

CTCP Xuất Nhập Khẩu Quảng Bình (HSX: QBS)

Đoàn Minh Tin Chuyên viên phân tích Email: tindm@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá tham chiếu	16.000	-18% Bán -7% Giảm 0% Theo dõi +7% Thêm +18% Mua MUA
	Giá mục tiêu	19.750	
	Tăng/giảm	23,4%	
	Tỷ suất cổ tức	N/A	

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Xuất Nhập Khẩu Quảng Bình
Địa chỉ	Số 23 Lô 01 Khu 97 Bạch Đằng, Hạ Lý, Hồng Bàng, Hải Phòng An, Tp. Hải Phòng
Doanh thu chính	- Sản xuất và cung ứng vật tư nông nghiệp - Hoạt động dịch vụ kho bãi
Chi phí chính	Phân bón thành phẩm, nguyên liệu sản xuất phân bón, hóa chất
Lợi thế cạnh tranh	- Có chuỗi giá trị về phân bón, hóa chất tương đối ổn định - Nhà phân phối lưu huỳnh và axit sulfuric lớn thứ 2 tại thị trường trong nước
Rủi ro chính	- Biến động giá phân bón - Biến động tỷ giá - Biến động giá hóa chất đầu vào - Rủi ro chính sách

Thông tin đợt niêm yết	
Loại cổ phiếu	Cổ phiếu phổ thông
Mệnh giá	10.000 đồng/cp
Vốn điều lệ	320 tỷ đồng
Tổng số lượng đăng ký niêm yết	32 triệu cp
Tổng giá trị đăng ký niêm yết	320 tỷ đồng

Danh sách cổ đông dự kiến	Tỷ lệ (%)
Công ty Cổ phần chứng khoán IB	10,31
Nguyễn Thanh Bình	10,00
Nguyễn Thị Thanh Hương	10,00
Khác	69,69

NIÊM YẾT LẦN ĐẦU TRÊN HSX

Chúng tôi dự phóng trong năm 2014, Công ty đạt 3.000 tỷ đồng doanh thu thuần và đạt 80 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức EPS(F) là 2.500 đồng/cp so với mức P/E trung bình của các công ty cùng ngành là 7,9 lần, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với QBS với giá mục tiêu **19.750 đồng/cp** cao hơn 23,4% so với giá tham chiếu của ngày niêm yết đầu tiên.

Vị thế ngành. QBS hiện chiếm khoảng 60% thị phần xuất khẩu phân DAP và khoảng 20% thị phần xuất khẩu các loại phân bón còn lại của cả nước. Đối với mảng kinh doanh hóa chất, QBS đứng thứ vị trí thứ 2 trong cả nước về phân phối lưu huỳnh và axit sulfuric với khoảng 50% thị phần nhập khẩu – phân phối lưu huỳnh và 40% thị phần nhập khẩu – phân phối axit sulfuric tại Việt Nam.

Kết quả kinh doanh 9T – 2014 tích cực. Doanh thu 9T-2014 của QBS đạt 1.557 tỷ đồng, tương đương 80,3% mức thực hiện cả năm 2013, lợi nhuận sau thuế đạt 60,2 tỷ đồng bằng 2,83 lần mức thực hiện cả năm 2013 với sự cải thiện rõ rệt về biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế, với kết quả tương ứng EPS đạt 2.773 đồng/cp. Sự cải thiện này đến từ: **(1).** Bắt đầu 2014, QBS ghi nhận doanh thu, lợi nhuận từ các mảng kinh doanh mới như NPK, kho ngoại quan. **(2).** QBS ký kết thêm được nhiều hợp đồng lớn cung cấp lưu huỳnh và axit sunfuric. **(3).** QBS thay đổi chính sách bán hàng khi trong năm 2013, khi hầu hết các lô hàng lớn về đạm được công ty mua trong nước mà không thực hiện nhập từ Trung Quốc và các lô hàng này đều được xuất thẳng đi từ nhà máy của nhà cung cấp thay vì về kho của công ty.

Triển vọng từ năm 2014 trở đi. Từ năm 2014 trở đi, QBS sẽ tiếp tục tập trung vào lĩnh vực chính là phân bón và hoàn thiện chuỗi sản xuất kinh doanh với các kế hoạch: **(1).** Tập trung tối ưu hóa hoạt động nhà máy NPK giai đoạn 1 và triển khai đầu tư mở rộng nhà máy sản xuất phân bón NPK sang giai đoạn 2 lên 100.000 tấn/năm, xây dựng dây chuyền sản xuất lân với diện tích 3.500m²; **(2).** Dự kiến trong giai đoạn từ nửa cuối năm 2014 đến hết năm 2015, Công ty sẽ mở 5 cửa hàng miễn thuế tại: Chalo (Quảng Bình), Tả Lũng (Cao Bằng), Hải Phòng, Đà Nẵng, Quy Nhơn và 1 kho ngoại quan tại Lào Cai.

Định giá PE

CTCP Xuất Nhập Khẩu Quảng Bình (QBS) hoạt động về lĩnh vực sản xuất và cung ứng vật tư nông nghiệp (phân bón, hóa chất), xuất nhập khẩu các sản phẩm nông sản và các hoạt động dịch vụ hậu cần. Công ty có vị thế lớn đối với lĩnh vực xuất khẩu phân DAP và nhập khẩu – phân phối các mặt hàng hóa chất trong cả nước. Chúng tôi dự phóng trong năm 2014, công ty đạt 3.000 tỷ đồng doanh thu thuần và đạt 80 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức **EPS(F)** là **2.500 VNĐ/cp** so với mức P/E trung bình của các công ty phân bón trong khu vực là 7.9 lần, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với QBS với giá mục tiêu **19.750 đồng/cp**.

Công ty khu vực	Quốc Gia	Vốn hóa (tr.USD)	Doanh thu (tr.USD)	ROE	P/E	Tỷ lệ chiết khấu	P/E điều chỉnh
GUANGXI HECHI CHEMICAL IND-A	China	389,1	93,6	32,3	15,6	44,4%	8,7
JIANGSU YANGNONG CHEMICAL -A	China	1.034,1	469,3	18,0	13,9	44,4%	7,7
NANJING REDSUN CO LTD-A	China	1.319,3	1.188,9	14,4	16,0	44,4%	8,9
SHANDONG HUALIAN MINING CO-A	China	545,9	160,6	12,9	18,6	44,4%	10,3
CENTURY SUNSHINE GROUP HOLDING	HongKong	345,1	238,3	12,8	9,0	34,3%	5,9
BASANT AGRO TECH (INDIA)	India	12,5	51,9	15,5	7,6	-33,0%	10,1
OAT AGRIO CO LTD	Japan	54,2	111,4	15,8	13,5	61,3%	5,2
FATIMA FERTILIZER CO LTD	Pakistan	640,6	342,9	27,3	7,5	-55,4%	11,7
HUIKWANG CORPORATION	Taiwan	81,8	87,6	11,9	11,5	56,2%	5,0
PATO CHEMICAL INDUSTRY PCL	Thailand	54,2	23,6	32,0	12,5	33,5%	8,3
SHERWOOD CHEMICALS PCL	Thailand	32,4	32,0	15,8	12,0	33,5%	8,0
THAI CENTRAL CHEMICAL PUB CO	Thailand	516,7	659,3	31,8	7,8	33,5%	5,2
CANTHO PESTICIDES JSC	Vietnam	4,6	10,2	15,8	8,3	0,0%	8,3
LAM THAO FERTILIZERS AND CHEMICAL	Vietnam	115,4	206,7	28,1	6,8	0,0%	6,8
PETROVIETNAM FERT & CHEMICAL	Vietnam	531,1	447,7	12,4	9,5	0,0%	9,5
SAI GON PLANT PROTECTION JSC	Vietnam	6,6	40,8	14,4	7,1	0,0%	7,1
Bình quân							7,9
QBS	Việt Nam		91,2	23,8			7,9

Nguồn: Bloomberg và FPTTS tổng hợp

Rủi ro đầu tư

Rủi ro hàng hóa và nguyên liệu đầu vào

Màng xuất nhập khẩu chiếm tỷ trọng lớn trên tổng cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của QBS nên những biến động giá cả hàng hóa đầu vào có sự ảnh hưởng trực tiếp đến tình hình kết quả sản xuất kinh doanh của công ty. Bên cạnh đó, với đặc thù là lĩnh vực sản xuất, màng phân bón NPK cũng chịu sự ảnh hưởng lớn từ biến động giá cả nguyên vật liệu đầu vào.

Rủi ro cạnh tranh trên thị trường phân bón

Thị trường phân bón với sự cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp trong nước và phân bón nhập khẩu như Trung Quốc, Philipin, Hàn Quốc, Mỹ... tạo ra áp lực lớn đối nhu cầu tiêu thụ và giá cả các loại phân bón của công ty. Ngoài ra, tình trạng phân bón kém chất lượng, phân bón giả vẫn được bán tràn lan trên thị trường, gây thiệt hại cho người nông dân và ảnh hưởng không nhỏ đến các doanh nghiệp sản xuất phân bón.

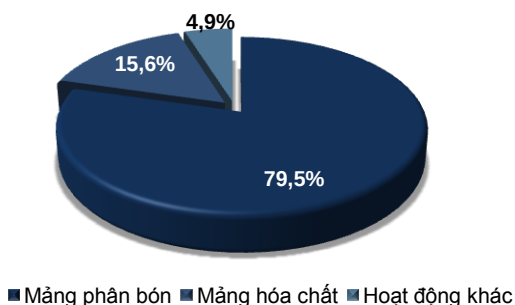
Phân tích hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh chính

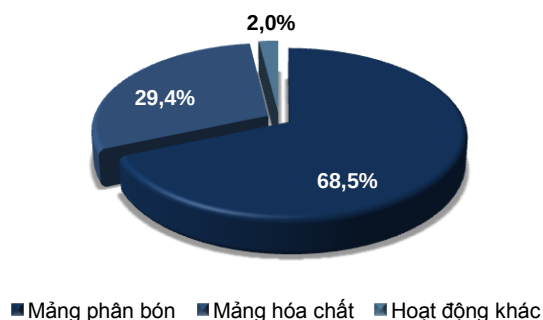
- Sản xuất và cung ứng vật tư nông nghiệp (phân bón, hóa chất), xuất nhập khẩu các sản phẩm nông sản
- Hoạt động dịch vụ kho bãi ngoại quan, tiếp nhận vận tải, thông quan hàng hóa xuất nhập khẩu và tái xuất khẩu

Trong cơ cấu doanh thu của QBS, màng phân bón luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất với đóng góp 79,5% doanh thu và 68,5% lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2012-2013. Tiếp theo là màng kinh doanh hóa chất với tỷ trọng 15,6% doanh thu thuần và 29,4% lợi nhuận gộp. Các hoạt động kinh doanh khác liên quan đến xuất nhập khẩu nông sản, hoạt động kho bãi chỉ tỷ trọng nhỏ trong doanh thu với mức 4,9%.

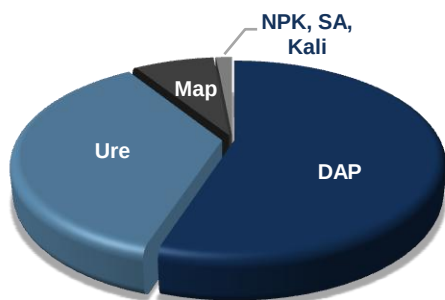
Cơ cấu doanh thu giai đoạn 2012-2013



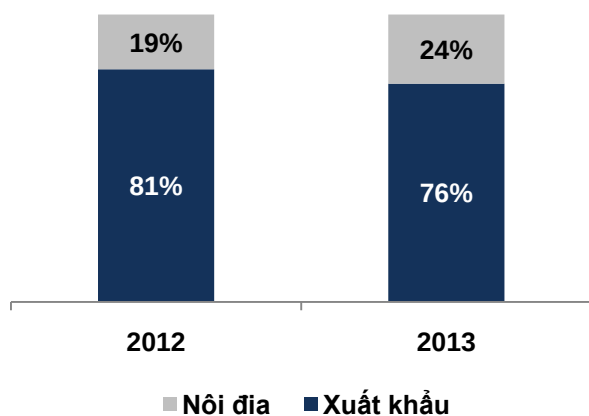
Cơ cấu lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2012-2013



Nguồn: QBS và FPTS tổng hợp

Cơ cấu phân bón thương mại


Nguồn: QBS và FPTS tổng hợp

Cơ cấu doanh thu phân bón thương mại theo thị trường


Nguồn: QBS và FPTS tổng hợp

NPK ĐÌNH VŨ


Nguồn: QBS

Màng phân bón thương mại

QBS tập trung vào các mặt hàng phân bón như: DAP (50% - 60% doanh thu mảng phân bón), ure (25% - 40% doanh thu mảng phân bón), MAP (5% - 10% doanh thu mảng phân bón) và NPK, SA, Kali (MOP) chiếm từ 1-2% doanh thu.

Thị trường xuất khẩu. Xuất khẩu là mảng mang lại doanh thu và lợi nhuận chủ yếu trong hoạt động thương mại phân bón, với tỷ trọng là 76% trong năm 2013. Các khu vực và các nước Công ty đang xuất khẩu như: Châu Phi, Châu Úc, Hàn Quốc, New Zealand, một số nước trong khu vực Đông Nam Á như Philippines Myanmar...với các khách hàng lớn như: Deawoo International Corporation (Hàn Quốc), Samsung T&T Corporation (Singapore), Ameropa (Thụy Sĩ), Agrogate (M) SDN BHD (Malaysia), Transmart DMCC (Dubai – UAE), Helm AG (Đức), Mainland Minerals (Newzealand)...

QBS hiện chiếm khoảng 60% thị phần xuất khẩu phân DAP và khoảng 20% thị phần xuất khẩu các loại phân bón còn lại của cả nước. Tại Việt Nam, hiện mới chỉ có CTCP DAP – Vinachem sản xuất phân DAP với công suất 330.000 tấn/năm và QBS là nhà phân phối và xuất khẩu chính của DAP – Vinachem. QBS đang đẩy mạnh việc hợp tác chặt chẽ với Tập đoàn Hóa chất Việt Nam và các công ty thành viên nhằm phát huy tối đa thế mạnh của mỗi bên, sau khi nắm giữ 15% tại CTCP DAP – Vinachem, QBS đã trở thành nhà đầu tư chiến lược duy nhất tại công ty này.

Thị trường nội địa. QBS chiếm 5% thị phần phân phối phân bón cả nước, trong năm 2013, hoạt động này đóng góp 24% doanh thu hoạt động thương mại phân bón cho công ty. Mạng lưới phân phối và tiêu thụ các sản phẩm của QBS thông qua các nhà phân phối với độ phủ trên toàn miền Bắc và một số tỉnh Miền Trung, Miền Nam. Các thị trường nội địa chính của Công ty bao gồm: Hải Phòng, Hải Dương, Hà Nội, Lào Cai, Móng Cái và Tp. Hồ Chí Minh...QBS hiện đang tiếp tục đẩy mạnh khai thác thị trường trong nước.

Mảng sản xuất phân bón

Tháng 9 năm 2013, QBS đã đưa nhà máy sản xuất phân bón NPK với công suất 55.000 tấn NPK/năm và 20.000 tấn lân/năm. Phân bón công ty mang thương hiệu NPK Đình Vũ với các sản phẩm như: NPK Đình Vũ 13-13-13+[TE], NPK Đình Vũ 16-8-16+[13S+TE], NPK Đình Vũ 16-18-8+[13S+TE], NPK Đình Vũ 20-20-15+[TE]. Nguồn cung đầu vào ổn định cho nhà máy, chủ yếu đến từ: Ure Ninh Bình, DAP Đình Vũ...

Hiện tại, 50% tổng sản phẩm nhà máy sản xuất ra đang được xuất khẩu, và QBS đang đẩy mạnh để tương lai 70% sản phẩm sản xuất ra tại nhà máy được xuất khẩu. Dây chuyền máy móc thiết bị sản xuất NPK nhập khẩu trực tiếp từ Cộng hòa liên bang Đức và Bỉ. Nhà máy sản xuất nhiều dòng sản phẩm đáp ứng nhu cầu trong nước và đạt tiêu chuẩn xuất khẩu đi các thị trường khó tính như Nhật Bản, Hàn Quốc và Châu Âu.

Trong những năm tới, chiến lược kinh doanh QBS sẽ tiếp tục đặt trọng tâm vào lĩnh vực phân bón và nhập khẩu hóa chất, đặc biệt chú trọng xây dựng hoàn thiện chu trình kinh doanh khép kín gồm: sản xuất và phân phối. QBS cũng đang có kế hoạch mở rộng công suất nhà máy NPK lên 100.000 tấn vào cuối năm 2018.

Mảng hóa chất

Hiện tại Quảng Bình đang kinh doanh 2 loại hóa chất là lưu huỳnh và axit sulfuric. Đây là mảng hoạt động mang lại khoảng 10%-20% doanh thu của Công ty qua các năm hoạt động.

- *Mảng kinh doanh lưu huỳnh.* QBS hiện đang chiếm khoảng 50% thị phần nhập khẩu và phân phối lưu huỳnh tại Việt Nam; là một trong 2 nhà nhập khẩu duy nhất về lưu huỳnh. Trong nước gần như chưa có hoạt động sản xuất lưu huỳnh, quy mô nhỏ lẻ chỉ đáp ứng chưa được 1% nhu cầu lưu huỳnh trong nước. Lưu huỳnh thường không được sử dụng trực tiếp như sản phẩm mà phần lớn được dùng làm nguyên liệu để sản xuất axit sulfuric.
- *Mảng kinh doanh axit sulfuric.* QBS đang chiếm khoảng 40% thị phần nhập khẩu và phân phối tại Việt Nam, là một trong 2 nhà nhập khẩu duy nhất về axit sulfuric cùng với CTCP Hoá chất cơ bản miền Nam (SBCC) với hiện 55% thị phần. Hiện nay, Việt Nam mới sản xuất đáp ứng được 5% nhu cầu lưu huỳnh trong nước.

Mảng dịch vụ kho bãi

Công ty có hệ thống kho ngoại quan tại Cao Bằng và Hải Phòng với diện tích 4 hecta trong đó 1,5 hecta tại Hải Phòng (đưa vào khai thác từ tháng 9/2013) và 2,5 hecta tại Cao khu kinh tế cửa khẩu Tà Lùng, huyện Phục Hòa tỉnh Cao Bằng (đưa vào khai thác từ 12/2013). Điểm kiểm tra tập trung hàng hóa của công ty cho phép khoảng 100 xe container tập kết kiểm tra hàng hóa xuất nhập khẩu cùng một lúc.

Cơ sở vật chất tốt cùng vị trí thuận lợi gần cửa khẩu Quốc tế Tà Lùng và Cảng Hải Phòng, tạo thành một khu vực thông quan hàng xuất nhập khẩu kèm theo các dịch vụ giá trị gia tăng. Với khả năng sinh lời cao và hoạt động ổn định, QBS sẽ có kế hoạch tiếp tục đầu tư mở rộng mảng kinh doanh kho ngoại quan trong những năm tới.

Nguyên liệu đầu vào

Đối với mảng phân bón thương mại. Nguồn cung cấp phân bón cho hoạt động xuất khẩu của QBS đến từ các nhà máy phân đạm trong nước, chủ yếu là CTCP DAP - Vinachem (cung cấp DAP), CTCP Lâm Ninh Bình (cung cấp Lâm nung chảy), Công ty TNHH MTV Đạm Ninh Bình (cung cấp Ure) và một số Công ty phân đạm khác trong nước khác.

DAP Đình Vũ


Nguồn: DAP - Vinachem

Đối với mảng sản xuất phân bón. Nguyên vật liệu chính đối với hoạt động sản xuất phân bón NPK của QBS bao gồm DAP đình vũ, Ure Ninh Bình, MOP, supe lân, cao lanh và các loại bao bì ...

Thị trường phân bón trong nước cạnh tranh cũng là một lợi thế của QBS khi công ty được lựa chọn các đơn vị cung cấp dựa trên sự chào giá cạnh tranh. Việc lựa chọn nhiều nhà cung cấp có ưu điểm là QBS có thể luân chuyển nguồn vốn lưu động một cách linh hoạt, công ty có thể tận dụng được thời gian thanh toán chậm của nhiều đơn vị cung cấp sản phẩm so với việc lựa chọn cố định một đơn vị. Điều này đã tạo nên sự cải thiện đối với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty. Đáng chú ý, nhà cung cấp cũng chính là khách hàng của công ty khi QBS cung cấp lưu huỳnh và axit cho các nhà máy sản xuất phân bón, đồng thời lại tiếp tục phân phối và xuất khẩu phân bón cho chính các nhà máy này.

Đặc biệt, đối với DAP Đình Vũ – Vinachem, QBS cung cấp 23% lưu huỳnh nguyên liệu đầu vào của DAP Đình Vũ – Vinachem. Sản phẩm đầu ra là phân DAP của DAP Đình Vũ – Vinachem được QBS mua và xuất khẩu. Sản phẩm của DAP Đình Vũ – Vinachem cũng là nguyên liệu đầu vào để sản xuất NPK của QBS.

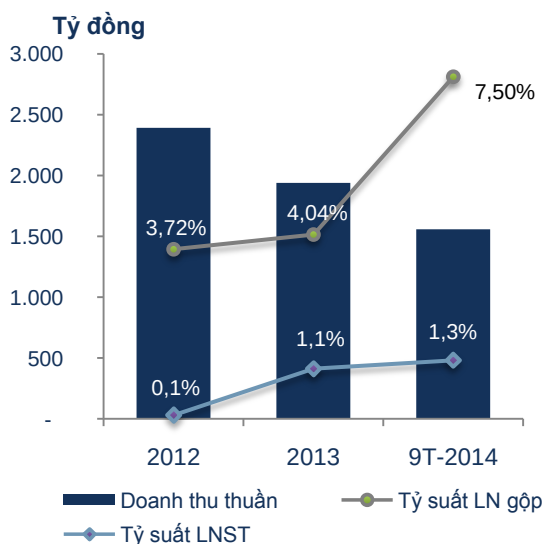
Đối với mảng hóa chất. Do hầu như toàn bộ nguồn cung lưu huỳnh cho thị trường trên thế giới là sản phẩm phụ của ngành sản xuất dầu khí, nên chủ yếu QBS nhập khẩu lưu huỳnh từ các khu vực và nước có trữ lượng và sản xuất dầu khí lớn trên thế giới như: Nga, Trung Đông (Israel, Belarus,...).

Phân tích tài chính

Hiệu quả hoạt động kinh doanh

Trong năm 2013, QBS đạt 1.940 tỷ đồng doanh thu thuần giảm 18,9% (yoy) do: **(1).** Mặc dù khối lượng giảm nhẹ nhưng giá phân bón trung bình giảm khoảng 16% trong giai đoạn 2012 - 2013 đã làm doanh thu từ mảng phân bón giảm 16,7%; **(2).** Khối lượng kinh doanh hóa chất tăng 5,7% lên 93 ngàn tấn nhưng giá lưu huỳnh và axit sulfuric giảm khoảng 35% đã làm doanh thu từ hoạt động này giảm 32%.

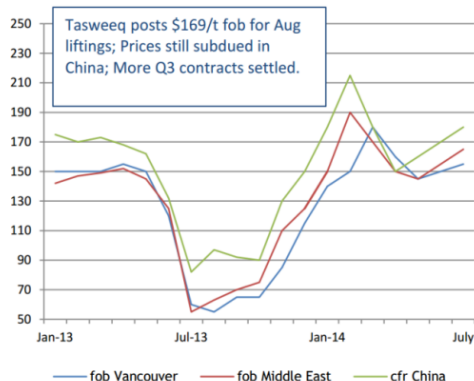
Do đặc thù là công ty hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh thương mại nên chi phí giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng rất lớn, chiếm bình quân trên 90% doanh thu thuần hàng năm của Công ty. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ mức 3,72% lên 4,05% trong năm 2013 do: **(1).** Công ty đã tập trung thương lượng và đàm phán giá cả nguồn cung đầu vào với các nhà cung cấp truyền thống **(2).** Việc đưa vào sử dụng nhà máy phân bón NPK và hoạt động kinh doanh kho ngoại quan với khả năng sinh lời cao đã



Nguồn: QBS

Diễn biến giá lưu huỳnh tại các thị trường chính

SULPHUR SPOT PRICE COMPARISON \$/T FOB



Nguồn: Argus

giúp công ty cải thiện được chi phí giá vốn so với những năm trước.

Ngoài ra, QBS cũng đã thay đổi chính sách bán hàng khi trong năm 2013, hầu hết các lô hàng lớn về đạm được Công ty mua trong nước mà không thực hiện nhập đạm từ Trung Quốc và các lô hàng này đều được xuất thẳng đi từ nhà máy của nhà cung cấp thay vì về kho của công ty nên chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp giảm lần lượt là 32,7% và 45%.

Mặc dù doanh thu giảm mạnh nhưng hiệu quả kiểm soát chi phí của QBS đã cải thiện đáng kể đã làm tỷ suất lợi nhuận sau thuế tăng mạnh từ 0,1% lên 1,1% trong năm 2013, và đạt 21,3 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức 2,04 tỷ đồng trong năm 2012.

Trong 9T đầu năm 2014, công ty đạt 1.557 tỷ đồng doanh thu thuần, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận sau thuế tiếp tục cải thiện rõ rệt, lợi nhuận sau thuế đạt 60,2 tỷ đồng bằng 2,83 lần mức thực hiện cả năm 2013. Ngoài những sự thay đổi trong năm 2013, sự cải thiện này còn đến từ: **(1).** Bắt đầu 2014, QBS ghi nhận doanh thu, lợi nhuận từ các mảng kinh doanh mới như NPK, kho ngoại quan. **(2).** QBS ký kết thêm được nhiều hợp đồng lớn cung cấp lưu huỳnh và axit sunfuric cho CTCP Hóa chất Phúc Lâm, DMC Hà Nội, Hóa chất Đức Giang, DAP Vinachem...

Cơ cấu chi phí

Do đặc trưng là thương mại phân bón và các mặt hàng hóa chất nên tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần của QBS luôn chiếm tỷ trọng lớn. Tuy nhiên, điểm tích cực là mặc dù doanh thu giảm nhưng tỷ trọng 2 chi phí lớn là giá vốn hàng bán và chi phí bán hàng giảm qua các năm làm biên lợi nhuận của công ty cải thiện. Đáng chú ý, sự cải thiện này đến từ việc thay đổi về hoạt động kinh doanh của công ty khi đưa thêm mảng sản xuất NPK và kho ngoại quan nên sẽ là xu hướng tích cực đối với biên lợi nhuận của công ty.

Tỷ trọng các khoản mục chi phí của Công ty so với doanh thu thuần

Loại chi phí	2012	2013	9T-2014
Giá vốn hàng bán	96,3%	96,0%	92,5%
Chi phí tài chính	0,1%	0,6%	0,6%
Chi phí bán hàng	2,5%	2,1%	1,8%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	0,5%	0,4%	0,4%
Tổng	99,4%	99,0%	95,3%

Nguồn: QBS và FPTS tổng hợp

Cơ cấu nguồn vốn

Trong cơ cấu nguồn vốn của QBS, nợ vay ngắn hạn chiếm bình quân khoảng hơn 99% trong các khoản nợ phải trả. Do đặc thù về hoạt động kinh doanh của công ty chủ yếu là thương mại với vòng quay ngắn hạn của vốn lưu động, nên QBS có nhu cầu vay vốn ngắn hạn lớn. Số dư vay ngắn hạn tại các thời điểm cuối kỳ báo cáo có biến động tùy thuộc vào việc cân đối dòng tiền vốn lưu động cùng với việc thanh toán nợ vay tại các thời điểm đó. Tỷ lệ nợ vay trong tổng tài sản của QBS tăng mạnh trong giai đoạn 2012-2013 do khoản nợ vay ngắn hạn tăng 67,8% trong năm 2013. Việc mặt bằng lãi vay giảm qua các năm cũng đã làm chi phí tài chính của QBS giảm đáng kể từ mức 20 tỷ đồng trong năm 2012 chỉ còn 11 tỷ trong năm 2013.

Trong 9T đầu năm 2014, tỷ lệ nợ vay đã giảm mạnh do nợ vay ngắn hạn giảm 43,5% và trong khi vốn điều lệ tăng từ 56 tỷ lên 320 tỷ so với đầu năm.

Tình hình tài sản

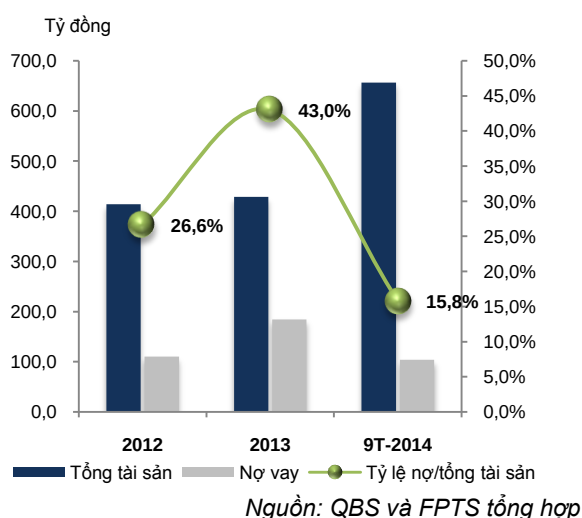
Giá trị tổng tài sản dài hạn của QBS tại thời điểm hết Q.3 - 2014 là 656,7 tỷ đồng, tăng 53% so với cuối năm 2013 và chiếm tỷ trọng 42% tổng tài sản. Trong đó, tài sản cố định tăng đáng kể lên mức 319 tỷ trong 9T-2014 so với mức 63,5 tỷ đồng cuối năm 2013. Trong giai đoạn 2012-2013, tài sản ngắn hạn của QBS luôn chiếm tỷ trọng lớn ở mức trung bình là 88,5%. Tuy nhiên trong 9 tháng đầu năm giá trị tài sản ngắn hạn của công ty giảm 7,6% chủ yếu do hàng tồn kho giảm mạnh xuống chỉ còn 38 tỷ đồng so với mức 103,8 tỷ đồng trong năm 2013.

Đáng chú ý, việc huy động vốn để tăng vốn điều lệ tăng từ 56 tỷ lên 320 tỷ so với đầu năm đã dùng chủ yếu cho mục đích đầu tư vào các dự án như nhà máy NPK, các kho chứa, trụ sở văn phòng công ty với tổng giá trị là 251,6 tỷ đồng, tăng 222 tỷ so với cuối năm 2013.

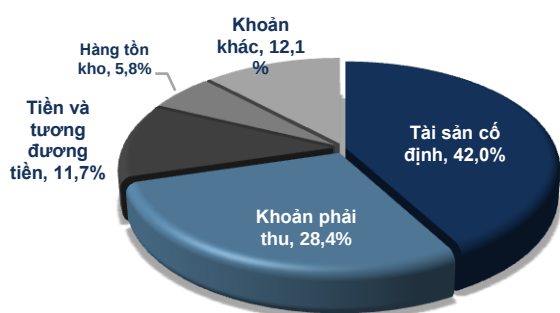
Tình hình xây dựng dở dang

Dự án (Tỷ đồng)	9T-2014	2013
Dự án nhà trụ sở văn phòng	82,0	
Dự án xây dựng kho nội địa I	80,0	
Nhà máy sản xuất NPK Thủy Nguyên-Hải Phòng	33,4	24,3
Dự án xây dựng kho nội địa II	25,1	
Dự án xây dựng kho ngoại quan tại Lào Cai	24,9	
Xây dựng kho ngoại quan Cao Bằng	6,0	5,3
Siêu thị miễn thuế	0,1	
Tổng	251,6	29,6

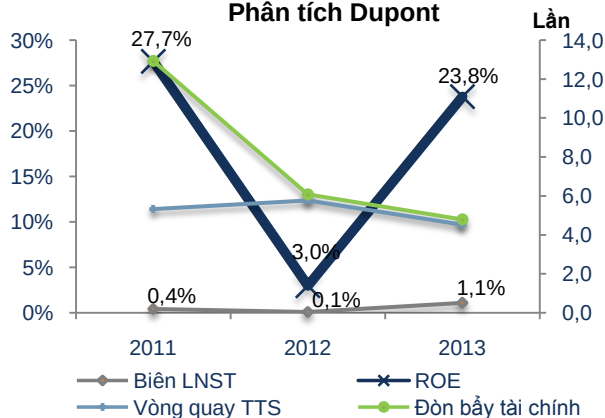
Nguồn: QBS



Cơ cấu tài sản 9T-2014



Phân tích Dupont



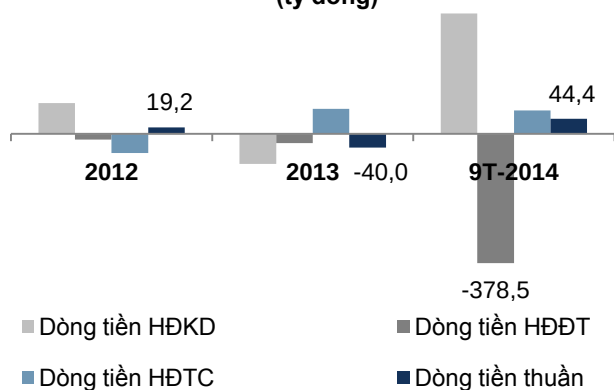
Nguồn: QBS và FPTTS tổng hợp

Phân tích Dupont

Phân tích Dupont cho thấy tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của QBS có sự biến động rất đáng kể trong giai đoạn 2011-2013 chủ yếu do đòn bẩy tài chính và biên lợi nhuận sau thuế. Hiệu quả sử dụng tài sản của QBS ổn định trong giai đoạn này nhưng đòn bẩy tài chính và biên lợi nhuận giảm đáng kể đã làm ROE giảm mạnh trong giai đoạn 2011-2012. Trong 2013, tỷ suất lợi nhuận cải thiện đã làm cho ROE của công ty tăng lên mức 23,8%. Từ năm 2014 trở đi, biên lợi nhuận của QBS tiếp tục cải thiện sẽ là chuyển tốt đối với chỉ số ROE của công ty.

Phân tích dòng tiền

Dòng tiền qua các năm (tỷ đồng)

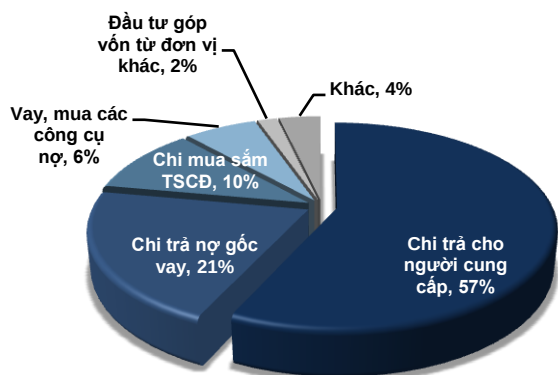


Nguồn: QBS và FPTTS tổng hợp

Dòng tiền thuần trong năm 2013 là -40 tỷ đồng do dòng tiền từ hoạt động kinh doanh công ty âm. Tuy nhiên, sang đến 2014, dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh đã có sự tăng trưởng đột biến, lên mức 353,4 tỷ đồng, chủ yếu do tiền chi trả cho nhà cung cấp giảm. Đối với hoạt động kinh doanh của QBS, dòng tiền chi trả cho người cung cấp là khoảng chi trả lớn, tỷ trọng tiền chi trả cho người bán/Doanh thu thuần ở mức 75,9% trong 9T – 2014.

Đối với dòng tiền từ hoạt động đầu tư, QBS đang đẩy mạnh dần hoạt động đầu tư khi dòng tiền này tăng dần từ 2012 đến nay. Trong 9T-2014, dòng tiền cho hoạt động đầu tư của QBS tập trung vào: **(1)** Đầu tư tài sản cố định với mức 215,5 tỷ đồng, **(2)** Đầu tư tài chính vào TCT CP Dung dịch khoan và hóa phẩm dầu khí 14 tỷ đồng và CTCP DAP-Vinachem 21,9 tỷ đồng; **(3)** Tiền chi cho vay, mua các công cụ nợ từ đơn vị khác 132 tỷ đồng.

Các nguồn sử dụng tiền 9T-2014



Nguồn: QBS và FPTTS tổng hợp

Về dòng tiền từ hoạt động tài chính, dòng tiền từ hoạt động này về giá trị ròng tương đối ổn định so với năm 2013, ở mức 69,5 tỷ đồng. Tuy nhiên, trong năm nay, sau khi tăng vốn, QBS nhận được 264 tỷ đồng nhưng công ty đã dùng để trả nợ vay, giá trị dòng tiền vay nợ ròng trong kỳ của QBS là -194,5 tỷ đồng.

Như vậy, trong năm nay, QBS đã chi đầu tư cho tài sản cố định tương đối đáng kể so với các năm trước đây. Dòng tiền này đến từ hoạt động kinh doanh mà chủ yếu là cải thiện về dòng tiền chi trả cho người cung cấp và hoạt động tài chính nhờ việc tăng vốn trong năm.

Định hướng phát triển giai đoạn 2014 – 2015

Trong giai đoạn 2014-2015, QBS sẽ tập trung tối ưu hóa hoạt động nhà máy NPK giai đoạn 1 và triển khai đầu tư mở rộng nhà máy sản xuất phân bón NPK sang giai đoạn 2, xây dựng dây chuyền sản xuất lân với diện tích 3.500m² tại Thủy Nguyên – Hải Phòng.

Nhằm mở rộng quy mô, kết hợp với các lĩnh vực và hoạt động hỗ trợ liên quan nhằm tạo nên giá trị gia tăng trong chuỗi hoạt động sản xuất kinh doanh, dự kiến trong giai đoạn từ nửa cuối năm 2014 đến hết năm 2015, QBS sẽ mở 5 cửa hàng miễn thuế tại: Chalo (Quảng Bình), Tả Lũng (Cao Bằng), Hải Phòng, Đà Nẵng, Quy Nhơn và 1 kho ngoại quan tại Lào Cai.

Các chỉ tiêu HĐKD chính giai đoạn 2014 - 2015

Chỉ tiêu	Đơn vị	2014	2015
DT mảng Phân bón	Tỷ đồng	2.294	2.294
DT mảng hóa chất	Tỷ đồng	562	703
Các hoạt động khác	Tỷ đồng	145	160
Tổng doanh thu	Tỷ đồng	3.000	3.500
LNST	Tỷ đồng	80	120
Cổ tức	%	20%	25%

Nguồn: DAP – Vinachem

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu QBS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888