

CTCP ĐÁ NÚI NHỎ (NNC- HSX)

Ngành đá: Điểm tựa vững chắc cho trung hạn

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY16	Q1-FY16	+/- qoq	Q2-FY15	+/- yoy
Doanh thu thuần	149,4	116,4	28%	127,8	17%
Lợi nhuận sau thuế	52,8	38,1	39%	25,9	104%
EBIT	66,1	47,4	39%	34,3	93%
Tỷ suất EBIT	44,2%	40,8%	348bps	26,8%	1.740bps

Nguồn: RongViet Research

- Tập trung vào mảng kinh doanh đá mang lại cho NNC hiệu quả kinh doanh cao nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành
- Dự địa tăng trưởng rộng mở cùng với đà tăng của hoạt động xây dựng hạ tầng và các dự án BĐS lớn
- Ngay cả khi mỏ Núi Nhỏ phải đóng cửa, lợi thế vẫn nghiêng về NNC

Quan điểm và định giá

CTCP Đá Núi Nhỏ (HSX: NNC) hoạt động chính trong lĩnh vực khai thác và chế biến các loại đá xây dựng ở khu vực miền Nam. Cùng với đà tăng trưởng tốt từ HĐXD hạ tầng và BĐS, hiệu quả khai thác cao của mỏ đá Núi Nhỏ đã hỗ trợ rất lớn cho KQKD của NNC. Sản lượng đá tiêu thụ tăng trung bình (CAGR) 18,6%/năm trong giai đoạn 2012-2015 và có thể vẫn tích cực trong dài hạn.

Mỏ đá Núi Nhỏ có thể sẽ hết hạn cuối năm 2017. Tuy nhiên, chúng tôi nghiêng về khả năng NNC có thể xin gia hạn khai thác ở mỏ đá này. Trong kịch bản kém tích cực nhất, KQKD của NNC vẫn có thể duy trì ổn định cho tới năm 2020 nhờ sản lượng dự trữ đá lớn.

Việc tập trung vào mảng đá mang lại cho NNC hiệu quả kinh doanh cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Về KQKD, doanh thu và LNST năm 2016 của NNC có thể lần lượt đạt 606 và 189 tỷ đồng, tương ứng tăng 19% và 53% so với năm 2015. Sử dụng các phương pháp định giá (NAV và DDM), chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý cho cổ phiếu NNC là **94.400** đồng/cp, cao hơn 7,2% so với giá đóng cửa ngày 05/10/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với cổ phiếu NNC trong **DÀI HẠN**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ)	FY2014	FY2015	6T2016	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	392,2	507,9	265,8	605,6	692,5
% tăng trưởng	21,3%	29,5%	22,7%	19,2%	14,4%
Lợi nhuận sau thuế	104,3	123,4	90,8	188,6	218,4
% tăng trưởng	44,7%	18,4%	81,3%	52,8%	15,8%
Tỷ suất LNST (%)	26,6%	24,3%	34,2%	31,1%	31,5%
ROA (%)	35,5%	33,1%		43,3%	41,1%
ROE (%)	53,2%	48,0%		58,2%	52,6%
EPS (VND)	7.292	8.635	5.059	10.555	12.220
EPS điều chỉnh	5.834	8.635	5.059	10.555	12.220
Giá trị sổ sách (VND)	17.396	21.700	22.444	22.040	28.461
Cổ tức tiền mặt (VND)					
P/E (x)	4,7	5,3	19,2	8,3	7,2
P/BV (x)	2,0	2,1	3,2	4,0	3,1

Nguồn: BCTC NNC, RongViet Research tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 04/10/2016

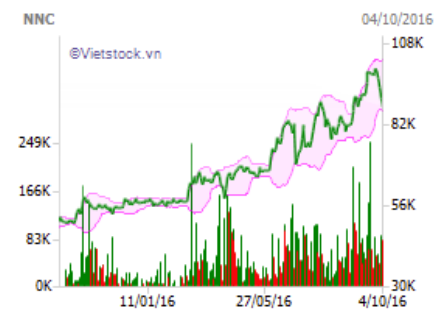
TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	88.100
Giá mục tiêu (VND)	94.400

Thời gian đầu tư **DÀI HẠN**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vật liệu xây dựng
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.447
SLCPDLH	16.440.202
Beta	0,46
Free Float (%)	58,36%
Giá cao nhất 52 tuần	97.000
Giá thấp nhất 52 tuần	39.200
KLGD bình quân 20 phiên	81.088



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
NNC	22,5	116,1	387,3
Vật liệu xây dựng	22,6	72,1	n/a
VN30 Index	4,5	14,0	19,9
VN-Index	5,6	21,7	37,5

Cổ đông lớn (%)

Công ty TNHH MTV Vật liệu và Xây dựng Bình Dương	37,73
CTCP Đầu tư Thái Bình	15,83
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	28,62

Phạm Thị Hương

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1314

huong.pt@vds.com.vn

Tập trung vào mảng kinh doanh đá mang lại cho NNC hiệu quả kinh doanh cao nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành

CTCP Đá Núi Nhỏ (HSX: NNC) là một doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực khai thác và chế biến các loại đá xây dựng ở khu vực phía Nam. Hiện nay, NNC đang hoạt động chủ yếu ở hai mỏ đá là mỏ Núi Nhỏ (Bình Dương) và Tân Lập (Bình Phước) với tổng trữ lượng khoảng hơn 20 triệu m³ đá nguyên khối. Trong đó, Núi Nhỏ là mỏ đá chủ lực của Công ty, đóng góp 85-90% doanh thu cũng như LNST. Thị trường chính của Công ty là Tp. Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, Bình Phước và các tỉnh miền Tây, khu vực gần các mỏ đá của NNC.

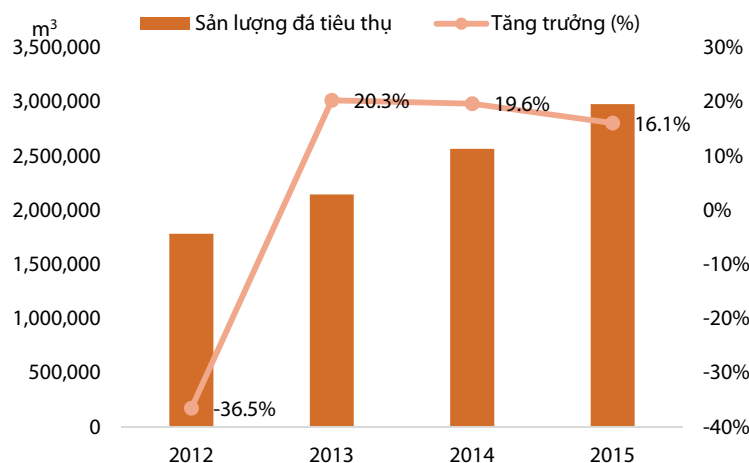
Bảng 1: Thông tin cơ bản các mỏ đá của NNC

Mỏ đá	Địa điểm	Diện tích khai thác cấp phép	Diện tích khai thác đang sử dụng	Trữ lượng còn lại	Thời hạn khai thác	Thời gian khai thác còn lại
Núi Nhỏ	Dĩ An, Bình Dương	27,5 ha	27,5 ha	>4 triệu m ³	31/12/2017	1,5 năm
Tân Lập	Tân Lập, Bình Phước	51 ha	7 ha	18 triệu m ³	31/12/2030	14,5 năm

Nguồn: NNC

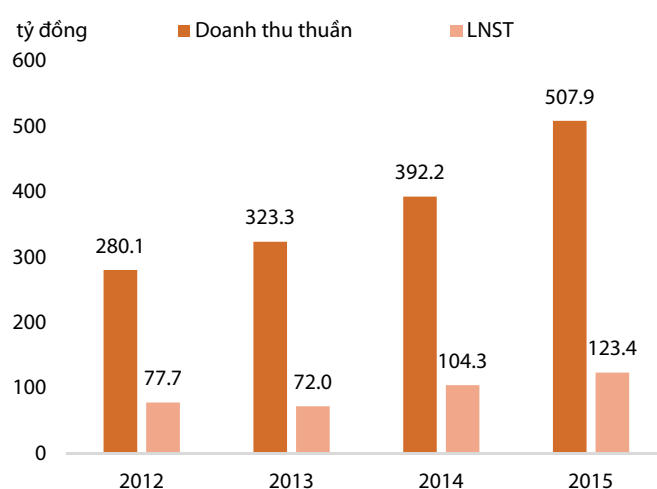
Nhờ sự tăng trưởng của thị trường BĐS và hoạt động xây dựng, KQKD của NNC đang trên đà tăng trưởng tích cực. Sản lượng đá tiêu thụ của gia tăng NNC hằng năm với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) khoảng 18,6% trong giai đoạn 2012-2015. Cùng với đó, nhu cầu đá gia tăng trong khi mỏ đá chủ lực của Công ty có vị trí địa lý thuận lợi cũng hỗ trợ việc tăng giá đá của NNC. Giá bán đá trung bình của Công ty ở nửa đầu năm 2016 đã tăng khoảng 9% so với cùng kỳ. Doanh thu và lợi nhuận có sự cải thiện mạnh, trong đó doanh thu tăng 29,5% và LNST tăng 18,3% so với năm 2014. Tốc độ tăng trưởng của lợi nhuận thấp hơn so với tốc độ tăng của doanh thu là do NNC ghi nhận bổ sung chi phí cấp quyền khai thác khoáng sản cho giai đoạn từ 1/7/2011-31/12/2014 theo cách tính thuế mới và tiền thuê đất bổ sung cho giai đoạn 2007-2014 theo đơn giá mới tổng cộng 18,4 tỷ đồng trong Chi phí khác.

Hình 1: Sản lượng đá tiêu thụ của NNC qua các năm



Nguồn: BCTN

Hình 2: KQKD của NNC qua các năm



Nguồn: BCTN



Từ khi thành lập, NNC luôn xác định khai thác và kinh doanh đá xây dựng là mảng kinh doanh cốt lõi. Nhờ mỏ đá chủ lực Núi Nhỏ đã hoạt động từ lâu nên chất lượng đá ổn định và chi phí khai thác thấp hơn so với các mỏ đá mới. Cộng thêm vị trí mỏ đá thuận lợi, biên lợi nhuận gộp của mỏ đá Núi Nhỏ cao, khoảng 50%.

Mỏ đá Tân Đông Hiệp của KSB và C32 cũng có hiệu quả khai thác cao gần tương đương so với mỏ đá Núi Nhỏ. Tuy nhiên, ngoài mảng đá, các doanh nghiệp này còn có các mảng kinh doanh khác như xây dựng hay các loại VLXD nên biên lợi nhuận thấp hơn NNC. Riêng DHA, dù cũng chỉ tập trung ở mảng đá nhưng chi phí khai thác ở các mỏ đá còn khá cao bởi việc bốc đất tăng phủ lớn và vị trí có phần kém thuận lợi hơn so với cụm mỏ đá ở Dĩ An.

Bảng 2: KQKD các doanh nghiệp ngành đá ở nửa đầu năm 2016

Chỉ tiêu	NNC	KSB	DHA	C32
Doanh thu	265,8	404,7	91,0	233,8
Tăng trưởng doanh thu	22,7%	11,4%	-0,8%	2,4%
LNST	98,8	89,9	23,0	49,3
Tăng trưởng LNST	81,3%	38,9%	-21,5%	103,0%
LNG	116,0	160,2	27,4	69,2
Biên gộp	43,6%	39,6%	30,1%	29,6%
Biên LNR	37,2%	22,2%	25,3%	21,1%
ROE	54,1%	26,6%	12,9%	25,1%
ROA	42,5%	17,6%	11,6%	21,5%
P/E ^(*)	8,9	11,4	12,7	7,4

Nguồn: RongViet Research, (*) sử dụng giá cổ phiếu ngày 04/10/2016

Ngay cả việc **đầu tư 10% vốn điều lệ của Công ty TNHH MTV Vật liệu và Xây dựng Bình Dương (M&C Bình Dương)** (~103 tỷ đồng, bằng mệnh giá) cũng là một cách gián tiếp để NNC có thể hợp tác khai thác các mỏ đá của doanh nghiệp này. M&C Bình Dương hoạt động chính trong lĩnh vực xây dựng và VLXD (gạch, ngói, cát, đá). Điểm đáng chú ý là doanh nghiệp này sở hữu 04 giấy phép ở mỏ Tân Mỹ, Thường Tân (huyện Bắc Tân Uyên) và 2 mỏ đá ở huyện Phú Giáo. Trữ lượng của mỗi mỏ đá ước tính khoảng 10 triệu m³ và dự kiến sẽ bắt đầu khai thác từ cuối năm 2016.

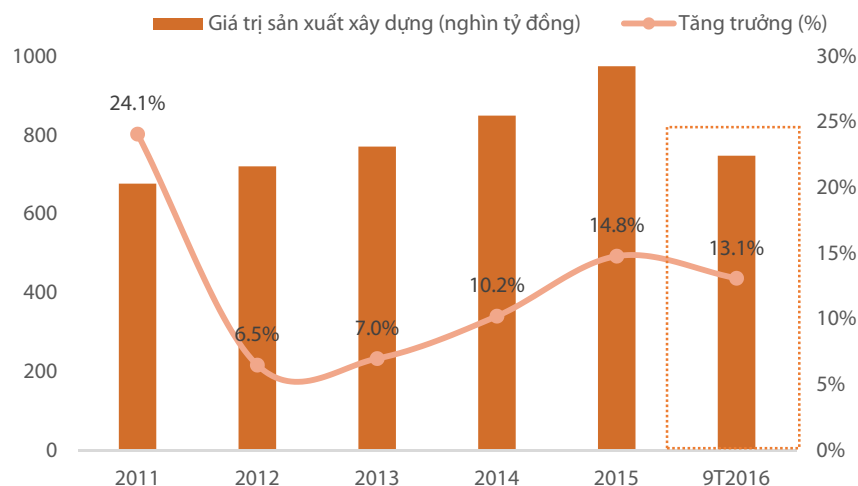
Với tiềm lực tài chính mạnh (tỷ lệ tiền và tương đương tiền/ vốn điều lệ khoảng 0,5 lần) và ROE ổn định ở mức 10%, khoản đầu tư tài chính vào M&C Bình Dương có thể mang lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn lãi suất ngân hàng cho NNC. Ngoài ra, M&C Bình Dương dự kiến sẽ lên sàn HOSE (mã cổ phiếu là MVC) trong năm sau. Khi đó, sự tham gia của các cổ đông mới kỳ vọng sẽ gia tăng hiệu quả hoạt động cho MVC cũng như hiệu quả khoản đầu tư của NNC.

Dự địa tăng trưởng rộng mở cùng với đà tăng của hoạt động xây dựng hạ tầng và các dự án BĐS lớn

Triển vọng tiêu thụ các sản phẩm của NNC trong các năm tới sẽ tiếp tục phụ thuộc nhiều vào hoạt động xây dựng, đặc biệt là mảng xây dựng hạ tầng và thị trường BĐS khu vực phía nam. Theo báo cáo của Tổng cục Thống kê, giá trị xây dựng theo giá hiện hành trong 9 tháng đầu năm 2016 ước đạt 747,4 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 13,1% so với cùng kỳ năm trước. Đây là mức tăng khá tốt so với các năm trước đây (Hình 3) và còn có khả năng duy trì trong 2-3 năm tới nhờ (1) sự gia tăng mạnh mẽ các dự án hạ tầng giao thông trên cả nước nhờ các chính sách khuyến khích, hỗ trợ đầu tư hạ tầng của Chính Phủ, (2) sự hồi phục về nguồn cung và thanh khoản trên thị trường BĐS, và (3) dòng vốn FDI. Trong đó,

các dự án hạ tầng trọng điểm khu vực phía Nam như các tuyến metro 1, 2, 3 và 4, cao tốc Long Thành - Dầu Giây, đường Võ Văn Kiệt, hầm Thủ Thiêm, đường vành đai trong, cầu Sài Gòn 2 mới bắt đầu khởi công hoặc đang bước vào mùa cao điểm xây dựng sẽ hỗ trợ lớn tới hoạt động kinh doanh của NNC.

Hình 3: Giá trị xây dựng giai đoạn 2011-9T2016



Nguồn: Tổng cục thống kê

Còn theo báo cáo của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, các thị trường lớn của NNC là Bình Dương (chiếm 20% doanh thu) và Tp.HCM (60-70%) lần lượt đứng vị trí thứ 4 và 5 về vốn đăng ký cấp mới và tăng thêm trong 8 tháng đầu năm 2016. Bên cạnh đó, với định hướng trở thành thành phố trực thuộc trung ương trước năm 2020, khối lượng xây dựng cơ sở hạ tầng và các công trình xã hội ở Bình Dương trong thời gian tới còn rất lớn. Đây cũng là một điểm quan trọng hỗ trợ triển vọng tiêu thụ các sản phẩm đá của NNC trong dài hạn.

Bảng 3: Các dự án lớn của Bình Dương trong giai đoạn 2015-2020

STT	Tên dự án	Vốn đầu tư
1	BOT Đồng Phú – Bình Dương	1.480 tỷ đồng
2	Đường tạo lực Mỹ Phước - Bàu Bàng	1.500 tỷ đồng
3	Đường Mỹ Phước – Tân Vạn GD 2	541 tỷ đồng
4	Mở rộng đường ĐT 743	1.329 tỷ đồng
5	KCN và đô thị Bàu Bàng	

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Ngay cả khi mỏ Núi Nhỏ phải đóng cửa, lợi thế vẫn nghiêng về NNC

Như đã đề cập ở trên, mỏ đá Núi Nhỏ đóng vai trò quan trọng trong KQKD của NNC với hơn 85% sản lượng, doanh thu và lợi nhuận ròng. Biên lợi nhuận ròng của mỏ đá này (~30%) cao hơn hẳn so với mỏ đá còn lại là Tân Lập (10%) nhờ giá bán tốt và sản lượng tiêu thụ tăng trưởng ổn định. Tuy nhiên, theo Nghị quyết HĐND ngày 12/08/2016 của tỉnh Bình Dương về Quy hoạch thăm dò, khai thác và sử dụng khoáng sản làm VLXD giai đoạn 2016-2020, cụm mỏ đá thuộc địa bàn huyện Dĩ An bao gồm mỏ Núi Nhỏ và mỏ Tân Đông Hiệp dự kiến sẽ phải đóng cửa mỏ vào cuối năm 2017. Chính vì vậy, khả năng xin

được gia hạn thêm 2-3 năm nữa ở mỏ đá này có ảnh hưởng lớn đến triển vọng kinh doanh của NNC trong các năm tới.

Theo quan sát của chúng tôi, hầu hết các doanh nghiệp hoạt động ở cụm mỏ đá này đều khá tự tin về khả năng xin được gia hạn giấy phép khai thác bởi (1) khối lượng dự án hạ tầng ở Tp. HCM và Bình Dương còn rất lớn và (2) chi phí vận chuyển cao dẫn tới giá thành xây dựng tăng mạnh; điều này sẽ khiến thâm hụt ngân sách trầm trọng hơn hoặc kém thu hút đầu tư tư nhân và (3) việc khai thác ở độ sâu lớn hơn là khả thi. Trên thế giới, nhiều mỏ đá như Tertiary và Clipper (Mỹ) thậm chí còn khai thác ở độ sâu hơn 500 feet (tương đương 152m).

Nếu **giấy phép khai thác ở mỏ đá Núi Nhỏ được gia hạn tới năm 2019-2020**, tăng trưởng sản lượng của NNC có thể vẫn duy trì trong giai đoạn 2016-2020 với tốc độ CAGR 7,7%/năm. Mặc dù chi phí khai thác (vận chuyển đá) ở độ sâu lớn hơn có thể gia tăng nhẹ nhưng NNC có thể chuyển phần lớn chi phí tăng thêm này vào giá bán.

Bảng 4: Dự phóng KQKD của NNC trong kịch bản tích cực

	Đơn vị	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Sản lượng tiêu thụ	m ³	3.187.548	3.678.841	3.897.757	4.075.324	4.283.501
Tăng trưởng sản lượng	%	20,2%	15,4%	6,0%	4,6%	5,1%
Mỏ Núi Nhỏ	m ³	2.714.559	3.040.306	3.131.515	3.194.145	3.226.087
Mỏ Tân lập	m ³	472.989	638.535	766.242	881.178	1.057.414
Doanh thu	Tỷ đồng	606	706	761	805	855
Tăng trưởng doanh thu	%	19,2%	16,7%	7,7%	5,8%	6,3%
LNST	Tỷ đồng	189	222	268	285	303
Tăng trưởng LNST	%	53,10%	17,8%	20,4%	6,4%	6,6%
EPS*	Đồng	10.555	12.434	14.970	15.925	16.980

Nguồn: RongViet Research, * đã trừ khen thưởng phúc lợi 8%

Trong trường hợp mỏ đá Núi Nhỏ sẽ phải đóng cửa khai thác ở cuối năm 2017, NNC vẫn có thể duy trì một phần sản lượng bán hàng ở mỏ đá này tới năm 2020 nhờ tích trữ được khối lượng đá lớn. Theo quy định, các doanh nghiệp đá sẽ được cấp phép mua một lượng thuốc nổ nhất định dựa trên sản lượng đá cấp phép hàng năm. Với kinh nghiệm khai thác lâu năm, NNC có thể tiết kiệm ~25% lượng thuốc nổ so với định mức cấp phép (0,4 kg/tấn). Nhờ đó, sản lượng đá khai thác thực tế thường cao hơn sản lượng khai thác cấp phép, tạo điều kiện cho NNC tích trữ một phần đá khai thác cho các năm sau. Đồng thời, diện tích khu vực chế biến lớn cho phép NNC dự trữ khối lượng đá học lớn.

Tính đến thời điểm hiện tại, NNC đã tích trữ được khoảng 2,5 triệu m³ đá học và đá thành phẩm. Thêm vào đó, diện tích khu vực chế biến và chứa thành phẩm lớn (khoảng 33ha) cho phép NNC có thể tiếp tục dự trữ thêm sản lượng đá (~2,5 triệu m³) cho các năm sau. Khả năng dự trữ lượng lớn có thể coi là lợi thế của NNC so với các doanh nghiệp cùng ngành khác như C32 và KSB khi mỏ đá Tân Đông Hiệp của các doanh nghiệp này chỉ có thể dự trữ thêm khoảng 1 năm sản xuất. Ngoài ra, việc cải tạo và phục hồi mỏ sau thời gian giấy phép hết hạn (khai thác khoáng sản còn lại ở bãi thải của mỏ) cũng có thể giúp NNC tận thu thêm khoảng 1 triệu m³ đá.

Bảng 5: Khả năng dự trữ của các doanh nghiệp ở cụm mỏ Dĩ An, Bình Dương

Chỉ tiêu	Diện tích khu vực chế biến	Khả năng dự trữ tối đa	Số năm có thể dự trữ
NNC	~33 ha	6 triệu m ³	3 năm
KSB	8,36 ha	2,5 triệu m ³	1 năm
C32		0,6 triệu m ³	0,5 năm

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Bên cạnh đó, mỏ đá Tân Lập cũng sẽ được NNC gia tăng công suất khai thác để bù đắp một phần sản lượng ở mỏ Núi Nhỏ. Mỏ đá này mới đang khai thác khoảng 7,5 ha trong tổng số 51 ha tổng khu vực khai thác được cấp phép nên trữ lượng đá còn khá lớn và thời gian khai thác còn lại dài (~ 15 năm). Chất lượng đá ở mỏ đá Tân Lập không kém hơn nhiều so với mỏ Núi Nhỏ nhưng vị trí xa (cách Tp. HCM khoảng 80 km) là nguyên nhân chính khiến việc tiêu thụ ở mỏ đá này chưa tăng trưởng mạnh. Khi các mỏ đá có vị trí thuận lợi như Núi Nhỏ, Tân Đông Hiệp đóng cửa, việc dịch chuyển sang các mỏ đá xa hơn sẽ là xu hướng tất yếu. Triển vọng tiêu thụ đá ở mỏ Tân Lập được dự báo cũng sẽ khả quan hơn. Sản lượng tiêu thụ của mỏ đá này đã tăng trưởng 18,8%/năm trong giai đoạn 2012-2015. Biên lợi nhuận gộp của mỏ Tân Lập cũng dần có sự cải thiện từ 18% (năm 2015) lên 20% (năm 2016). NNC cũng đang tích cực tìm kiếm một vài mỏ đá mới và hiện đang đàm phán để mua quyền khai thác một mỏ đá ở khu vực phía nam.

Bảng 6: Dự phóng KQKD của NNC trong kịch bản tiêu cực

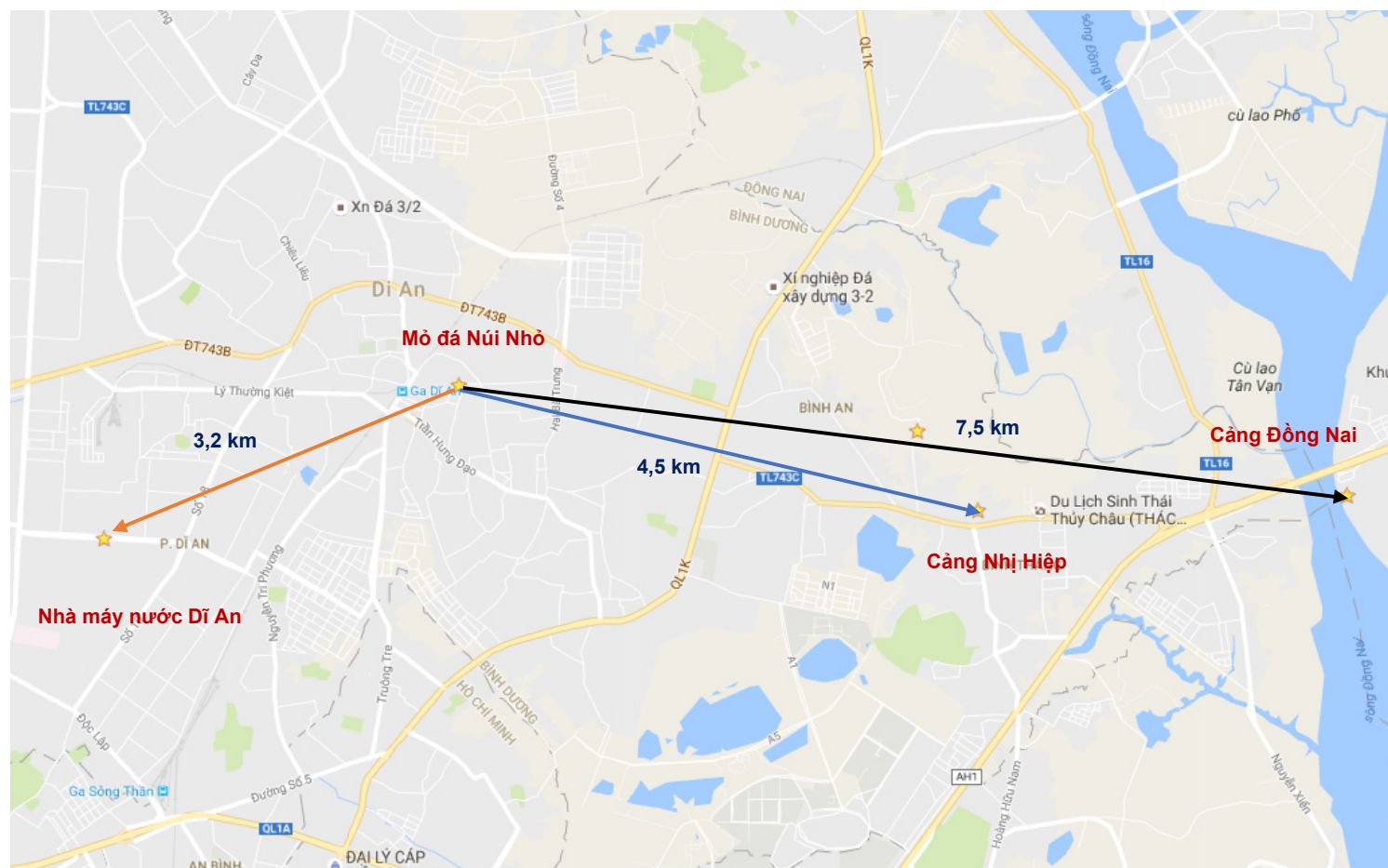
	Đơn vị	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Sản lượng tiêu thụ (m ³)	m ³	3.187.548	3.600.900	3.486.765	2.611.637	2.135.833
Tăng trưởng sản lượng	%	20,2%	13,0%	-3,2%	-25,1%	-18,2%
Mỏ Núi Nhỏ	m ³	2.714.559	2.986.015	2.687.413	1.612.448	886.846
Mỏ Tân lập	m ³	472.989	614.886	799.351	999.189	1.248.986
Doanh thu	Tỷ đồng	606	692	677	504	409
Tăng trưởng doanh thu	%	19,2%	14,4%	-2,3%	-25,6%	-18,7%
LNST	Tỷ đồng	189	218	237	176	144
Tăng trưởng LNST	%	53,1%	15,8%	8,6%	-25,6%	-18,7%
EPS*	Đồng	10.555	12.220	13.277	9.875	8.032

Nguồn: RongViet Research, * đã trừ khen thưởng phúc lợi 10%

Đó là chưa kể NNC có thể chuyển đổi công năng của mỏ đá Núi Nhỏ khi hết hạn. Khu vực khai thác (28,1 ha) có thể chứa được thể tích nước lớn khoảng 22,48 triệu m³ nước còn phần diện tích khu vực chứa thành phẩm (33ha) có thể kinh doanh dịch vụ cho thuê kho bãi. Mỏ đá Núi Nhỏ chỉ cách nhà máy cấp nước Dĩ An khoảng ~4km nên NNC có thể đàm phán với nhà máy nước này để cung cấp nguồn nước mặt thay thế một phần cho sông Đồng Nai (cách hơn 10km). Đồng thời, diện tích khu vực chế biến lớn cho phép NNC cung cấp dịch vụ kho bãi cho hàng hóa thông quan từ các cảng Nhị Hiệp và cảng Đồng Nai nhờ vị trí gần các cảng này (dưới 10km). Với khối lượng hàng hóa qua các cảng có xu

hướng tăng dần và dưới sự hỗ trợ của cổ đông lớn CTCP Thái Bình (15,83%) vốn đã có kinh nghiệm phát triển dịch vụ logistic ở Tân Vạn, triển vọng cho thuê kho bãi ở mỏ Núi Nhỏ là tương đối khả quan. Dù vậy, doanh thu từ các mảng kinh doanh mới sẽ khá nhỏ so với việc khai thác đá ở mỏ Núi Nhỏ trước đây và thời gian bắt đầu đóng góp là chưa rõ ràng.

Hình 4: Vị trí của mỏ đá Núi Nhỏ



Nguồn: google map

Định giá còn tương đối hấp dẫn

Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ năm 2016 của NNC có thể đạt 3,2 triệu m³, trong đó mỏ đá Núi Nhỏ chiếm 85,2%. Doanh thu và LNST có thể lần lượt đạt 606 và 189 tỷ đồng, tương ứng tăng 19% và 53% so với năm 2015. Sang năm 2017, doanh thu có thể tiếp tục tăng 14% và LNST có thể đạt 218 tỷ đồng, tương ứng với EPS là 12.220 đồng/cp.

Đặc thù ngành khai thác đá cũng như các loại khoáng sản khác là trữ lượng mỏ sẽ cạn dần theo thời gian. Chính vì vậy, chúng tôi sử dụng phương pháp tài sản ròng (NAV) với giả định xác suất được gia hạn mỏ đá Núi Nhỏ là 70%. Kết hợp với phương pháp chiết khấu dòng cổ tức (DDM), giá hợp lý của cổ phiếu NNC là **94.400 đồng/cp**, cao hơn 7,2% so với giá đóng cửa ngày 05/10/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với cổ phiếu NNC trong **DÀI HẠN**.

Bảng 7: Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
NAV	93.078	50%	46.539
DDM	95.775	50%	47.887
Trung bình			94.426

Nguồn: RongViet Research

Quan điểm

CTCP Đá Núi Nhỏ (HSX: NNC) hoạt động chính trong lĩnh vực khai thác và chế biến các loại đá xây dựng ở khu vực miền Nam. Cùng với đà tăng trưởng tốt từ HĐXD hạ tầng và BĐS, việc sở hữu mỏ đá Núi Nhỏ có hiệu quả khai thác cao đã hỗ trợ rất lớn cho KQKD của NNC. Sản lượng đá tiêu thụ tăng trung bình (CAGR) 18,6%/năm trong giai đoạn 2012-2015 và có thể vẫn tích cực trong dài hạn.

Theo giấy phép khai thác, mỏ đá chủ lực Núi Nhỏ sẽ hết hạn ở cuối năm 2017. Chúng tôi nghiêng về khả năng NNC có thể xin được thời hạn cho giấy phép này. Trong kịch bản kém tích cực nhất, KQKD của NNC vẫn có thể duy trì ổn định cho tới năm 2020 nhờ sản lượng dự trữ đá lớn.

Việc tập trung vào mảng đá mang lại cho NNC hiệu quả kinh doanh cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Về KQKD, doanh thu và LNST năm 2016 của NNC có thể lần lượt đạt 606 và 189 tỷ đồng, tương ứng tăng 19% và 53% so với năm 2015.

Sử dụng các phương pháp định giá, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý cho cổ phiếu NNC là **94.400 đồng/cp**, cao hơn 7,2% so với giá đóng cửa ngày 05/10/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với cổ phiếu NNC trong **DÀI HẠN**.



Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	392	508	606	692
Giá vốn	252	322	361	411
Lãi gộp	141	186	244	282
Chi phí bán hàng	3	3	4	5
Chi phí quản lý	11	10	10	12
Thu nhập từ HĐTC	7	7	8	10
Chi phí tài chính	0	1	1	1
Lợi nhuận khác	0	-18	0	0
Lợi nhuận trước thuế	134	161	236	273
Thuế TNDN	30	37	47	55
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	104	123	189	218
EBIT	134	161	236	274
EBITDA	138	165	241	278

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tăng trưởng				
Doanh thu	21,3	29,5	19,2	14,4
Lợi nhuận HKKD	-30,9	0,5	14,5	20,0
EBITDA	34,8	19,2	46,3	15,6
EBIT	36,8	20,4	46,5	15,8
Lợi nhuận sau thuế	44,7	18,4	52,8	15,8
Tổng tài sản	44,0	15,2	18,0	25,4
Vốn chủ sở hữu	40,4	24,7	27,0	29,1
Tốc độ tăng trưởng nội tại	14,9	17,3	27,8	26,9
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	35,8	36,6	40,4	40,7
LN HKKD / Doanh thu	34,2	35,3	39,3	39,7
EBITDA/ Doanh thu	35,2	32,4	39,8	40,2
EBIT/ Doanh thu	34,2	31,8	39,0	39,5
LNST/ Doanh thu	26,6	24,3	31,1	31,5
ROA	35,5	33,1	43,3	41,1
ROIC or RONA	61,4	59,5	71,5	64,7
ROE	53,2	48,0	58,2	52,6
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh, phải thu	28,6	37,9	37,7	35,5
Vòng quay hàng tồn kho	3,0	2,5	2,6	2,8
Vòng quay khoản phải trả	3,8	3,5	3,4	3,8
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	2,98	3,15	3,00	3,67
Nhanh	1,72	1,90	1,62	2,35
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	42,3	40,1	30,2	26,4
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	8,7	0,0	0,0	0,0
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tiền	77	108	48	130
Đầu tư tài chính ngắn hạn	72	83	99	119
Các khoản phải thu	12	15	18	21
Tồn kho	122	136	141	152
Tài sản ngắn hạn khác	5	1	1	1
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	288	342	306	424
Tài sản cố định hữu hình	13	11	16	16
Tài sản cố định vô hình	7	6	5	5
Xây dựng cơ bản dở dang	0	0	0	0
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	103	103
Tài sản dài hạn khác	39	40	43	45
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	59	58	166	168
TỔNG TÀI SẢN	347	400	472	591
Tiền hàng phải trả và ứng trước	18	19	23	27
Khoản phải trả ngắn hạn khác	58	89	79	89
Vay và nợ ngắn hạn	20	0	0	0
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	0	6	7	8
Tổng nợ	97	114	109	124
Vốn chủ sở hữu	229	285	362	468
Vốn đầu tư của CSH	132	132	164	164
Lợi nhuận giữ lại	81	92	96	146
Các quỹ	16	62	102	157
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	229	285	362	468
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	326	400	472	591
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
LNTT	134	161	236	273
Khấu hao	4	3	4	5
Các điều chỉnh	86	-111	0	0
Thay đổi vốn lưu động	-83	-15	-61	-56
Tiền thuần từ HĐKD	142	38	179	221
Thay đổi TSCĐ	5	-9	-7	-5
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-72	-86	-105	-2
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	8	7	3	4
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-12	-25	-109	-3
Nhận/trả lại vốn góp	68	0	33	0
Vay mới/trả nợ vay	20	-20	0	0
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-186	20	-163	-136
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-98	-11	-130	-136
Tiền thuần trong kỳ	31	1	-60	83
Tiền đầu năm	76	77	108	48
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0
Tiền cuối kỳ	107	78	48	130

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**