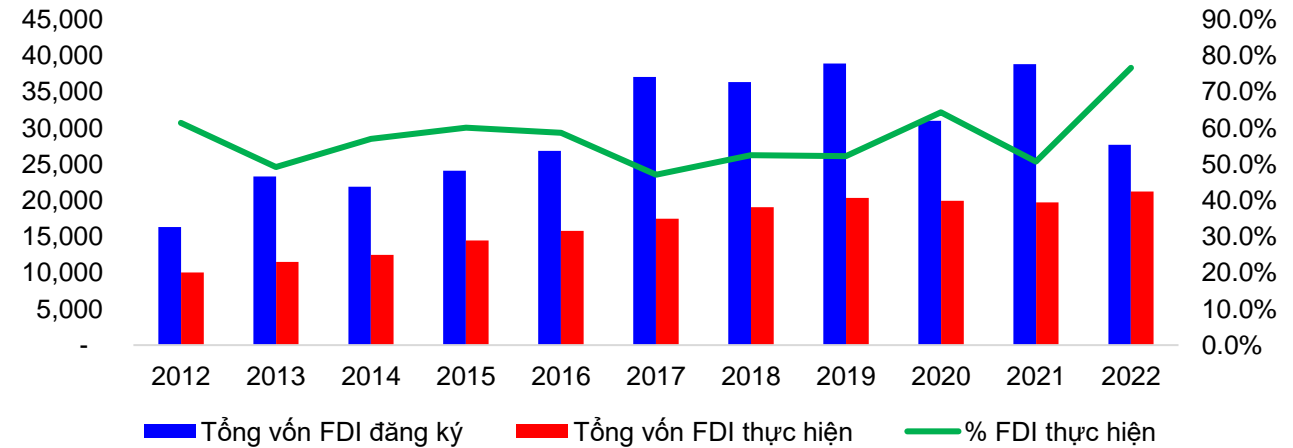
**Luận điểm đầu tư**

**KCN Đất Cuộc đóng góp đáng kể vào doanh thu sau năm 2022.**

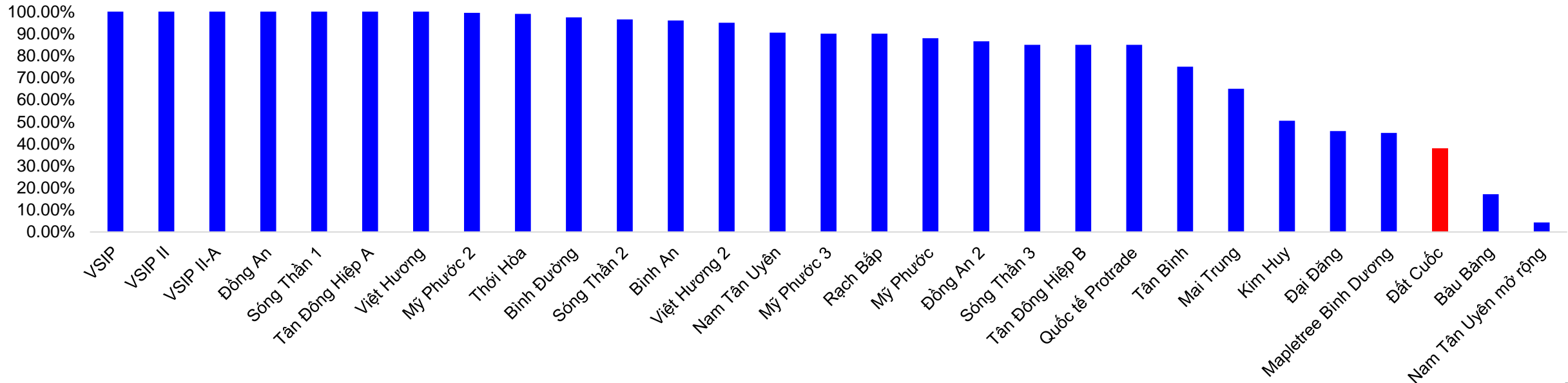
Kể từ năm 2018, BĐS KCN đóng góp bình quân 39.1% trong tổng doanh thu và 56.8% lợi nhuận gộp hàng năm của KSB. Hiện tỷ lệ lấp đầy tại KCN Đất Cuộc là 38%, thấp hơn rất nhiều so với các KCN có cùng quy mô trên địa bàn tỉnh Bình Dương. Bình Dương là một trong những địa phương có tỷ lệ lấp đầy KCN cao nhất cả nước với 77%, trong đó phần lớn các KCN lớn có tỷ lệ lấp đầy 100% như VSIP hay Sóng Thần,.... Do đó, chúng tôi kỳ vọng KCN Đất Cuộc còn rất nhiều dư địa tăng trưởng và tiếp tục đóng góp vào doanh thu của KSB trong tương lai.

Chúng tôi dự báo KSB sẽ thu xếp được nguồn vốn là tiếp tục thực hiện công tác đền bù trong năm 2023 sau 2 năm bị gián đoạn bởi dịch Covid-19, cũng như tiếp tục xây dựng hạ tầng trên diện tích đất thương phẩm hiện hữu nhằm ghi nhận doanh thu từ khoản tiền nhận trước đáng kể trên bảng CĐKT.

Đơn vị: triệu USD



**Tỷ lệ lấp đầy các KCN Bình Dương**



## MUA-GIÁ MỤC TIÊU: 35,400 VND/cp

### Rủi ro đầu tư

#### Khoản uỷ thác đầu tư lớn chưa mang lại hiệu quả sinh lời tương xứng.

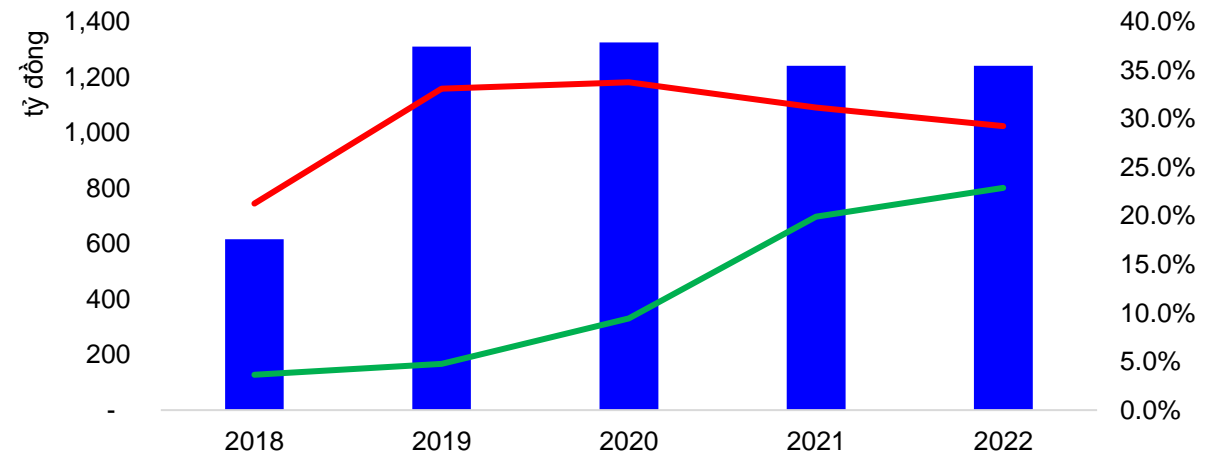
Một trong những khoản đáng kể trên Bảng CĐKT của KSB liên quan đến khoản uỷ thác đầu tư trị giá 1,242 tỷ đồng tại 31/12/2022 (chiếm 29.3% TTS). Mặc dù quy mô khoản uỷ thác đầu tư là khá lớn nhưng đóng góp vào trong tổng thu nhập của KSB chưa thực sự hiệu quả khi doanh thu tài chính hàng năm mang lại từ khoản đầu tư chỉ bình quân đạt 35 tỷ đồng (tương đương hiệu quả sinh lời 2.92%, thấp hơn rất nhiều so với mức ROE và ROA lần lượt đạt 18.2% và 7.0% trong giai đoạn 2018-2022).

Chúng tôi cho rằng việc đầu tư một phần đáng kể tài sản vào hoạt động kinh doanh không liên quan đến hoạt động chính có thể khiến hiệu quả sử dụng vốn của KSB bị ảnh hưởng. Ngoài ra, điều này có thể khiến thanh khoản của KSB bị ảnh hưởng trong trường hợp nguồn vốn vay bị hạn chế, như trong giai đoạn thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang bị ảnh hưởng tiêu cực như hiện tại, khiến các hoạt động đầu tư của KSB bị gián đoạn.

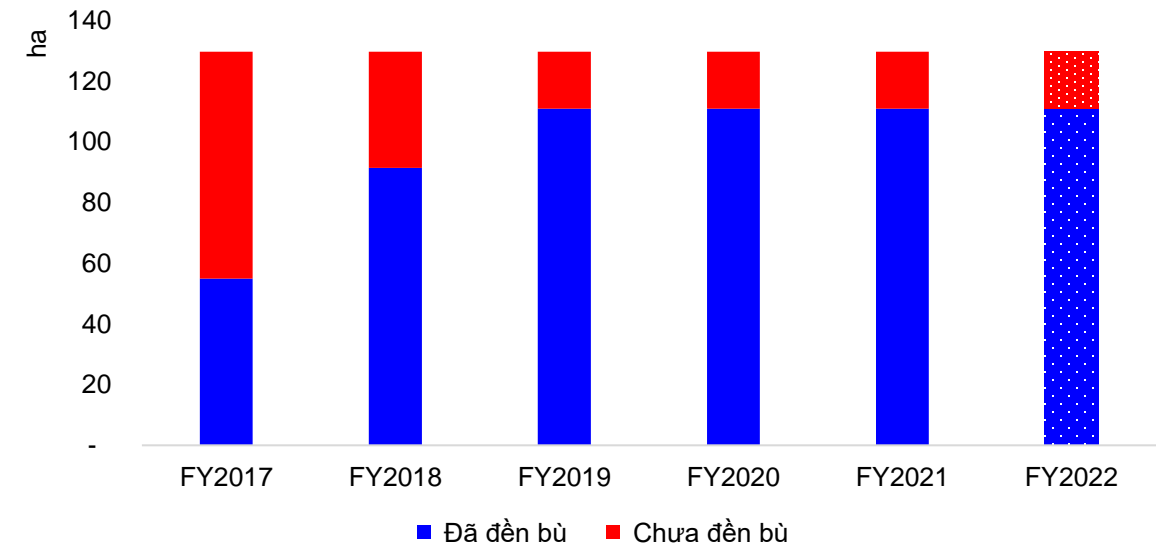
#### Giá đất đền bù tăng cao khiến hoạt động của KCN Đất Cuộc có thể bị gián đoạn lâu hơn dự kiến.

Bên cạnh tác động từ đại dịch Covid-19, một trong những yếu tố khiến công tác đền bù KCN Đất Cuộc bị gián đoạn đến từ giá đất tăng cao. Bình Dương là một trong những địa phương có tỷ lệ đô thị hoá cao nhất cả nước nhờ sự phát triển mạnh mẽ của các KCN (diện tích đất KCN lớn nhất cả nước hơn 12.7 nghìn ha), khiến giá BĐS tại hầu hết các phân khúc đều gia tăng mạnh. Do đó, đối với các nhà đầu tư có nguồn vốn không quá lớn như KSB, việc kéo dài thời gian đền bù cũng sẽ khiến cho chi phí đền bù gia tăng cao, làm cản trở đến công tác xây dựng và bàn giao mặt bằng cho các DN.

Chúng tôi đánh giá, hiện tại KSB đã gia tăng nguồn vốn đáng kể từ cả việc thu tiền trước các DN thuê đất cũng như gia tăng vay vốn ngân hàng và huy động trái phiếu nhằm đẩy nhanh công tác đền bù diện tích đất còn lại (khoảng hơn 18.7 ha). Dự kiến sẽ hoàn thành công tác đền bù trong năm 2024.



■ Giá trị uỷ thác đầu tư      — % Uỷ thác đầu tư/TTS  
— Doanh thu tài chính/Tổng DT hoạt động





# CTCP KHOÁNG SẢN VÀ XÂY DỰNG BÌNH DƯƠNG (HOSE: KSB)



## MUA-GIÁ MỤC TIÊU: 35,400 VND/cp

### Tổng hợp định giá

Chúng tôi định giá KSB với mức giá mục tiêu **35,400 VND/cp** bằng 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và so sánh P/E:

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF

Chúng tôi sử dụng một số giả định chính như sau:

- WACC=17.5%;
- Terminal growth=0% nhằm phản ánh dự thận trọng trong giả định của chúng tôi;
- Chúng tôi giả định KSB sẽ duy trì cơ cấu vốn với tỷ lệ Debt/VCSH đạt 46.5%.

### Phương pháp so sánh P/E

Chúng tôi sử dụng mức EPS dự phóng cho năm 2023 đạt 2,501 VND/cp và mức P/E bình quân của các doanh nghiệp niêm yết tương đương đạt 14.9x lần.

PTB Valuation (FCFF)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
FCFF	18,802	176,334	839,275	162,653	215,248	404,213	177,206	211,263	576,238	222,364
Terminal value	13,630	95,011	324,976	45,946	45,059	61,033	17,897	13,795	24,972	6,520
<b>Multi-stage DCF Valuation</b>										<b>FCFF</b>
Forecast length in years										10
Cumulative PV of FCF										1,186,075
PV of Terminal value										6,520
Terminal year FCF * terminal growth										-
Terminal value % of total PV of FCF										0.5%
Total Cumulative PV of FCF + PV of Terminal value										1,192,595
add: cash & ST investments										132,310
add: short and long-term debt										1,115,700
add: Real estate project										125,379
Enterprise value (EV)										2,565,984
Outstanding shares (million)										76,631,202
<b>Price per share</b>										<b>33,500</b>

		P/E	ROE	Dvd 12M	Mkt cap (VND trn)
KSB VN Equity	BINH DUONG MINERALS & CONSTR	14.65	7.0%	0.0%	1.92
NSE IN Equity	NESCO LTD	20.15	10.9%	0.6%	10.95
SPI TB Equity	SAHA PATHANA INTER-HOLDING	12.83	2.4%	1.2%	26.69
SIP VN Equity	SAIGON VRG INVESTMENT CORP	9.17	29.9%	2.4%	7.50
FPT TB Equity	FRASERS PROPERTY THAILAND PC	17.10	4.0%	2.9%	23.88
AMATA TB Equity	AMATA CORP PUBLIC CO LTD	10.08	7.5%	2.5%	15.94
MMLP IJ Equity	MEGA MANUNGGAL PROPERTY TBK	16.07	1.1%	0.0%	5.05
NIRL IN Equity	NIRLON LTD	28.53	20.9%	7.4%	9.09
WHA TB Equity	WHA CORP PCL	16.93	3.2%	3.6%	40.21
600724 CH Equity	NINGBO FUDA CO LTD-A	19.40	9.2%	6.1%	20.49
600881 CH Equity	JILIN YATAI GROUP CO LTD-A	-	16.7%	0.0%	27.46
<b>Median</b>		<b>16.07</b>	<b>7.51%</b>	<b>2.42%</b>	<b>15.94</b>
<b>Average</b>		<b>14.99</b>	<b>10.25%</b>	<b>2.41%</b>	<b>17.20</b>

Summary	%	Valuation
DCF	50%	33,500
P/E comparable	50%	37,300
<b>Target price</b>		<b>35,400</b>

# CTCP KHOÁNG SẢN VÀ XÂY DỰNG BÌNH DƯƠNG (HOSE: KSB)



## MUA-GIÁ MỤC TIÊU: 35,400 VND/cp

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)							Chỉ số tài chính						
	FY22A	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F		FY22A	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>859</b>	<b>1,129</b>	<b>1,523</b>	<b>1,300</b>	<b>1,291</b>	<b>1,320</b>	<b>Định giá</b>						
Giá vốn hàng bán	(542)	(703)	(885)	(734)	(712)	(714)	EPS (VND)	2,037	2,501	3,953	3,622	4,085	4,433
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>317</b>	<b>426</b>	<b>637</b>	<b>566</b>	<b>579</b>	<b>606</b>	BVPS (VND)	25,331	27,399	30,666	33,302	36,824	40,295
Doanh thu tài chính	94	105	105	110	105	117	P/E	12.3x	10.1x	6.4x	6.9x	6.2x	5.7x
Chi phí tài chính	(135)	(157)	(171)	(161)	(121)	(113)	P/B	1.0x	0.9x	0.8x	0.8x	0.7x	0.6x
Chi phí bán hàng	(40)	(68)	(93)	(79)	(77)	(77)	<b>Khả năng sinh lời</b>						
Chi phí QLDN	(53)	(69)	(98)	(82)	(81)	(84)	Biên lợi nhuận gộp	36.9%	37.7%	41.8%	43.5%	44.9%	45.9%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>184</b>	<b>240</b>	<b>384</b>	<b>358</b>	<b>410</b>	<b>453</b>	Biên lợi EBIT	37.2%	35.2%	36.5%	39.9%	41.1%	42.9%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>152</b>	<b>191</b>	<b>308</b>	<b>287</b>	<b>331</b>	<b>366</b>	Biên lợi nhuận ròng	17.7%	16.9%	20.2%	22.1%	25.6%	27.7%
							ROE	8.2%	9.4%	13.8%	11.7%	12.3%	12.4%
							ROA	3.7%	4.4%	6.2%	5.7%	7.1%	7.4%
Bảng CĐKT (Tỷ đồng)							Tăng trưởng						
	FY22A	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F		FY22A	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2,059</b>	<b>2,041</b>	<b>2,038</b>	<b>1,966</b>	<b>2,011</b>	<b>2,067</b>	Doanh thu thuần	-2.8%	31.5%	34.8%	-14.6%	-0.7%	2.2%
I. Tiền & tương đương tiền	132	156	122	116	167	215	Lợi nhuận trước thuế	-38.8%	30.1%	60.1%	-6.9%	14.6%	10.5%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	Lợi nhuận ròng	-39.7%	25.3%	61.2%	-6.6%	15.0%	10.7%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,868	1,784	1,795	1,744	1,742	1,748	EPS	-43.6%	22.8%	58.0%	-8.4%	12.8%	8.5%
IV. Hàng tồn kho	28	54	62	54	51	52	Tổng tài sản	6.5%	6.2%	21.8%	-16.0%	3.3%	8.3%
V. Tài sản ngắn hạn khác	30	47	59	52	51	52	Vốn chủ sở hữu	8.6%	8.2%	11.9%	8.6%	10.6%	9.4%
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>2,184</b>	<b>2,465</b>	<b>3,450</b>	<b>2,642</b>	<b>2,752</b>	<b>3,093</b>	<b>Thanh khoản</b>						
I. Phải thu dài hạn	876	869	1,056	1,056	1,056	1,056	Thanh toán hiện hành	1.5x	1.7x	1.3x	1.6x	1.9x	1.9x
II. Tài sản cố định	97	103	109	102	99	92	Thanh toán nhanh	0.1x	0.1x	0.1x	0.1x	0.2x	0.2x
III. Tài sản dở dang dài hạn	516	669	1,313	650	744	1,010	Nợ/Tài sản	0.3x	0.2x	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x
IV. BĐS đầu tư	125	135	145	157	169	183	Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.6x	0.5x	0.6x	0.4x	0.4x	0.4x
V. Đầu tư tài chính dài hạn	339	339	339	339	339	339	<b>Hiệu quả hoạt động</b>						
VI. Tài sản dài hạn khác	231	352	488	339	345	413	Vòng quay các khoản phải thu	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>4,243</b>	<b>4,506</b>	<b>5,488</b>	<b>4,608</b>	<b>4,762</b>	<b>5,160</b>	Số ngày thu tiền bán hàng	81	79	80	79	79	79
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2,302</b>	<b>2,407</b>	<b>3,138</b>	<b>2,056</b>	<b>1,941</b>	<b>2,072</b>	Vòng quay hàng tồn kho	16.1	13.0	14.3	13.6	14.0	13.8
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>1,342</b>	<b>1,169</b>	<b>1,532</b>	<b>1,195</b>	<b>1,048</b>	<b>1,103</b>	Số ngày tồn kho	23	28	25	27	26	26
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	584	648	780	510	412	437	Vòng quay các khoản phải trả	12.5	13.5	13.0	13.2	13.1	13.1
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	758	521	752	685	636	665	Số ngày phải trả	29	27	28	28	28	28
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>960</b>	<b>1,237</b>	<b>1,606</b>	<b>861</b>	<b>892</b>	<b>969</b>							
1. Các khoản phải trả dài hạn	602	775	895	434	443	453							
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	358	463	711	426	450	516							
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,941</b>	<b>2,100</b>	<b>2,350</b>	<b>2,552</b>	<b>2,822</b>	<b>3,088</b>	<b>Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)</b>	<b>FY22A</b>	<b>FY23F</b>	<b>FY24F</b>	<b>FY25F</b>	<b>FY26F</b>	<b>FY27F</b>
1. Vốn điều lệ	766	766	797	797	829	829	LCTT từ HĐKD	132	344	388	(245)	226	316
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0	0	0	LCTT từ HĐĐT	(488)	(189)	(893)	630	(143)	(322)
3. Cổ phiếu quỹ	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	LCTT từ HĐTC	395	(132)	472	(391)	(34)	54
4. Lợi nhuận chưa phân phối	993	1,133	1,322	1,495	1,700	1,929							
5. Quỹ Đầu tư Phát triển	185	204	235	264	297	333							
6. Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-							
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>4,243</b>	<b>4,506</b>	<b>5,488</b>	<b>4,608</b>	<b>4,762</b>	<b>5,160</b>							

## Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khối Nghiên cứu

### Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn [Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.HoangCong@mbs.com.vn)

### Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

#### Trái phiếu

Lê Minh Anh [Anh.LeMinh@mbs.com.vn](mailto:Anh.LeMinh@mbs.com.vn)

### Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

#### Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huynh [Huyinh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huyinh.ChuThe@mbs.com.vn)

#### Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

Phạm Thùy Trang [Trang.PhamThuy@mbs.com.vn](mailto:Trang.PhamThuy@mbs.com.vn)

#### Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương [Phuong.DoLan@mbs.com.vn](mailto:Phuong.DoLan@mbs.com.vn)

#### Thực phẩm-Đồ uống

Nguyễn Thành Công [Cong1.nguyenthanh@mbs.com.vn](mailto:Cong1.nguyenthanh@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

Đinh Công Luyện [Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn)

#### Tài chính- Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí [Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

## **MBS SECURITIES**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

## **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## **MBS HỘI SỞ**

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)