

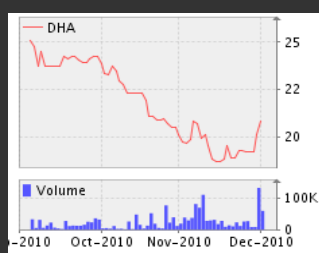
**DHA: CÔNG TY CỔ PHẦN HÓA AN**

**Giới thiệu chung**

DHA tiền thân là Công ty Khai thác và VLXD Hoá An, một doanh nghiệp nhà nước có trụ sở đặt tại xã Hóa An, TP Biên Hòa, tỉnh Đồng Nai; chuyển đổi thành CTCP Đá Hóa An vào 01/06/2000 và niêm yết trên sàn HOSE từ 15/04/2004. Công ty hiện có vốn điều lệ 151 tỉ đồng.

Sản phẩm chính của DHA là các loại đá xây dựng phục vụ thi công công trình dân dụng và cầu đường, đổ bê tông làm nhà cao tầng...

**Thông tin cổ phiếu (02/12/2010)**



Giá cổ phiếu (VND)	21.800
Số CP đang lưu hành	15.120.138
Vốn hoá (tỷ đ)	314
Sở hữu nhà nước	20,5%
Sở hữu ĐTNN	25,1%
KL TB 10 ngày	32.989



**Thông tin doanh nghiệp**

Trụ sở chính: Ấp Cầu Hang - Xã Hóa An - TP. Biên Hòa - Tỉnh Đồng Nai.

Điện thoại: 061-3954458

Fax: 061-3954754

Website: [www.hoan.com.vn](http://www.hoan.com.vn)

Người được phỏng vấn :

Lê Thị Quyết

Kế Toán Trưởng

Chuyên viên phân tích:

Lê Anh Minh

[minh.leanh@vndirect.com.vn](mailto:minh.leanh@vndirect.com.vn)

Năm (tỷ đồng)	2009	2010E	2011E	Quý (tỷ đồng)	9T/09	9T/10
Doanh thu	192,6	245,6	258,1	Doanh thu	136,1	178,9
Tỷ suất lợi nhuận gộp	42%	41%	47%	Tỷ suất lợi nhuận gộp(%)	43,2	40,7
Lợi nhuận ròng	67,9	62,0	71,0	Lợi nhuận ròng	46,8	46,9
EPS (đ)	6.723	4.101	4.668	Tỷ suất lợi nhuận ròng(%)	34,4	26,2
		*				
Tăng trưởng EPS (%)	81	-39	14	Tổng tài sản	323,1	384,3
P/E (lần)	4,86	5,31	4,64	Tài sản ngắn hạn	123,8	123,9
P/B (lần)	1,03	0,93	0,85	Nợ ngắn hạn	22,3	56,4
Cổ tức/giá (%)	10%	10%	10%	Vốn chủ sở hữu	299,1	326,5
ROE(%)				Hệ số thanh toán bằng tiền	0,87	0,29
	20,9	17,4	18,6	Hệ số vay/Vốn chủ sở hữu	0	0,04
ROA(%)						
	19,1	14,9	15,2			

\* EPS pha loãng

**Quan điểm đầu tư**

Đá xây dựng là sản phẩm có tính công nghiệp cao và phục vụ trực tiếp cho nhu cầu xây dựng đang gia tăng tại Việt Nam. Giá đá có xu thế tăng liên tục trong nhiều năm qua, tốc độ tăng trung bình trong 4 năm gần nhất là 10,5%/năm. Kỳ vọng giá đá trong những năm tới sẽ tiếp tục tăng cùng chỉ số CPI. Hoạt động khai thác đá xây dựng có mô hình khá đơn giản, mang lại tỷ suất sinh lời cao và dòng tiền mặt dồi dào; Đây là những yếu tố tạo nên sự hấp dẫn của ngành này đối với nhà đầu tư.

DHA sở hữu một số mỏ đá có chất lượng tốt, trữ lượng khá, nằm ở vị trí địa lý thuận lợi, gần quốc lộ, gần sông và gần các trung tâm tiêu thụ lớn nhất cả nước là TP. Hồ Chí Minh nói riêng và miền Đông Nam Bộ nói chung, khả năng tiêu thụ hiện tại và tương lai khá thuận lợi. Với hệ thống quản trị doanh nghiệp tốt và sở hữu nhà nước đang giảm dần, DHA là 1 công ty có nền tảng căn bản vững vàng. Công ty đang có lợi thế ở lượng hàng tồn kho giá thấp từ đá dự trữ tại mỏ Hóa An có khả năng bọc lộ giá trị vào năm 2011 và 2012.

Với ước tính thận trọng, chúng tôi cho rằng DHA có thể đạt doanh thu 245 tỉ và lợi

*nhuận sau thuế 62 tỉ năm 2010. Dự kiến 2011, doanh thu ở mức 258 tỉ đồng và LNST 71 tỉ đồng, tương đương mức tăng trưởng 5% và 14,5% so với 2010. Với giá đóng cửa ngày 02/12/2010 ở mức 21.800, DHA đang giao dịch ở mức P/E 2010 ~ 5,31 và P/B 2010 ~ 0,93 (so với mức trung bình ngành là P/E 2010 ~ 4,9 và P/B 2010 ~ 1,9). Ước tính P/E và P/B 2011 ở mức hấp dẫn 4,64 và 0,85.*

*Rủi ro đầu tư (1) Đây là ngành gây ô nhiễm nên các tỉnh có chính sách chấm dứt hoạt động các mỏ tại khu vực đông dân cư (2) Các mỏ mới của DHA đi vào hoạt động có thể không thay thế được tương xứng mỏ Hóa An về chất lượng và doanh thu.*

Vừa qua chúng tôi đã có cuộc trao đổi với bà Lê Thị Quyết - Kế toán trưởng của DHA về kết quả kinh doanh 3 quý đầu 2010, triển vọng quý còn lại của 2010 và của năm 2011.

## **Hoạt động**

### **Về sản phẩm**

Các sản phẩm chính bao gồm:

- Đá 1x2: Là loại đá với kích cỡ 10x25mm, sử dụng thi công các công trình dân dụng, cầu đường, đổ bê tông làm nhà cao tầng, đường băng sân bay, cầu cảng, đường quốc lộ, Loại đá 1x2 này chiếm 70% đến 80% tổng doanh thu qua các năm.
- Đá 0x4: Là một hỗn hợp đá có kích cỡ từ 5 mm đến 40 mm. Sản phẩm dùng làm đá cấp phối cho nền đường, dùng vá lộ khi bị bề lộ hoặc làm mới nguyên 1 tuyến lộ.
- Ngoài ra có đá 4x6, đá 5x7, đá mi bụi, đá mi sàng v.v... chiếm tỉ lệ nhỏ trong cơ cấu doanh thu, và thường chỉ sản xuất khi có đơn đặt hàng trước từ khách hàng.

**Về năng lực khai thác-chế biến**

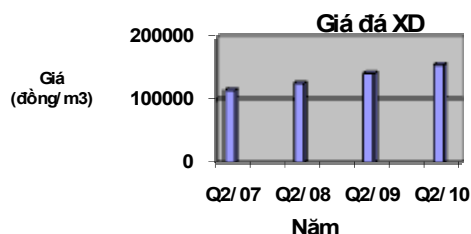
Công ty có 1 mỏ chính là Mỏ Hóa An với 4 mỏ mới. Mỏ Hóa An sẽ tiếp tục là nguồn thu chủ yếu đến hết năm 2012.

Mỏ	Vị trí	Trữ lượng (tr. m3)	Công suất thiết kế (tr.m3/năm )	Công suất thực 2010 (tr.m3/năm)	Diện tích (ha)	Thời gian hoạt động	Chú thích
Hóa An	Biên Hòa, Đồng Nai	2,1	1	2,1	25	Đến T12/2010.	Cuối năm 2010 sẽ chất kho hơn 1 triệu m3 cho 2010 và để dưới đất 1 triệu m3 cho 2012.
Thường Tân	Tân Uyên, Bình Dương	4,5	1	0,4-0,5	41	Từ T9/2008.	Giáp sông Đồng Nai và gần trục lộ chính, đang khai thác tầng 1 nên chất lượng còn kém, giá bán khá thấp, chỉ 2/3 giá đá mỏ Hóa An.
Núi Gió	Bình Long, Bình Phước	5,8	0,2	0	18,5	Từ T8/2009, trong 23 năm.	Tổng đầu tư ban đầu 15 tỉ đồng, chất lượng đá tốt; nằm trong quy hoạch hồ Sóc Trào nhưng diện tích khai thác được bảo toàn. Sản lượng 2011 khoảng 90.000 m3.
Tân Cang 3	Long Thành, Đồng Nai	2,7	0,5	0	n/a	Từ quý 1, 2011, trong 6,5 năm.	Chưa thể có lãi trong năm đầu tiên hoạt động với sản lượng dự kiến 70.000 m3.
Thạch Phú	Thị trấn Tân, Đồng Nai	8,8	1	0	18	Từ giữa 2011, trong 10 năm.	Chất lượng đá ổn định. Lớp trên cùng là sét gạch nên có giá trị thương mại. Sản lượng 53.000 m3 trong năm đầu.

Máy móc trang thiết bị của các đơn vị nhận thầu khoán hiện đóng góp khoảng 70% năng lực sản xuất của Công ty, bao gồm đầy đủ các chủng loại phục vụ cho việc khai thác mỏ và chế biến đá. Máy móc

trang thiết bị của Công ty chiếm khoảng 30% năng lực SX, chủ yếu là công nghệ của Mỹ và Nga. Đầu tư tài sản cố định của DHA là không lớn, giúp cho công ty quản lý hoạt động linh hoạt đồng thời tiết kiệm chi phí khấu hao và sửa chữa.

### Về đối thủ, hệ thống phân phối và thị trường



**Giá đá 1x2 bán tại TP.HCM (trước thuế 10%)**

(Nguồn: Sở xây dựng TP Hồ Chí Minh và DHA)

Công ty	DHA	KSB	NNC
Số lượng mỏ	5	3	2
Công suất (tr. m3/năm)	2,7	3,2	2,5
Công suất thực 2010 (tr.m3)	1,6	2,2	1,9
Trữ lượng (tr. m3)	24,1	12,8	40,5

Hiện tại DHA có 2 đối thủ chính là Công ty cổ phần đá Núi Nhỏ (NNC) và Công ty Cổ phần khoáng sản và xây dựng Bình Dương (KSB). Xét về chất lượng đá, sản phẩm của NNC được đánh giá là tốt nhất trên thị trường do khu vực Dĩ An, Bình Dương có cấu trúc địa tầng ổn định, phù hợp nhất cho việc khai thác. Tuy vậy, đá tại mỏ Hóa An cũng nổi tiếng trong vùng về chất lượng. NNC và DHA đều có mô hình kinh doanh khá tập trung vào đá xây dựng, khác với phương châm đa lĩnh vực sản xuất của KSB (bên cạnh đá XD còn sản xuất cao lanh, sét gạch, gạch bê tông, cát xây dựng, nước đóng chai...).

Thị trường của DHA chủ yếu nằm tại khu vực Đông Nam Bộ, trong đó tam giác kinh tế Đồng Nai-Bình Dương-TP Hồ Chí Minh là động lực chủ đạo, tiêu thụ hơn 90% đầu ra. Tuy vậy, thị trường miền Tây ẩn chứa nhiều tiềm năng hiện chưa khai thác hết, lại có mỏ Núi Gió chất lượng tốt nên đang được DHA chú trọng phát triển. Thường Tân là mỏ duy nhất Công ty bán hàng thông qua nhà phân phối (thông qua cảng Đồng Nai do DHA sở hữu), còn lại thì DHA bán ngay cho người mua tại các mỏ khác. Mô hình bán hàng trực tiếp này khá giống với đối thủ KSB nhưng khác với NNC sở hữu hệ thống đại lý có quan hệ làm ăn lâu năm.

### Về hoạt động đầu tư tài chính

Đầu năm Công ty có 45 tỉ đồng đầu tư ngắn hạn vào 10 công ty, nhưng đến nay đã bán đi 14 tỉ giá trị cổ phiếu của 3 công ty, thu về lợi nhuận chưa thuế 6,4 tỷ. Các công ty còn lại sẽ không bán từ giờ đến cuối năm do gặp vấn đề về thanh khoản (trên sàn OTC). Về chứng khoán dài hạn, công ty hiện đang đầu tư 18,8 tỉ đồng vào 3 công ty là Công ty Cổ phần Địa Ốc Chợ Lớn (HSX: RCL), Công ty gạch ngói Đồng Nai và Công ty cơ khí xây dựng Tân Định. DHA đang sở hữu 225.000 cổ phiếu RCL ở mức giá vốn 6.067

đồng/cổ phiếu sau điều chỉnh. Với giá RCL hiện nay là 41.000 đồng/cổ phiếu, ước tính thu nhập tài chính khi hiện thực hoá là 7,86 tỷ đồng (trong đó công ty vừa đăng ký bán 150.000 cổ phiếu RCL). Công ty cũng có đầu tư góp vốn dưới 20% vào Công ty cổ phần xi măng Fico Tây Ninh (30,2 tỷ, nhưng thua lỗ 3 năm liên tiếp), Công ty Cổ phần đầu tư và kinh doanh VLXD Fico (2,5 tỷ) và Công ty Cổ phần Du lịch Phú Yên (1,45 tỷ; sắp tới công ty này sẽ đầu tư một dự án khu nghỉ dưỡng tương đối tiềm năng).

### **Kết quả kinh doanh 2009 và 9 tháng đầu năm 2010**

Năm 2009, công ty đạt doanh thu (DT) 192 tỉ đồng (vượt kế hoạch 27%), và lợi nhuận sau thuế (LNST) là 67 tỉ đồng (vượt kế hoạch 180%), ghi nhận mức tăng trưởng DT và LNST so với năm 2008 lần lượt là 21% và 81%. Sự tăng trưởng này do sản lượng tăng 7% và giá đá tăng 15% so với 2008. Trên thực tế năm 2009, giá vốn hàng bán (giá thuê thầu, dầu mỡ) đã tăng mạnh, tỉ suất lợi nhuận gộp thấp hơn hẳn so với 2008. Tuy nhiên do có khoản lợi nhuận tài chính 21 tỉ đồng (phần lớn nhờ vào khoản hoàn nhập dự phòng giảm giá chứng khoán 15,6 tỉ đồng) so với khoản lỗ tài chính 15 tỉ năm 2008, nên tỉ suất LNST năm 2009 ở mức 35% cao hơn hẳn mức 23% của 1 năm trước.

Chín tháng đầu năm 2010, DHA ghi nhận 178,9 tỉ đồng DT và 46,9 tỉ đồng LNST, tăng trưởng lần lượt 30% và 1% so với cùng kỳ, hoàn thành 88% kế hoạch DT và 104% kế hoạch LNST cả năm. Doanh thu tăng phần lớn do sản lượng đạt 1,23 triệu m<sup>3</sup>, tăng 23% so với cùng kỳ năm 2009, và giá đá xây dựng từ đầu năm tăng 5%. LNST 3 quý gần như không tăng do thuế suất tăng từ 17% năm 2009 lên 25% năm 2010 và tình hình tiêu thụ quý 3 tương đối kém, DT và LNST giảm lần lượt 15% và 41% so với quý 2. Về hiệu quả sản xuất, ROE và ROA 9 tháng đầu của DHA đều ở mức khá tốt, lần lượt là 15% và 12%, thấp hơn các đối thủ NNC và KSB. Tuy nhiên, nếu tách bóc lượng vốn đầu tư tài chính của DHA khỏi vốn sản xuất, các chỉ số hiệu quả hoạt động của DHA sẽ tiệm cận với 2 đối thủ trên.

### **Dự báo cả năm 2010 và 2011**

Theo ước tính thận trọng của chúng tôi, DHA có khả năng đạt được 245,6 tỷ đồng doanh thu và 62 tỷ đồng LNST cả năm, tương ứng mức tỉ suất LNST là 25%, tăng lần lượt 29,4% và -8,1% so với 2009, dựa trên những căn cứ sau:

- Tình hình tiêu thụ cuối năm sẽ được cải thiện do quý 4 là mùa xây dựng, nên dự đoán doanh thu bán ra sẽ vượt 15% so với trung bình 3 quý ban đầu. Giá bán sẽ không tăng (do đã tăng nhẹ đầu năm) nhưng DHA đã tích trữ đủ đá trong kho để tăng mạnh sản lượng, đáp ứng đủ nhu cầu tăng cao về đá xây dựng của khách hàng tại TP Hồ Chí Minh và Đồng Nai về cuối năm.
- Các chi phí về thuốc nổ, giá thầu ngoài sẽ ở mức tương đối ổn định từ giờ đến cuối năm, nếu có tăng thì cũng ít. Vì vậy tỉ suất lợi nhuận gộp quý 4 sẽ không khác nhiều tỉ suất 3 quý đầu năm. Các

chi phí về bán hàng và quản trị sẽ ở mức lần lượt là 3,7% và 6,5%, tương đương với mức 2009, do công ty tiếp tục duy trì mô hình bán hàng trực tiếp.

- Chúng tôi không cho lợi nhuận tài chính từ việc bán cổ phiếu RCL vào ước tính LNST năm 2010 do không chắc chắn về thời điểm bán và giá bán chính xác.
- Mặc dù LNST 2010 giảm so với 2009, nhưng nếu tách 15 tỉ bồi hoàn dự phòng giảm giá chứng khoán của 2009 ra thì DHA vẫn có tăng trưởng dương lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Dự kiến cả năm 2011, công ty sẽ đạt được 258 tỉ đồng doanh thu và 71 tỉ đồng LNST (tăng 5% và 15% so với 2010). Có được điều này chủ yếu do giá bán sẽ tăng khoảng 5%, sản lượng tiêu thụ gần như không đổi (1,6 triệu m<sup>3</sup>), nhưng giá vốn sẽ giảm khoảng 6% so với 2010 do trong quá trình tận thu mỏ Hóa An đã tiết kiệm được nhiều định phí. Mỏ Tân Cang 3 và Tân Phú sẽ chính thức đi vào hoạt động mặc dù doanh thu từ lớp tầng phủ trên sẽ còn thấp.

### Rủi ro đầu tư

- Ngành đá xây dựng gây ô nhiễm môi trường nên các công ty gặp rủi ro bị chấm dứt các mỏ có vị trí thuận lợi tại tỉnh Bình Dương và Đồng Nai, theo chính sách của một số tỉnh thành trong miền Nam.
- Các mỏ mới của DHA đi vào hoạt động có thể không thay thế được mỏ Hóa An về chất lượng và doanh thu, nên sau khi lượng tồn kho hết năm 2012, DHA có thể gặp nhiều khó khăn trong việc phát triển doanh thu và thị phần.
- Nhiều cổ phiếu trong danh mục của DHA đang giao dịch trên sàn OTC, tính thanh khoản thấp ẩn chứa những rủi ro tài chính. Bên cạnh đó, công ty Xi măng Fico Tây Ninh đã làm ăn thua lỗ liên tục trong 3 năm, có thể gây áp lực khiến DHA thoái vốn sớm, chịu lỗ không nhỏ trong năm 2011.

### Định giá

#### P/B 10

Với giá đóng cửa ngày 02/12/2010 ở mức 21.800, EPS 2010 là 4.106, cổ tức tiền mặt 20%, DHA đang giao dịch ở mức P/E 2010 ~ 5,31 và P/B 2010 ~ 0,93 (so với mức TB ngành là P/E 2010 ~4,9 và P/B 2010 ~ 1,9). Ước tính P/E và P/B 2011 ở mức hấp dẫn 4,64 và 0,85. Đây là cổ phiếu thích hợp cho đầu tư dài hạn.

**Giá****P/E 10**

DHA	21,800	5,31	0,93
NNC	40,000	4,44	3,01
KSB	58,000	4,96	1,78
<b>TB</b>		<b>4.90</b>	<b>1.90</b>

**Khuyến cáo :**

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

**Địa chỉ liên hệ:**

**Hà Nội**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng

Hà Nội – Việt Nam

Tel: +84-34-941 0510

Fax: +84-34-972 4600

**TP. Hồ Chí Minh**

Phòng 602, Tòa Nhà Fideco

81-85 Hàm Nghi, Q.1

TP.HCM – Việt Nam

Tel: +84-38-9.146.925

Fax: +84-38-9.146.924