

## Ngành Vật liệu xây dựng

Báo cáo cập nhật

Tháng 6, 2017

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **40.670**

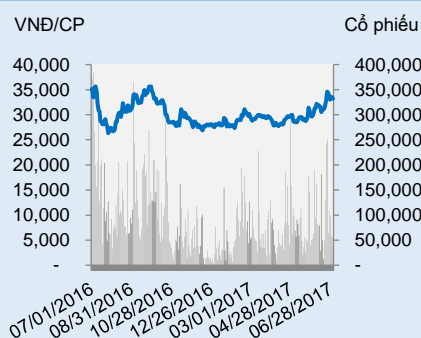
Giá thị trường (30/6/2017) **33.200**

Lợi nhuận kỳ vọng **22,5%**

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	26.320-35.640
Vốn hóa	500 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	15.061.213
KLGD bình quân 10 ngày	108.699
% sở hữu nước ngoài	10,1%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3%
Beta	0,4

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHA	18,1%	6,1%	16,9%	18,5%
VN-Index	15,5%	4,4%	7,4%	15,1%

Chuyên viên phân tích

**Thái Anh Hào**

(84 8) 3914 6888 ext 254

thaianh hao@baoviet.com.vn

# Công ty Cổ phần Đá Hóa An

Mã giao dịch: DHA

Reuters: DHA.HM

Bloomberg: DHA VN

## Tiếp tục tăng trưởng nhờ hiệu quả kinh doanh mỏ Tân Cang 3 cải thiện.

### Hoạt động khai thác mỏ các tháng đầu năm diễn ra thuận lợi.

Kết quả kinh doanh 3 tháng đầu năm 2017 của DHA rất tích cực nhờ tình hình tiêu thụ diễn biến thuận lợi ở cả ba mỏ đá, đặc biệt là mỏ Tân Cang 3. Trong Q1-2017, tổng doanh thu thuần tăng 41% yoy, đạt 56,3 tỷ đồng và LNTT tăng 65% yoy, đạt 14,1 tỷ đồng.

Trong kỳ, đơn giá bán của mỏ Tân Cang 3 đã điều chỉnh tăng khoảng 5%, còn hai mỏ còn lại không thay đổi. Doanh thu của mỏ Núi Gió và Tân Cang 3 tăng trưởng mạnh chủ yếu là nhờ tỷ trọng tiêu thụ đá 1x2 nhiều hơn, chất lượng đá cải thiện dần qua thời gian khai thác, qua đó đem lại lợi nhuận lớn cho công ty.

**Lợi nhuận trước thuế Q2-2017 có thể rơi vào khoảng 18-20 tỷ đồng**, tăng nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái (Q2-2016 đạt 17,2 tỷ LNTT). Sản lượng tiêu thụ ở mỏ Tân Cang 3 và Núi Gió tiếp tục duy trì đà tăng trưởng như trong quý trước. Bên cạnh đó, đơn giá bán cũng có sự điều chỉnh, cụ thể, đơn giá bán ở mỏ Núi Gió tăng 10% từ tháng 5 và mỏ Tân Cang 3 tăng thêm 5% từ tháng 6 (như vậy giá đá Tân Cang 3 đã tăng 10% kể từ đầu năm).

### Mỏ Tân Cang 3 đang dần trở thành mỏ chủ lực và đóng góp nhiều lợi nhuận hơn.

Trước đây, hiệu quả kinh doanh của mỏ Tân Cang 3 thấp là do i) tỷ lệ khai thác đá vàng, với biên lợi nhuận thấp, còn cao, ii) cạnh tranh trong khu vực gay gắt và iii) điều kiện khai thác còn khó khăn. Tuy nhiên, công ty đã đẩy mạnh tiêu thụ hết lượng đá vàng trong Q3-2016 và chuyển sang tiêu thụ đá xanh, có biên lợi nhuận cao hơn, và công ty cũng tiết kiệm được nhiều chi phí bốc đất tăng phủ hơn so với trước đây (chiếm khoảng 7,5% tổng chi phí khai thác đá).

Chất lượng đá ở mỏ Tân Cang được đánh giá cao, có thể đáp ứng yêu cầu thi công các công trình đòi hỏi về chất lượng như đường cao tốc, quốc lộ, cầu, tòa nhà cao tầng. Và mỏ đá Tân Cang nằm ở vị trí rất thuận lợi cho việc cung cấp sản phẩm cho dự án sân bay Long Thành, cũng như là các dự án hạ tầng khác đi kèm. Thêm vào đó, Tân Cang có tiềm năng trở thành mỏ cung cấp đá chính cho TP.HCM nhờ lợi thế địa lý khi hai cụm mỏ Tân Đông Hiệp và Núi Nhỏ dừng khai thác (có thể vào năm 2019).

**Dự báo cả năm 2017.** BVSC dự báo LNTT 2017 của DHA đạt khoảng 61 tỷ đồng, tuy đi ngang so với năm 2016, nhưng lợi nhuận từ core tăng trưởng hơn 30% (do năm 2016 có 16 tỷ lợi nhuận bất thường từ chuyển nhượng sân công nghiệp ở mỏ Thạnh Phú 2). Lợi nhuận tăng mạnh chủ yếu là nhờ hiệu quả kinh doanh của mỏ Tân Cang 3 có sự cải thiện, và đơn giá bán ở mỏ Núi Gió và Tân Cang 3 tăng khoảng 10% so với năm trước.

**Khuyến nghị đầu tư:** Hoạt động sản xuất kinh doanh đá của DHA đã và đang vào giai đoạn tăng trưởng nhanh, đặc biệt kể từ năm 2019 khi hai cụm mỏ Tân Đông Hiệp và Núi Nhỏ đóng cửa, và sau đó là sân bay Long Thành bắt đầu xây dựng. BVSC dự báo sản lượng tiêu thụ của mỏ Tân Càng 3 sẽ tăng nhanh với tốc độ trên 20% từ năm 2019 và có thể duy trì tốc độ này trên 3 năm, đối với mỏ Thạnh Phú 2 và Núi Gió dự báo tăng trưởng khoảng 8%/năm, tương đương bình quân ngành (riêng mỏ Núi Gió đang khai thác gần chạm mức công suất tối đa tháng nên công ty cũng đang xin nâng công suất khai thác để đảm bảo tăng trưởng). Giá cổ phiếu DHA đã sụt giảm tương đối kể từ lần cập nhật trước của chúng tôi và đang ở vùng giá hấp dẫn hơn, cùng với những tín hiệu tích cực từ hoạt động kinh doanh chính, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DHA với mức giá hợp lý là **40.670 đồng/cp**, cao hơn 22,5% so với giá thị trường.

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu	195,4	232,3	254,0	287,1	324,2
Lợi nhuận gộp	55,2	70,7	77,3	88,1	99,1
Lợi nhuận sau thuế	49,5	49,0	53,6	62,2	71,2
EPS	3.286	3.256	3.560	4.131	4.728
P/E	10,1	10,2	9,3	8,0	7,0

Nguồn: BVSC dự báo

## Báo cáo cập nhật

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1-2017 và ước tính lợi nhuận Q2-2017.

	Q1-2016	Q1-2017	Tăng trưởng	Hoàn thành kế hoạch	Kế hoạch 2017
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>40.1</b>	<b>56.3</b>	<b>41%</b>	<b>28%</b>	<b>198.3</b>
- Mỏ Núi Gió	6.5	11.5	77%	26%	43.4
- Mỏ Tân Cang 3	11.2	16.2	45%	37%	43.5
- Mỏ Thạnh Phú 2	22.4	28.6	28%	26%	111.4
<b>LNTT từ mỏ đá</b>	<b>8.5</b>	<b>14.1</b>	<b>65%</b>	<b>33%</b>	<b>42.9</b>
- Mỏ Núi Gió	0.9	3.5	280%	38%	9.2
- Mỏ Tân Cang 3	1.2	3.7	224%	215%	1.7
- Mỏ Thạnh Phú 2	6.4	6.8	6%	21%	32.0

Nguồn: DHA

Kết quả kinh doanh 3 tháng đầu năm 2017 của DHA rất tích cực nhờ tình hình tiêu thụ diễn biến thuận lợi ở cả ba mỏ đá, đặc biệt là mỏ Tân Cang 3. Trong Q1-2017, tổng doanh thu thuần tăng 41% yoy, đạt 56,3 tỷ đồng và LNTT tăng 65% yoy, đạt 14,1 tỷ đồng.

Sản lượng tiêu thụ trong kỳ tăng mạnh khoảng 30% yoy, ước đạt 387.000 m<sup>3</sup>, một phần là do sự cố sập cầu Ghềnh và việc di dời thiết bị sản xuất tại mỏ Thạnh Phú 2 đã làm sản lượng năm trước ở mức thấp, đồng thời sản lượng của Tân Cang 3 và Núi Gió trong kỳ này tăng khá mạnh nên đóng góp vào mức tăng chung.

Trong kỳ, đơn giá bán của mỏ Tân Cang 3 đã điều chỉnh tăng khoảng 5%, còn hai mỏ còn lại không thay đổi. Doanh thu của mỏ Núi Gió và Tân Cang 3 tăng trưởng mạnh chủ yếu là nhờ tỷ trọng tiêu thụ đá 1x2 nhiều hơn, chất lượng đá cải thiện dần qua thời gian khai thác, qua đó đem lại lợi nhuận lớn cho công ty. Hai mỏ này đóng góp hơn 51% lợi nhuận từ mỏ đá trong Q1-2017, trong khi cùng kỳ năm ngoái chỉ chiếm chưa đến 25%.

**Lợi nhuận trước thuế Q2-2017 có thể rơi vào khoảng 18-20 tỷ đồng**, tăng nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái (Q2-2016 đạt 17,2 tỷ LNTT). Chúng tôi được ban lãnh đạo DHA cập nhật tình hình kinh doanh trong Q2 như sau, sản lượng tiêu thụ ở mỏ Tân Cang 3 và Núi Gió tiếp tục duy trì đà tăng trưởng như trong quý trước. Bên cạnh đó, đơn giá bán cũng có sự điều chỉnh, cụ thể, đơn giá bán ở mỏ Núi Gió tăng 10% từ tháng 5 và mỏ Tân Cang 3 tăng thêm 5% từ tháng 6 (như vậy giá đá Tân Cang 3 đã tăng 10% kể từ đầu năm). Như vậy, cùng với khoảng 1,5 tỷ đồng lợi nhuận tài chính (lãi tiền gửi, cổ tức, ...), công ty ước tính LNTT Q2-2017 sẽ đạt khoảng 18-20 tỷ đồng.

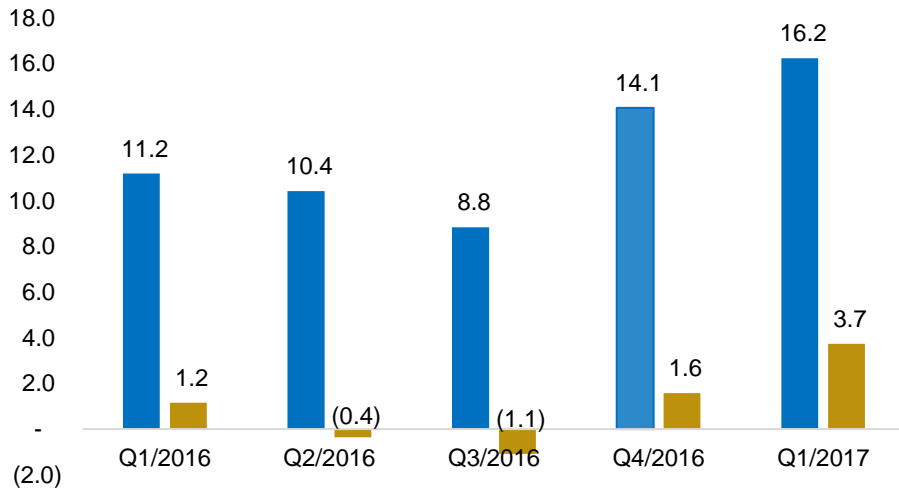
### Mỏ Tân Cang 3 đang dần trở thành mỏ chủ lực và đóng góp nhiều lợi nhuận hơn.

Cụm mỏ Tân Cang thuộc địa phận xã Phước Tân, TP Biên Hòa, tỉnh Đồng Nai, cách TP.HCM khoảng 40km, đây là cụm mỏ khá lớn và có vị trí thuận lợi ở khu vực Đông Nam Bộ với trữ lượng quy hoạch khoảng 168 triệu m<sup>3</sup> và có 12 mỏ đang khai thác tại đây.

Mỏ đá Tân Cang 3 của DHA có tổng vốn đầu tư khoảng 49 tỷ đồng, diện tích cấp phép khai thác là 23ha, độ sâu khai thác đến Cos-60, tổng trữ lượng là 6.693.000 m<sup>3</sup> với công suất 350.000 m<sup>3</sup>/năm và thời gian khai thác đến tháng 3-2024.

Trước đây, hiệu quả kinh doanh của mỏ Tân Cang 3 thấp là do i) tỷ lệ khai thác đá vàng, với biên lợi nhuận thấp, còn cao, ii) cạnh tranh trong khu vực gay gắt và iii) điều kiện khai thác còn khó khăn. Tuy nhiên, công ty đã đẩy mạnh tiêu thụ hết lượng đá vàng trong Q3-2016 và chuyển sang tiêu thụ đá xanh, có biên lợi nhuận cao hơn, và công ty cũng tiết kiệm được nhiều chi phí bốc đất tăng phủ hơn so với trước đây (chiếm khoảng 7,5% tổng chi phí khai thác đá). Qua đó, có thể thấy tình hình kinh doanh của mỏ Tân Cang 3 đã bắt đầu chuyển biến tích cực kể từ Q4-2016 với 1,6 tỷ đồng lợi nhuận (trong khi trước đó còn lỗ) và LNTT Q1-2017 đạt 3,7 tỷ đồng, mức lợi nhuận trong quý cao nhất từ trước đến nay và biên lợi nhuận đạt rất cao là 23%.

**Doanh thu & LNTT mỏ Tân Cang 3**



*Nguồn: DHA*

**Chất lượng đá ở mỏ Tân Cang được đánh giá cao**, có thể đáp ứng yêu cầu thi công các công trình đòi hỏi về chất lượng như đường cao tốc, quốc lộ, cầu, tòa nhà cao tầng. Và mỏ đá Tân Cang nằm ở vị trí rất thuận lợi cho việc cung cấp sản phẩm cho dự án sân bay Long Thành, cũng như là các dự án hạ tầng khác đi kèm. Thêm vào đó, Tân Cang có tiềm năng trở thành mỏ cung cấp đá chính cho TP.HCM nhờ lợi thế địa lý khi hai cụm mỏ Tân Đông Hiệp và Núi Nhỏ dừng khai thác (có thể vào năm 2019).

	Diện tích khai thác	Trữ lượng	Độ sâu cấp phép	Công suất khai thác	Thời hạn khai thác
	ha	m3	m	m3/năm	
Mỏ Núi Gió	18.52	7,377,000	cos-40	200,000	Dec-2027
Mỏ Tân Cang 3	23.03	6,690,000	cos-60	490,000	Mar-2024
Mỏ Thạnh Phú 2	20.00	10,374,000	cos-80	818,000	Aug-2028

Nguồn: DHA

**Dự báo cả năm 2017.** BVSC dự báo LNTT 2017 của DHA đạt khoảng 61 tỷ đồng, tuy đi ngang so với năm 2016, nhưng lợi nhuận từ core tăng trưởng hơn 30% (do năm 2016 có 16 tỷ lợi nhuận bất thường từ chuyển nhượng sân công nghiệp ở mỏ Thạnh Phú 2). Lợi nhuận tăng mạnh chủ yếu là nhờ hiệu quả kinh doanh của mỏ Tân Cang 3 có sự cải thiện, và đơn giá bán ở mỏ Núi Gió và Tân Cang 3 tăng khoảng 10% so với năm trước. Cụ thể, BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận 2017 như bảng sau:

	2016	2017F	Tăng trưởng
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>195.4</b>	<b>232.3</b>	<b>19%</b>
- Mỏ Núi Gió	40.2	47.3	18%
- Mỏ Tân Cang 3	44.5	59.8	34%
- Mỏ Thạnh Phú 2	110.7	125.3	13%
<b>LNTT</b>	<b>61.7</b>	<b>61.3</b>	<b>-1%</b>
<b>LNST</b>	<b>49.5</b>	<b>49.0</b>	<b>-1%</b>
<b>EPS</b>	<b>3,286</b>	<b>3,256</b>	<b>-1%</b>

Nguồn: BVSC dự báo

## Khuyến nghị đầu tư

Hoạt động sản xuất kinh doanh đá của DHA đã và đang vào giai đoạn tăng trưởng nhanh, đặc biệt kể từ năm 2019 khi hai cụm mỏ Tân Đông Hiệp và Núi Nhỏ đóng cửa, và sau đó là sân bay Long Thành bắt đầu xây dựng. BVSC dự báo sản lượng tiêu thụ của mỏ Tân Cang 3 sẽ tăng nhanh với tốc độ trên 20% từ năm 2019 và có thể duy trì tốc độ này trên 3 năm, đối với mỏ Thạnh Phú 2 và Núi Gió dự báo tăng trưởng khoảng 8%/năm, tương đương bình quân ngành (riêng mỏ Núi Gió đang khai thác gần chạm mức công suất tối đa tháng nên công ty cũng đang xin nâng công suất khai thác để đảm bảo tăng trưởng). Giá cổ phiếu DHA đã sụt giảm tương đối kể từ lần cập nhật trước của chúng tôi và đang ở vùng giá hấp dẫn hơn, cùng với những tín hiệu tích cực từ hoạt động kinh doanh chính, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DHA với mức giá hợp lý là **40.670 đồng/cp**, cao hơn 22,5% so với giá thị trường.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Doanh thu	148	171	202	195
Giá vốn	(128)	(140)	(142)	(140)
Lợi nhuận gộp	20	31	60	55
Doanh thu tài chính	5	1	11	6
Chi phí tài chính	(7)	(2)	(0)	(0)
Lợi nhuận sau thuế	8	15	45	49

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	14	21	74	39
Các khoản phải thu ngắn hạn	25	26	28	28
Hàng tồn kho	4	1	0	-
Tài sản cố định hữu hình	39	34	33	31
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	46	39	36	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>341</b>	<b>332</b>	<b>371</b>	<b>365</b>
Nợ ngắn hạn	35	20	43	29
Nợ dài hạn	-	-	2	3
Vốn chủ sở hữu	306	312	326	333
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>341</b>	<b>332</b>	<b>371</b>	<b>365</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-31,4%	15,5%	17,8%	-3,0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-46,3%	79,8%	196,4%	10,1%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	13,5%	18,0%	29,7%	28,2%
Lợi nhuận thuần biên (%)	5,7%	8,9%	22,3%	25,3%
ROA (%)	2,4%	4,5%	12,8%	13,4%
ROE (%)	2,7%	4,9%	14,1%	15,0%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	10%	6%	12%	9%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	12%	6%	14%	10%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	558	1,003	2,973	3,273
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.207	20.652	21.546	22.043

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Thái Anh Hào** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thị Hải Yến**

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

**Chế Thị Mai Trang**

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Phan Thùy Trang**

Cao su tự nhiên, Mía đường, Dầu khí

phanthuytrang@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Vật liệu xây dựng

lethanhoa@baoviet.com.vn

**Nguyễn Tiến Dũng**

Công nghệ thông tin

nguyentiendung@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Hà Thị Thu Hằng**

Dược

hathithuhang@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Nguyễn Xuân Bình**

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

**Bạch Ngọc Thắng**

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

**Trần Đức Anh**

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888