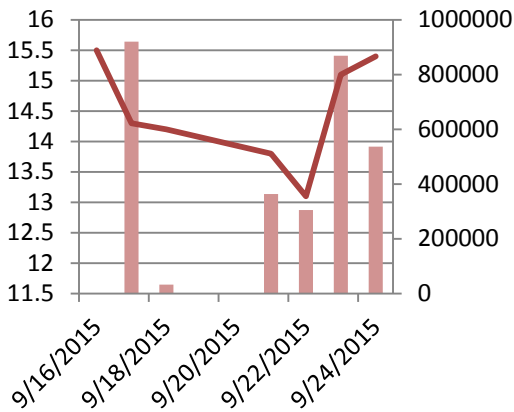


**Khuyến nghị**

Giá mục tiêu (2 năm) (VND)	9,200
Giá hiện tại (VND)	15,100
% thay đổi	-39%

**ĐỒ THỊ GIÁ**



**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

Giá hiện tại (VND):	15,100
EPS (VND):	50
P/E:	310
Giá trị sổ sách (VND):	15,600
Hệ số Beta:	N/A
KLGD trung bình:	233,383
KLCP đang niêm yết:	719.45
KLCP đang lưu hành:	703.54
Vốn hóa (Tỷ VND):	9,216

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

CTCP Tầm nhìn Ma San	74.39%
MRC Ltd.	20.49%
Vũ Thị Hiền	0.10%
Khác	5.02%

**THÔNG TIN LIÊN LẠC**

444 – Hoàng Hoa Thám – Phường Vĩnh Phúc – Quận Ba Đình – Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 649

Fax:(84- 4) 3573 0200 – 649

**Khuyến nghị:**

Chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu của MSR ở mức 9,200 đồng với triển vọng dài hạn 2 năm. Giá hiện tại của MSR (23/9/2015) là 15,100 đồng. Tuy nhiên **hiện tại giá của cổ phiếu MSR đang không được phản ánh đúng** vì số lượng cổ phiếu trôi nổi trên thị trường chỉ có 5% (95% được nắm giữ bởi nhà đầu tư tổ chức và công ty mẹ). Với khối lượng cổ phiếu trôi nổi thấp như hiện nay, MSR dễ dàng bị đầu cơ giá, nhà đầu tư có thể nắm giữ hoặc đầu tư ngắn hạn với kì vọng cổ phiếu MSR sẽ tăng trưởng trong thời gian tới trước khi bị pha loãng để phản ánh đúng giá trị.

**Điểm nổi bật:**

- ❖ **Công ty có lợi nhuận nhưng không đến từ hoạt động kinh doanh:** Năm 2014, MSR ghi nhận lỗ 219 tỷ từ hoạt động kinh doanh nhưng lợi nhuận sau thuế lại là dương 35 tỷ. Khoản lợi nhuận này có được là do: (1) ghi nhận 268 tỷ lợi nhuận khác và (2) 27 tỷ đến từ lợi ích thuế doanh nghiệp hoãn lại. 6 tháng đầu năm 2015, MSR tiếp tục ghi nhận khoản lỗ 329 tỷ từ hoạt động kinh doanh.
- ❖ **Giá Vonfram đang giảm và sẽ tiếp tục trong tương lai làm ảnh hưởng tiêu cực tới lợi nhuận:** (1) Tăng trưởng của các ngành tiêu thụ Vonfram chính ở mức dưới 3%, (2) Lượng vonfram tái chế được sử dụng ở các nước Châu Á mới chỉ ở mức 20% và sẽ tăng lên 45% trong tương lai khiến nguồn cầu Vonfram giảm, (3) Lượng cung đang tăng trong ngắn hạn 9% và sẽ tiếp tục gia tăng trong tương lai nhờ các dự án khai thác mới, (4) Trung Quốc trong ngắn hạn sẽ không thể gây giảm cung do cam kết với WTO.
- ❖ **Chi phí tài chính lớn và là rủi ro trong ngắn hạn:** hằng năm công ty phải trả hơn 700 tỷ tiền lãi chiếm hơn nửa lợi nhuận. Trong đó, có hơn 60% khoản vay của MSR là vay bằng USD. Mặt bằng lãi suất hiện nay đang có dấu hiệu tăng cùng với rủi ro tỷ giá với đồng USD sẽ khiến chi phí tài chính tăng cao trong ngắn hạn.

**Một số lợi thế:**

- ❖ **Công ty mẹ MSN có tiềm lực tài chính mạnh và thương hiệu uy tín.** MSN có khả năng huy động vốn và tham gia tích cực các hoạt động M&A. MSR có thể gia tăng quy mô thông qua việc mua lại các mỏ khai thác tiềm năng trong thời kì các doanh nghiệp khoáng sản đang bị định giá thấp như hiện tại để tạo động lực tăng trưởng trong dài hạn, gia tăng tầm ảnh hưởng trong thị trường Vonfram.

**Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>H2015</b>
DTT (tỷ đồng)	0	2,946.23	1,246.63
+/- yoy	N/A	N/A	N/A
LNST (tỷ đồng)	2.15	35.65	35.79
+/- yoy	N/A	N/A	N/A
TTS (tỷ đồng)	21,197.97	25,106.29	26,017.96
+/- yoy	N/A	18.4%	3.6%
VCSH (tỷ đồng)	10,970.99	11,132.95	11,237.03
Nợ/TTS	N/A	1.5%	0.9%
TS LN gộp	N/A	17.34%	25.1%
TS LN ròng	N/A	10.32%	1.21%
EPS (đồng)	N/A	50	50
ROA	N/A	0.15%	0.28%
ROE	N/A	0.32%	0.64%

## TỔNG QUAN

### MỤC LỤC

Tổng quan	P03
Hoạt động SXKD	P04
Phân tích ngành	P06
Phân tích tài chính	P07
Triển vọng	P08
Định giá	P09

### Lịch sử thành lập

Công ty khoáng sản tiền thân là một công ty con của tập đoàn Masan, được thành lập ngày 27/04/2010, hoạt động chủ yếu nhằm khai thác khoáng sản và tài nguyên. Hiện tại công ty mới chỉ có một dự án duy nhất là dự án Vonfram Núi Pháo ở Thái Nguyên – một mỏ khoáng sản của kim loại quý với trữ lượng 33% của tổng trữ lượng các mỏ thế giới không tính Trung Quốc.

Về mỏ Núi Pháo thì dự án được phát hiện vào năm 1990, thăm dò năm 2000, và cấp giấy phép khai thác năm 2005. Dự án lúc đó thuộc quyền quản lý của Tiberon với 70% cơ cấu sở hữu, 30% còn lại thuộc quyền của nhà đầu tư trong nước. Năm 2006 Tiberon được Dragon Capital mua lại. Quỹ này khi đó đã kỳ vọng có thể đi vào khai thác khoáng sản từ năm 2009. Tuy nhiên đến 2010 thì tất cả dự vẫn chỉ nằm trên giấy. Khi dự án đang bế tắc thì MSN xuất hiện và muốn mua lại mỏ Núi Pháo này. Năm 2013 khoản giao dịch chuyển nhượng chính thức được hoàn tất, MSR trở thành pháp danh sở hữu 100% mỏ Núi Pháo.

Ngày 17/09/2015, cổ phiếu MSR của công ty chính thức niêm yết trên sàn Upcom. Quá trình tăng vốn của công ty đã trải qua nhiều lần với quy mô hiện lên tới 7,194,473 triệu VND. Thông tin chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Thời gian	Vốn điều lệ (Triệu VND)
Tháng 2 - 2015	7,194,473
Tháng 7 - 2013	6,851,880
Tháng 1 - 2013	5,565,851
Tháng 3 - 2011	5,406,826
Tháng 9 - 2010	1,892,875
Tháng 7 - 2010	20

### Cơ cấu cổ đông

Tính đến ngày 06/08/2015, phần lớn sở hữu của công ty thuộc về công ty mẹ MSR tiếp theo đến MRC Ltd và phần còn lại thuộc về các cổ đông nhỏ lẻ. Chi tiết về cơ cấu cổ đông được trình bày dưới đây:

Cổ đông	Tỷ lệ %	Tính đến ngày
CTCP Tầm nhìn Ma San	74.39%	06/08/2015
MRC Ltd.	20.49%	06/08/2015
Vũ Thị Hiền	0.10%	06/08/2015
Khác	5.02%	06/08/2015

Hiện tại lượng cổ phiếu thực sự lưu hành trên thị trường đang ở mức thấp chỉ khoảng 5% do 95% còn lại đang thuộc sở hữu của công ty mẹ và cổ động tổ chức. Chính vì vậy thị giá giao dịch của MSR trên sàn chứng khoán sẽ dễ bị thao túng và không phản ánh chính xác được giá trị của doanh nghiệp.

### Ban lãnh đạo

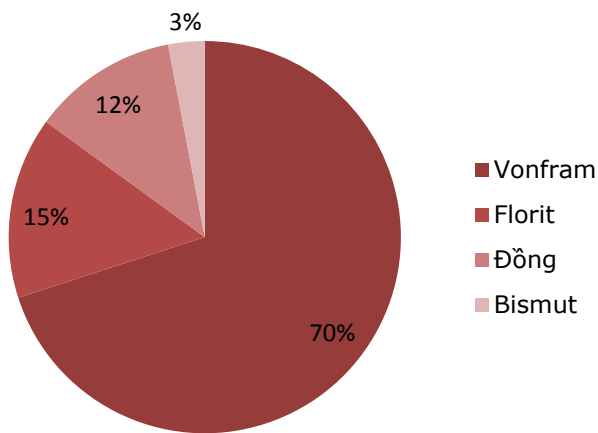
Ông Nguyễn Đăng Quang đang là chủ tịch hội đồng quản trị bắt đầu từ ngày 18/02/2013. Thông tin chi tiết xin được trình bày trong bảng sau:

Hội đồng Quản trị	Họ tên	Chú thích
Chủ tịch	Nguyễn Đăng Quang	Đồng thời là chủ tịch tập đoàn MSN
Thành viên	Chetan Prakash Baxi	Chịu trách nhiệm hoạt động tài chính của MSR với kinh nghiệm liên quan đến kế toán, kiểm toán
Thành viên	Nguyễn Thiệu Nam	Là tác nhân quan trọng trong quá trình giải phóng mặt bằng ở MSR
Thành viên	Jonathan David Fiorello	Đại diện cho quỹ MRC Ltd.

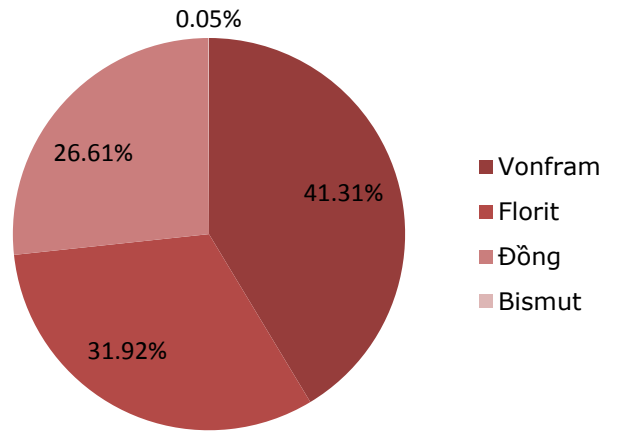
## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

### Cơ cấu doanh thu

Cơ cấu doanh thu 2014



Cơ cấu doanh thu 6 tháng 2015



Nguồn: Bản cáo bạch của MSR

**Doanh thu của công ty đến từ 4 loại khoáng sản: vonfram, bismut, florit và đồng.** Cả 4 khoáng sản đều là sản phẩm của một loại quặng duy nhất ở Núi Pháo theo quy trình tuyển nổi.

Trung bình trong lượng quặng khai thác được từ Núi Pháo sẽ chứa 0.15% khối lượng là Vonfram, 0.05% là Bismut, 0.5% florit, và 0.18% là đồng. Tỷ lệ kim loại trong quặng sẽ cải thiện trong vòng 2 năm tới khi công ty đang có dự án đầu tư cải tiến dây chuyền và quy trình khai thác.

Nửa đầu năm nay, sản lượng Vonfram khai thác và bán được là 2,410 tấn tăng so với nửa đầu năm ngoái nhưng doanh thu từ mảng này lại chỉ có 515 giảm so với cùng kì. Điều này khiến tỉ trọng doanh thu Vonfram của công ty giảm mạnh từ 70% năm 2014 còn 41.8% nửa đầu năm 2015.

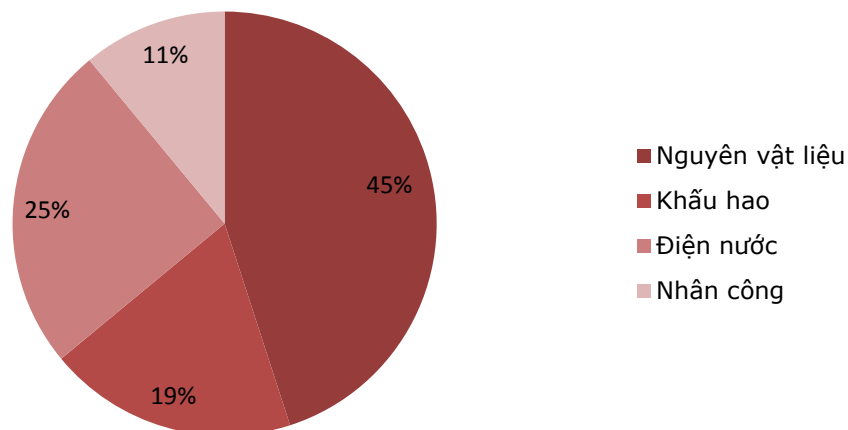
**Hoạt động khai thác khoáng sản của công ty sẽ tăng sản lượng vào năm nay** khi tổng thời gian khai thác là 12 tháng nhiều hơn so với năm ngoái chỉ có 10 tháng.

**Đầu ra của MSR được ổn định để có thể khai thác 100% năng suất.** MSR đã kí hợp đồng bao tiêu từ 7 đến 10 năm với HC Starck, 5N Plus Inc, CMC Cometal về các mặt hàng bismut, florit và vonfram. Các hợp đồng bao tiêu này có sản lượng bao tiêu gấp từ 2 đến 2.5 lần năng suất của MSR trong khi giá bán được thay đổi theo tình hình thị trường.

#### Chi phí sản xuất

Với ưu điểm là hệ thống mỏ lộ thiên, **công ty sẽ chịu chi phí khai thác thấp hơn 10 lần so với những mỏ trong lòng đất.** (Theo Jan Mostrom chủ tịch BA Mines)

## Cơ cấu giá vốn 2014



Nguồn: Bản cáo bạch và báo cáo tài chính của MSR

Trong giá vốn hàng bán chi phí nguyên vật liệu thô chiếm khoảng 45%. Các nguyên liệu này dùng để khai thác mỏ quặng. Từ năm 2015 trở đi chi phí nguyên vật liệu sẽ tăng 1.2 lần so với 2014 khi thời gian khai thác trong một năm là 12 thay vì 10 tháng.

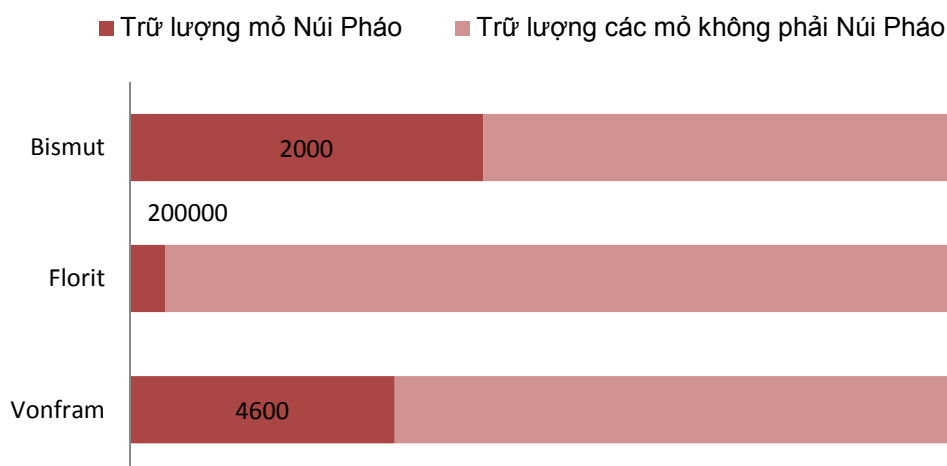
**Trong tương lai chi phí nguyên vật liệu sẽ không có sự thay đổi.** Công ty đã ký hợp đồng mua nguyên vật liệu với nhà cung cấp ở mức giá cố định trong vòng 3 đến 4 năm tới để giảm thiểu rủi ro biến động giá.

Đặc điểm chung của ngành mỏ là cần hệ thống nhà xưởng và máy móc thiết bị lớn, tỉ lệ tài sản dài hạn trên tổng tài sản của MSR là 90%. Dẫn tới mặc dù sử dụng quãng thời gian khấu hao khá lâu (15 năm) nhưng tổng chi phí khấu hao hàng năm của MSR vẫn cao, rơi vào khoảng 400 tỷ (19.17% trong tổng giá vốn).

Hiện tại MSR đang có 1128 lao động với lương bình quân 23 triệu VNĐ/ 1 người/ 1 tháng. Trong số lao động này có khoảng 70 đến 80% là công nhân khai thác mỏ.

## Quy mô sản xuất và trữ lượng mỏ

### Trữ lượng mỏ Núi Pháo so với thế giới không bao gồm Trung Quốc



Nguồn: Bản cáo bạch của MSR

Trữ lượng của mỏ Núi Pháo là 66 triệu tấn quặng. Trong đó vonfram có trữ lượng là: 4,600 nghìn tấn, Florit: 200,000, Bismut: 2,000.

**Công ty có rủi ro khi trữ lượng mỏ không đạt được như kì vọng.** Hiện nay, các tổ chức uy tín mới chỉ có thể khẳng định được 1/3 trong tổng số 4,600 triệu tấn Vonfram là có thật. Việc này tạo ra rủi ro dài hạn cho MSR khi đã đầu tư vốn lớn vào trang thiết bị khai thác.

Trữ lượng dự tính của mỏ Vonfram Núi Pháo chiếm 33% tổng trữ lượng Vonfram ngoài Trung Quốc. Nhưng nếu xét về đóng góp quy mô toàn thế giới, thì mỏ Núi Pháo chỉ đóng góp 9% vào lượng cung.

Hiện tại công ty đang vận hành khoảng 90% công suất, sản xuất ra 3.5 triệu tấn Vonfram một năm. MSR đã có kế hoạch cụ thể trong việc khai thác hết 66 triệu tấn quặng này trong vòng 20 năm vì vậy sản lượng của công ty trong tương lai được dự đoán sẽ không có đột biến nếu thị trường Vonfram vẫn tiếp tục ảm đạm như hiện tại.

## PHÂN TÍCH NGÀNH



Nguồn: infomine.com

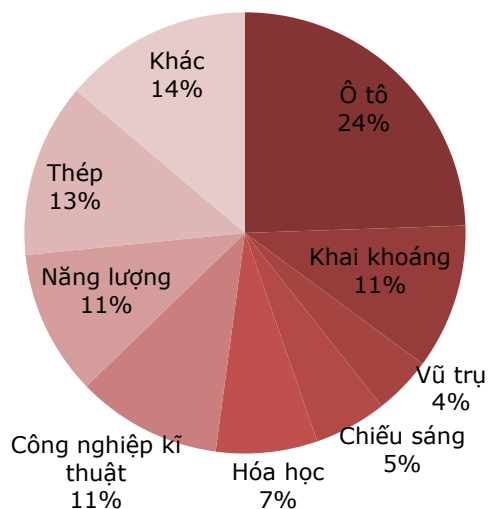
Giá Vonfram đạt đỉnh vào thời điểm 2011, 2010 sau đó giảm dần vào thời gian sau. Đầu năm 2015, khi Vonfram giảm về mức đáy cũ năm 2009 (như trong biểu đồ), nhiều nhận định cho rằng đây đã là đáy và không thể giảm nữa, nhưng 6 tháng đầu năm Vonfram đã tiếp tục giảm hơn 90% về giá theo mineralprices.com. Tổ chức Roskill dự đoán giá Vonfram vẫn phải tiếp tục giảm ít nhất hết năm nay trước khi có thể hồi phục. Điều này là hoàn toàn có cơ sở do: (1) lượng cầu Vonfram không có động lực tăng trưởng, (2) Vonfram tái chế đang dần tăng tỷ trọng trong việc sử dụng vonfram và thay thế Vonfram khai thác khiến cầu giảm, (3) lượng cung của Vonfram có xu hướng tăng trong tương lai khi các mỏ Vonfram mới sắp đi vào khai thác và Trung Quốc không thể hạn chế xuất khẩu vì phải theo cam kết của WTO.

**Vonfram tái chế đang dần tăng tỷ trọng và thay thế Vonfram khai thác.** Hiện tại mới chỉ có thị trường EU và NA đạt tỷ lệ sử dụng Vonfram tái chế ở mức tối đa là 45% trong khi đó các nước Châu Á và Nhật Bản là 20%. Riêng Trung Quốc – một nước tiêu thụ 60% lượng Vonfram thế giới mới chỉ đạt 15% ở tỉ lệ sử dụng Vonfram nhân tạo này. Sử dụng Vonfram tái chế gần như không có nhược điểm nào đáng kể, vì vậy tỉ lệ vonfram tái chế ở Trung Quốc sẽ phải tăng từ 15% lên ít nhất 30% gây giảm cầu. Đây là nguyên nhân chính gây giảm giá dài hạn của nguyên liệu này. (số liệu theo Roskill)

**Động lực tăng trưởng của Vonfram không thể tăng mạnh mẽ trong vài năm tới khi:** Các ngành tiêu thụ Vonfram chính là thép (18% sản lượng

vonfram) và ô tô (25% sản lượng vonfram) đều đang có dấu hiệu chững với mức tăng trưởng thấp hơn 3%, ngành sử dụng Vonfram tăng trưởng cao nhất cũng chỉ có 5.4% là công nghiệp kỹ thuật.

### Tỷ trọng ứng dụng Vonfram



Nguồn: cafef.vn

**Lượng cung Vonfram đang tăng trong ngắn hạn và sẽ tiếp tục tăng cho đến năm 2018.** Hiện nay những mỏ mới được triển khai đã bắt đầu đi vào hoạt động là Núi Pháo và Thor Mining tại Úc, những mỏ này sẽ làm tăng lượng cung 9%. Lượng cung không chỉ tăng nhờ những mỏ mới mà còn bao gồm cả những mỏ cũ ở Brazil và Peru. Những mỏ này đã quay lại khai thác sau một thời gian tạm nghỉ bảo dưỡng. Trong khi đó về tầm nhìn dài hạn, các mỏ Hemerdon tại Anh và Barruecopardo tại Tây Ban Nha đang xây dựng sẽ đi vào hoạt động, lượng cung mới này ước tính sẽ làm tổng sản lượng Vonfram tăng thêm khoảng 5%.

**Lượng cung không thể giảm mạnh như hồi 2010, 2011 để làm tăng giá bán.** Thị trường Vonfram hiện nay bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi Trung Quốc do nước này vừa sản xuất cũng đồng thời tiêu thụ nhiều Vonfram nhất thế giới. (Trung Quốc chiếm 80% tổng sản lượng Vonfram thế giới, tiêu thụ 60%). Giá Vonfram đã ở đỉnh vào những năm 2010-2011 khi Trung Quốc ra chính sách hạn chế xuất khẩu, và giảm mạnh trong Q4 năm 2014 khi Trung Quốc thuận theo WTO dỡ bỏ luật hạn chế xuất khẩu này. Tương lai dài hạn Trung Quốc khó có thể cắt giảm nguồn cung nữa khi mà họ không thể sử dụng chính sách cũ.

### PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

#### Kết quả hoạt động kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng	2013	2014	2015H	2015F
Doanh thu thuần	0	2,946.23	1,246.63	3,374.33
+/- yoy	N/A	N/A	N/A	19.8%
Lợi nhuận gộp	0	739.42	355.89	2,086.30
Lợi nhuận từ HĐKD	2.15	(219.18)	(329.02)	(145.09)
Lợi nhuận sau thuế	2.15	35.65	35.79	(145.09)
EPS	0	50	50	<0

#### Công ty có lợi nhuận nhưng không đến từ hoạt động kinh doanh:

Năm 2014, MSR ghi nhận lỗ 219 tỷ từ hoạt động kinh doanh nhưng lợi nhuận sau thuế lại là dương 35 tỷ. Khoản lợi nhuận này có được là do: (1) ghi nhận 268 tỷ lợi nhuận khác và (2) 27 tỷ đến từ lợi ích thuế doanh nghiệp hoãn lại. Năm 2015, MSR tiếp tục ghi nhận khoản lỗ 329 tỷ từ hoạt động kinh doanh. Đây là lợi nhuận ảo và không bền vững vì: (1) khoản này đến từ việc bán các khoản phải thu tiền bồi thường, lợi nhuận bán được này ghi nhận dưới dạng tài sản ngắn hạn trong năm 2014 và vẫn không thay đổi khi đã qua 6 tháng

đầu năm 2015, (2) lợi nhuận sau thuế là 35 tỷ nhưng dòng tiền CFO âm hơn 500 tỷ thể hiện tình hình tài chính không lành mạnh của MSR.

**Chi phí tài chính của MSR lên đến hơn 700 tỷ chiếm hơn nửa lợi nhuận gộp đem lại gánh nặng lãi vay rất lớn cho công ty.** Chỉ số tổng nợ/tổng tài sản của công ty đang ở mức 54% vẫn đang có xu hướng tăng khi 6 tháng đầu năm 2015 đang ở mức 55.62%. Các khoản nợ có hơn 60% bằng USD khiến chi phí tài chính không chỉ chịu rủi ro lãi suất mà còn bao gồm cả rủi ro tỉ giá. Lãi suất của các khoản vay dao động từ 11% đến 13%. Từ năm 2015, công ty đang có dự định tái cơ cấu khoản nợ chuyển sang phát hành trái phiếu với lợi suất 11% để giảm nhẹ gánh nặng này.

**Các sản phẩm của MSR không bị ảnh hưởng bởi chính sách tăng thuế mặt hàng khoáng sản.** Do các sản phẩm của MSR đều được tính là sản phẩm khác khi chế biến thành tinh quặng ST, APT, BTO và YTO.

#### Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2013	2014	2015H
<b>Khả năng thanh toán</b>			
Thanh toán hiện hành	15.45%	76.89%	80.10%
Thanh toán nhanh	6.67%	41.67%	36.41%
Thanh toán nợ ngắn hạn	2.70%	5.14%	2.67%
<b>Cấu trúc tài chính</b>			
Tài sản dài hạn/Tổng tài sản	95.94%	91.87%	89.74%
Nợ phải trả/Tổng tài sản	48.25%	54.15%	55.62%
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	93.22%	122.12%	128.78%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>			
Vòng quay tài sản	N/A	0.13	0.10
Vòng quay vốn chủ sở hữu	N/A	0.27	0.22
<b>Tỉ suất sinh lời</b>			
Lợi nhuận gộp/Doanh thu thuần	N/A	25.10%	28.55%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh/Doanh thu thuần	N/A	-7.44%	-26.39%
Lợi nhuận trước thuế/Doanh thu thuần	N/A	0.26%	1.84%
Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	N/A	1.21%	2.87%
ROA	0.02%	0.15%	0.28%
ROE	0.04%	0.32%	0.64%

**Khả năng thanh toán:** Khả năng thanh toán của công ty được cải thiện trong năm 2014, chỉ số thanh toán hiện hành tăng từ 15.45% năm 2013 lên 76.89% năm 2014 và 80.10% 6 tháng đầu năm 2015. Chỉ số tăng trưởng lên là do công ty đã bắt đầu đi vào hoạt động thương mại từ năm 2014 bắt đầu có dòng tiền. Mặc dù cải thiện nhưng chỉ số này vẫn thấp hơn nhiều so với trung bình ngành là 113% thể hiện tình hình tài chính có phần bất ổn của MSR.

**Hiệu quả hoạt động:** Chỉ số vòng quay trên tổng tài sản của MSR hiện tại là 0.13 thấp hơn so với trung bình ngành do công ty vừa mới đi vào hoạt động và năm 2014 vừa qua chỉ khai thác được 10 tháng trong năm. Chỉ số này sẽ cải thiện theo thời gian khi doanh nghiệp hoạt động full công suất, cải thiện năng suất qua đầu tư dây chuyền máy móc mới để cải thiện năng suất lao động.

**Tỉ suất sinh lời:** ROE của công ty được cải thiện đáng kể trong 6 tháng đầu năm nay nhưng vẫn ở mức rất thấp từ 0.32% lên 0.64% hơn nữa lợi nhuận này không duy trì từ hoạt động kinh doanh, nếu bỏ phần lợi nhuận khác đi thì lợi nhuận của công ty đang bị âm do ảnh hưởng từ việc giá Vonfram giảm quá mạnh trong thời gian qua.



### So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước

Chỉ số	MSR	SQC	KSS	TC6	NBC
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	9,216	8,910	54	136	210
EPS cơ bản (VND)	4,381	-1,180	-136	3,980	1,908
Book Value (VND)	15,600	8,700	9,600	25,400	14,000
P/E cơ bản	6.8	-68.6	-8.1	2.6	2.8
P/B	0.97	9.05	0.11	0.38	0.53
TSNH/ Tổng tài sản	8%	18%	82%	32%	26%
Nợ phải trả/Tổng NV	54%	24%	75%	77%	67%
Thanh toán hiện hành	77%	74%	185%	66%	71%
Vòng quay hàng tồn kho	384%	29%	41%	1,856%	940%
Lợi nhuận trước thuế/DT	0.26%	-318%	2%	1%	8%
Lợi nhuận sau thuế/DT	1.21%	-318%	1%	1%	6%
ROA	0.15%	-2%	0%	3%	10%
ROE	0.32%	-3%	1%	13%	32%

Nguồn: Bloomberg

Những năm vừa qua do ảnh hưởng chung của mặt bằng giá nguyên vật liệu đều giảm mạnh khiến cho các doanh nghiệp khai khoáng đều gặp khó khăn. Các chỉ số về tỉ suất sinh lời sắp xỉ bằng 0% hoặc âm. Những doanh nghiệp có lãi nhiều đều chủ yếu đến từ các hoạt động khác như MSR, NBC. Nhìn chung ngành khai thác khoáng sản sẽ còn khó khăn trong một vài năm tới cho đến khi mặt bằng giá nguyên vật liệu tăng trở lại.

### So sánh với các doanh nghiệp khai thác Vonfram nước ngoài:

Chúng tôi so sánh MSR với những công ty cùng khai thác Vonfram ở các nước khác là Glencore (Tây Ban Nha), Wolf Minerals (Úc), North American Tungsten và Almonty Industries (Canada). Và nhận ra **các nhà đầu tư nước ngoài đều không thích dòng cổ phiếu khai thác Vonfram**. Nguyên do là bởi: (1) có lợi nhuận âm trong năm 2014 và 2013, (2) giá của các cổ phiếu đều đang ở trong xu hướng giảm giá từ khi niêm yết năm 2011 đến giờ (tham khảo biểu đồ giá cổ phiếu ở phần phụ lục).

### TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

**Lợi nhuận của doanh nghiệp phụ thuộc nhiều bởi giá Vonfram vì:** (1) đầu ra của công ty được đảm bảo khi có các hợp đồng bao tiêu, (2) chi phí nguyên vật liệu không bị biến động, (3) sản lượng hằng năm khó thay đổi vì chi phí đầu tư mở rộng sản xuất lớn và đã có lộ trình xin giấy phép khai thác từ trước.

**Hiện tại giá Vonfram vẫn đang trong xu hướng giảm và đã giảm hơn 90% trong năm 2015 theo mineralprices.com. Chúng tôi dự đoán giá vonfram hiện tại vẫn chưa phải đáy và vẫn có khả năng giảm tiếp** do: (1) Lực cầu không có động lực tăng trưởng do các ngành tiêu thụ đang có dấu hiệu chững lại, (2) Trung Quốc là nguyên nhân chính gây biến động giá Vonfram sẽ phải tuân theo cam kết với WTO mà không giảm cung (3) Lượng vonfram tái chế được sử dụng ở các nước Châu Á còn thấp và sẽ gia tăng trong tương lai khiến lực cầu giảm, (4) lượng cung đã tăng trong ngắn hạn và sẽ tiếp tục tăng trong dài hạn nhờ cả dự án cũ và mới.

Đứng trước triển vọng ngắn hạn hết sức tiêu cực thì MSR vẫn tồn tại như một mã khoáng sản có sức cạnh tranh mạnh so với các doanh nghiệp khai thác Vonfram nói riêng và khai thác khoáng sản nói chung. (1) Là mỏ lộ thiện MSR có chi phí khai thác và sản xuất ít hơn đáng kể so với trung bình ngành, (2) Trữ lượng Vonfram của mỏ Núi Pháo lớn so với thế giới, (3) công ty mẹ là MSN một tập đoàn uy tín và có tiềm lực tài chính lớn, có thể mở rộng quy mô của MSR, huy động vốn để mua lại các mỏ tiềm năng với mặt bằng chung giá rẻ như hiện tại.

### Dự phóng doanh thu

Đơn vị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vonfram	2,065.69	1,479.58	2,225.15	2,447.67	2,692.43	2,961.68
Florit	89.89	3.12	5.01	5.27	5.53	5.81
Bismut	447.30	1,075.85	1,235.55	1,297.33	1,362.20	1,430.31
Đồng	343.34	959.64	1,102.08	1,157.19	1,215.05	1,275.80
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>2,946.23</b>	<b>3,518.19</b>	<b>4,567.80</b>	<b>4,907.45</b>	<b>5,275.20</b>	<b>5,673.58</b>

### ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ

Đối với cổ phiếu MSR, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF.

#### Phương pháp DCF

Trong quá trình tính toán, chúng tôi đã loại bỏ hoàn toàn các khoản lợi nhuận khác của doanh nghiệp để định giá.

Vì là doanh nghiệp mới niêm yết nên chúng tôi không thể dùng beta của MSR để tính toán WACC mà phải dùng beta trung bình của ngành khoáng sản. WACC của MSR dùng để định giá là: 12%.

Tính toán DCF	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	209.2	563.2	677.4	812.8	951.9
+ Depreciation	974.8	973.8	973.5	964.2	959.3
+ Amortization	7.1	9.5	10.5	9.0	9.7
<b>EBITDA</b>	<b>1,191.1</b>	<b>1,546.5</b>	<b>1,661.5</b>	<b>1,786.0</b>	<b>1,920.9</b>
- Capex	3.4	4.4	4.7	5.1	5.4
<b>EBITDA - Capex</b>	<b>1,194.5</b>	<b>1,550.9</b>	<b>1,666.2</b>	<b>1,791.0</b>	<b>1,926.3</b>
- Taxes on EBIT	(43.3)	(114.5)	(137.6)	(164.4)	(192.3)
- Change in WC	(326.9)	(142.3)	(47.0)	(50.7)	(54.8)
<b>FCF</b>	<b>824.3</b>	<b>1,294.0</b>	<b>1,481.6</b>	<b>1,576.0</b>	<b>1,679.1</b>

#### Các kịch bản định giá khi có sự biến động của giá Vonfram:

Với trường hợp giá Vonfram đã là đáy, và đang dần phục hồi 10% mỗi năm thì giá của cổ phiếu theo phương pháp DCF là: 9,200 đồng.

Với trường hợp giá Vonfram đột ngột hồi phục mạnh mẽ vào năm 2016, 2017 (tăng 100% và 50% lần lượt) sau đó tăng trưởng giá 10% một năm thì giá của cổ phiếu theo phương pháp DCF là: 21,000 đồng.

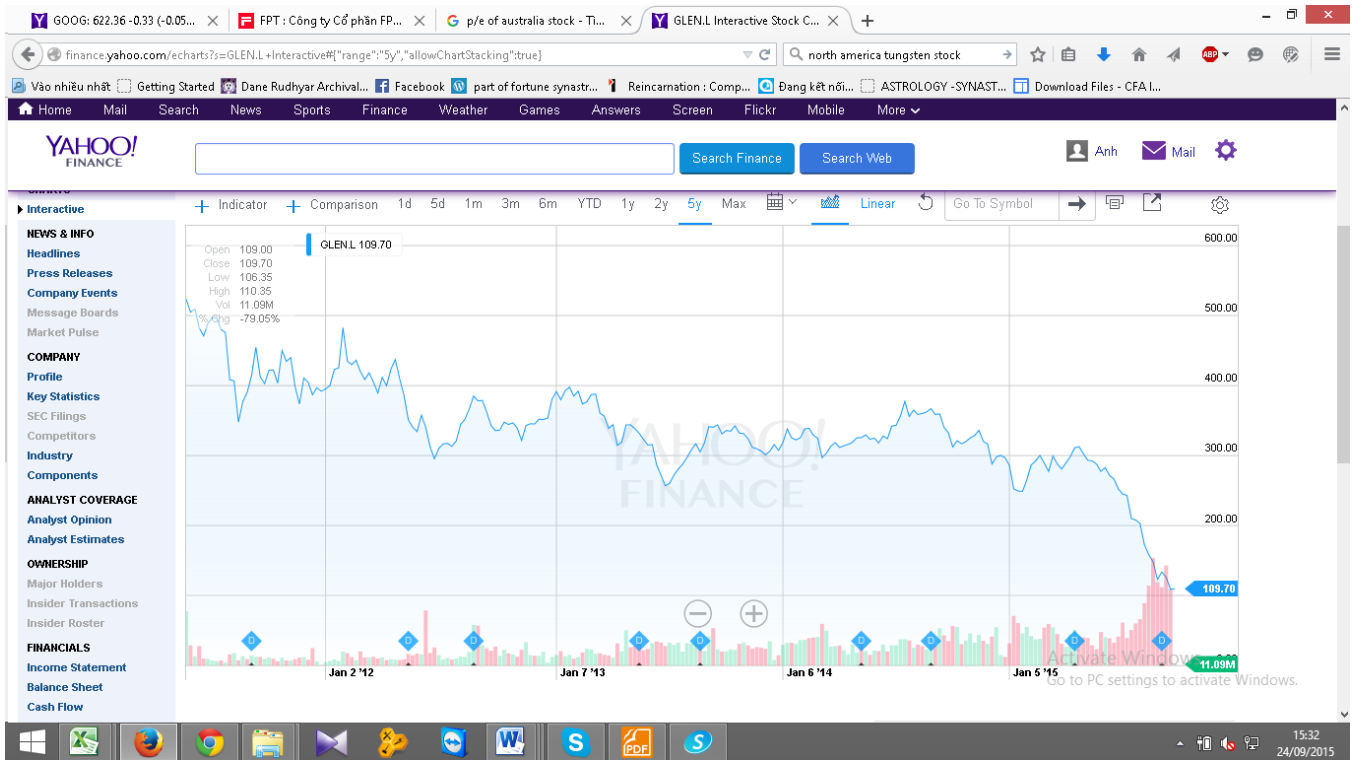
#### Khuyến nghị

Chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu của MSR ở mức 9,200 đồng với triển vọng dài hạn 2 năm. Giá hiện tại của MSR (23/9/2015) là 15,100 đồng. Tuy nhiên hiện tại giá của cổ phiếu MSR đang không được phản ánh đúng vì số lượng cổ phiếu trôi nổi trên thị trường chỉ có 5% (95% được nắm giữ bởi nhà đầu tư tổ chức và công ty mẹ). Với khối lượng cổ phiếu trôi nổi thấp như hiện nay, MSR dễ dàng bị đầu cơ giá, nhà đầu tư có thể nắm giữ hoặc đầu tư ngắn hạn với kì vọng cổ phiếu MSR sẽ tăng trưởng trong thời gian tới trước khi bị pha loãng để phản ánh đúng giá trị.

# PHỤ LỤC

## BIỂU ĐỒ GIÁ CỔ PHIẾU CÁC DOANH NGHIỆP KHAI THÁC VONFRAM NGOÀI VIỆT NAM:

### Glencore (Tây Ban Nha):



Nguồn: Yahoo Finance

### Wolf Minerals (Úc):



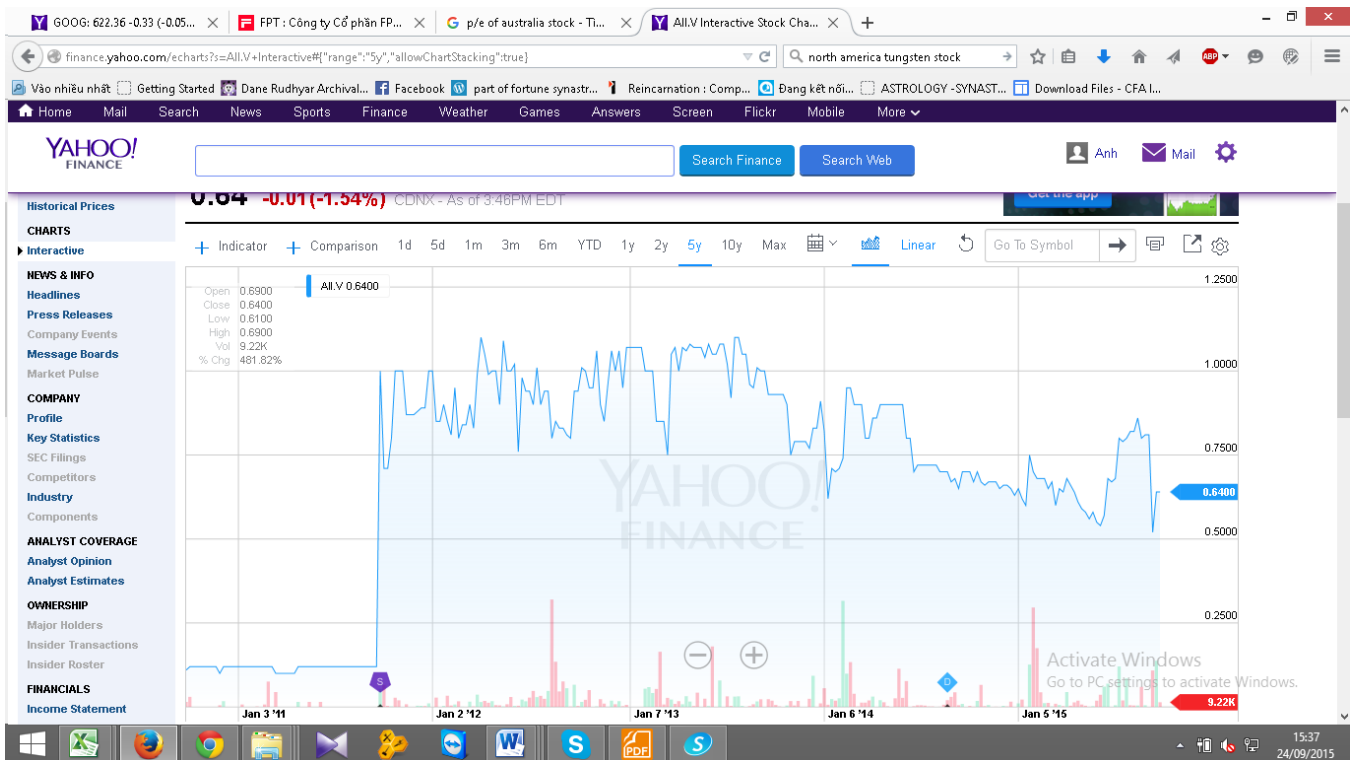
Nguồn: Yahoo Finance

## North American Tungsten (Canada):



Nguồn: Yahoo Finance

## Almonty Industries (Canada):



Nguồn: Yahoo Finance

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương

Chuyên viên Phân tích: Phạm Việt Duy

Hội Sở Chính: Tòa nhà Machinco, tầng 3, số 444 Hoàng Hoa Thám, Q.Tây Hồ, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200

Fax: (84- 4) 35771966

Website: <http://www.apec.com.vn>

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của APECS:

**VŨ THỊ THU TRANG**

Trưởng phòng Phân tích

[trangvtt@apec.com.vn](mailto:trangvtt@apec.com.vn)

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692

**PHẠM VIỆT DUY**

Chuyên viên Phân tích

[duypv@apec.com.vn](mailto:duypv@apec.com.vn)

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 649