

Ngành Đá xây dựng

Báo cáo cập nhật

Tháng 01, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **21.000**

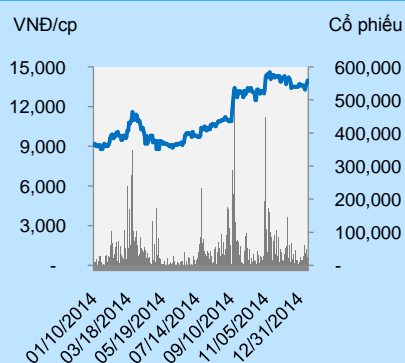
Giá thị trường (15/01/2014) 14.000

Lợi nhuận kỳ vọng 50%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	VNĐ8.800-14.600
Vốn hóa	211 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	15.061.213 CP
KLGD bình quân 10 ngày	30.723 CP
% sở hữu nước ngoài	12,82%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	700 VNĐ
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,00%
Beta	0,7

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHA	53,8%	4,5%	5,3%	35,9%
VN-Index	11,2%	11,3%	-4,1%	-2,1%

Chuyên viên phân tích

Ngô Thị Kim Thanh

(84 8) 3914 6888 ext 157

Ngokim.thanh@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Đá Hóa An

Mã giao dịch: DHA

Reuters: DHA.HM

Bloomberg: DHA VN

Kết quả 2014 khả quan, triển vọng dài hạn tích cực

Điểm nhấn đầu tư.

❑ **Lũy kế 11 tháng 2014, sản lượng tăng 12%, giá bán tăng 7-10%.**

Tổng doanh thu toàn công ty DHA trong 11 tháng đạt 151.9 tỷ đồng, tăng 15.9% so với cùng kỳ, hoàn thành 91% kế hoạch 2014. Trong đó, sản lượng toàn công ty đạt 1.409.583 m3, tăng 12% so với cùng kỳ. Giá bán cũng tăng 7% - 10% so với cùng kỳ nhằm bù đắp chi phí gia tăng từ quyền khai thác khoáng sản. Lợi nhuận lũy kế đạt 15.67 tỷ tăng 37.4% so với cùng kỳ.

❑ **Dự báo năm 2015 mỏ Núi Gió có thể tăng sản lượng 40.7% so với cùng kỳ nhờ có thêm khách hàng mới từ khu vực Tây Ninh.** Với việc đóng cửa 5 mỏ ở khu vực Núi Bà Đen Tây Ninh giúp sản lượng tiêu thụ của mỏ có thể tăng trong năm 2015. Theo dự ước thận trọng của BVSC với giả định công ty có thể đạt tổng sản lượng tiêu thụ đạt 277.000 tấn/năm. Mức giá bán trung bình duy trì ở mức 134.000 đồng/m3, doanh thu dự kiến đạt 37,3 tỷ đồng tăng 40.7% so với cùng kỳ.

❑ **Triển vọng dài hạn từ năm 2016 trở đi từ mỏ Núi Gió và mỏ Thạnh Phú sau khi các mỏ trong khu vực Bình Dương, Đồng Nai hết thời gian khai thác và chất lượng đá ngày càng tốt hơn, rào cản gia nhập ngành tăng.** BVSC dự ước mỏ đá Núi Gió chiếm 50.8% tổng lợi nhuận của DHA trong 5 năm tới, khi công ty nâng trữ lượng khai thác lên 600.000 tấn/ năm. Đồng thời, mỏ đá Thạnh Phú có thể tăng sản lượng tiêu thụ 10% trong giai đoạn 2016-2019 sau khi các mỏ đá khu vực Đồng Nai và Bình Dương đóng cửa.

Khuyến nghị

Chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn DHA chưa đủ hấp dẫn đầu tư khi các mỏ đá Thạnh Phú, Tân Cang chưa phát huy hết hiệu quả khi lớp đất tầng phủ dày và gặp phải sự cạnh tranh gay gắt. Với mức EPS dự báo năm 2015 đạt 1.355 đồng/cp. Tại mức giá giao dịch 14.000 đồng vào ngày 15/01/2015, tương đương P/E là 10.33x – cao hơn so với mức trung bình ngành 5.08.

Tuy nhiên, trong dài hạn với lợi thế của mỏ Núi Gió và Thạnh Phú mang lại sau khi các mỏ đá khu vực Đồng Nai, Bình Dương hết thời gian khai thác, thu hút khách hàng mới từ khu vực Tây Ninh, chất lượng đá ngày càng tốt hơn, lợi thế về rào cản gia nhập ngành, không có nợ dài hạn, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá kỳ vọng 21.026 đồng/CP.

Một số chỉ số tài chính DHA

Chỉ số tài chính		2011	2012	2013	2014E
Doanh thu	Tỷ VND	219	216	148	161
EBITDA	Tỷ VND	63	39	25	18
EBIT	Tỷ VND	55	23	13	7
LNST	Tỷ VND	39	16	8	13
EPS	VND	2.550	1.038	558	838
P/E	x	5,3	13,1	24,4	16,7
P/B	x	0,6	0,7	0,7	0,7
ROA	%	10%	4%	2%	3,8%
ROE	%	12%	5%	3%	4,4%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	24,95%
Sở hữu nước ngoài	12,82%
Sở hữu khác	62,23%

CỔ ĐÔNG LỚN

Tổng công ty xây dựng số 1	24,95%
Citigroup Global Market	5,26%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014E
Doanh thu	236	219	216	148	161
Giá vốn	146	138	175	128	133
Lợi nhuận gộp	90	82	41	20	28
Doanh thu tài chính	11	9	3	5	7
Chi phí tài chính	3	14	7	7	7
Lợi nhuận sau thuế	54	39	16	8	13

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014E
Tiền & khoản tương đương tiền	8	18	19	14	60
Các khoản phải thu ngắn hạn	30	37	42	48	44
Hàng tồn kho	41	35	14	4	15
Tài sản cố định hữu hình	181	186	179	171	177
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	61	55	50	46	21
Tổng tài sản	377	382	366	341	369
Nợ ngắn hạn	30	34	31	18	33
Nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	319	317	312	306	317
Tổng nguồn vốn	377	382	366	341	369

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014E
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	23%	-7%	-2%	-31%	8,3%
Tăng trưởng LNST (%)	-21%	-29%	-59%	-46%	60,0%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	38%	37%	19%	13%	17,3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	23%	18%	7%	6%	8,7%
ROA (%)	15%	10%	4%	2%	3,8%
ROE (%)	17%	12%	5%	3%	4,4%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,14
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,2	0,2	0,2	0,1	0,16
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	3.569	2.550	1.038	558	838
Giá trị sổ sách (đồng/cp)	21.075	20.993	20.645	20.207	20.938

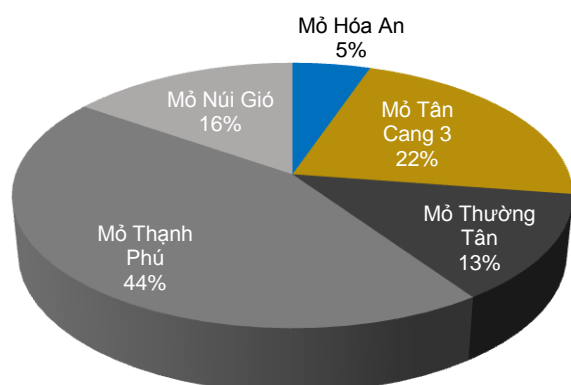
Kết quả kinh doanh 11 tháng 2014 khả quan nhờ tăng sản lượng và giá bán

Doanh thu 11 tháng 2014 tăng 12% so với cùng kỳ, giá bán tăng 7-10%. Ảnh hưởng tích cực từ thị trường xây dựng hạ tầng và dân dụng trong năm 2014, nhu cầu tiêu thụ đá xây dựng tại các mỏ đá DHA cũng có mức tăng khá tích cực. Lũy kế 11 tháng năm 2014, tổng sản lượng toàn công ty đạt 1.409.583 m³, tăng 12% so với cùng kỳ, đặt biệt mỏ Tân Cang 3 có mức tăng 40.3% và mỏ Núi Gió tăng 47.9%, do chất lượng đá tốt và nhu cầu tiêu thụ đá khu vực Bình Phước, Tây Ninh gia tăng. Bên cạnh đó, giá bán cũng tăng 7% - 10% so với cùng kỳ nhằm bù đắp chi phí gia tăng từ quyền khai thác khoáng sản.

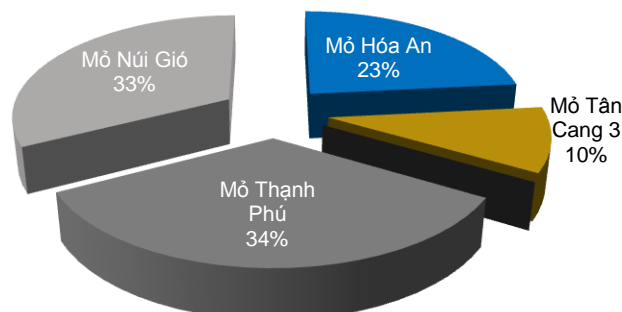
Tổng doanh thu toàn công ty DHA trong 11 tháng đạt 151.9 tỷ đồng, tăng 15.9% so với cùng kỳ, hoàn thành 91% kế hoạch 2014. Lợi nhuận lũy kế đạt 15.67 tỷ tăng 37.4% so với cùng kỳ, trong đó lượng đá mi tồn kho tại Mỏ Hóa An tiêu thụ được 92.083m³ và đem lại 4.2 tỷ đồng lợi nhuận.

Dự ước cả năm 2014 doanh thu đạt 165 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế sau khi trích lập đầu tư tài chính đạt 16.2 tỷ đồng. Tổng sản lượng đá tiêu thụ dự ước trong năm 2014 đạt 1.545.863 m³, tăng 8% so với cùng kỳ. Doanh thu cả năm 2014 dự ước đạt 165 tỷ đồng, tăng 12% so với cùng kỳ. Nếu trích lập dự phòng 1.5 tỷ đồng từ đầu tư chứng khoán, nợ khó đòi và đầu tư tài chính vào công ty du lịch Phú Yên, lợi nhuận trước thuế năm 2014 ước tính 16.2 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế 12,6 tỷ đồng tương đương EPS đạt 838 đồng/CP.

Cơ cấu doanh thu các mỏ đá lũy kế 11M2014



Cơ cấu Lợi nhuận các mỏ đá lũy kế 11M2014



Nguồn: Báo cáo công ty DHA

Triển vọng năm 2015

Theo BVSC dự báo, doanh thu năm 2015 của DHA đạt 190 tỷ đồng tăng 19.2% so với năm 2014. Với giả định công ty không trích lập dự phòng từ các khoản đầu tư tài chính trong năm 2015, lợi nhuận sau thuế ước đạt 20,49 tỷ đồng, tương đương EPS đạt 1.355 đồng/cp.

Cụ thể giả định về hiệu quả hoạt động tại các mỏ đá của DHA như sau:

- ❑ **Xí nghiệp 1 Hóa An:** lượng đá mi còn tồn kho tại Hóa An khoảng 74.600 m³, mức giá bán trung bình 86.500 đồng/m³, doanh thu dự báo đạt 6.4 tỷ đồng trong năm 2015.
- ❑ **Mỏ Tân Cang 3:** Lợi thế chất lượng đá tốt, thị trường tiêu thụ tích cực tại Đồng Nai và Bà Rịa, dự kiến sản lượng tiêu thụ trong năm 2015 đạt 364.777 m³. Đồng thời, với mức giá bán trung bình khoảng 119,000 đồng/m³, doanh thu tại mỏ đạt 43.6 tỷ đồng. Tuy nhiên, do lớp đất tầng phủ khá dày, công ty tốn chi phí bốc đất tầng phủ 16.000 đồng/m³, chi phí này sẽ được phân bổ vào chi phí sản xuất chung của công ty và phân bổ theo thời gian còn lại của mỏ, dự ước trong năm 2015 vào khoảng 823 triệu VND. Lợi nhuận dự báo khoảng 2.7 tỷ đồng trong năm 2015.
- ❑ **Mỏ Núi Gió:** công suất tại mỏ có thể đạt 280.000 m³ trong năm 2015 nhờ việc lắp thêm 1 dây chuyền máy nghiền công suất 250 tấn/h. Bên cạnh đó, với việc đóng cửa 5 mỏ ở khu vực Núi Bà Đen Tây Ninh giúp sản lượng tiêu thụ của mỏ có thể tăng trong năm 2015. Theo dự ước thận trọng của BVSC với giả định công ty có thể đạt tổng sản lượng tiêu thụ đạt 277.000 tấn/ năm. Mức giá bán trung bình duy trì ở mức 134.000 đồng/m³, doanh thu dự kiến đạt 37,3 tỷ đồng. Chi phí bốc đất tầng phủ thấp, chất lượng đá tốt giá bán cao, biên lợi nhuận tại mỏ Núi Gió đạt mức 33%. Lợi nhuận sau thuế 2015 ước đạt 13,7 tỷ đồng.
- ❑ **Mỏ đá Thạnh Phú:** Hiện tại mỏ đang gặp phải sự cạnh tranh gay gắt với các mỏ của BBCC và Cường Thuận Idico nên hiện tại mỏ chỉ hoạt động 65% công suất. Dự báo sản lượng của mỏ chưa có sự cải thiện trong năm 2015, đạt 680.000 m³, mức giá bán trung bình 113.000 đồng/m³, doanh thu dự kiến đạt 77,5 tỷ đồng. Bên cạnh đó, công ty chủ động xin giảm sản lượng khai thác trong giấy phép nhằm giảm chi phí quyền khai thác khoáng sản, BVSC dự ước lợi nhuận trong năm 2015 đạt 13.3 tỷ đồng.
- ❑ **Mỏ đá Thường Tân:** phần lớn là đá xen kẹp nên mức giá bán trung bình khá thấp chỉ đạt 86.100 đồng/m³, do đó mặc dù sản lượng khai thác tăng nhưng chi phí khai thác cao hơn doanh thu. Chúng tôi dự báo mỏ đá Thường Tân trong năm 2015 chỉ hoạt động lỗ khoảng 815 triệu đồng.

Triển vọng dài hạn

Chúng tôi đánh giá cao các mỏ đá của DHA từ năm 2016 trở đi, với các nguyên nhân chính sau: (1) Các cụm đá Tân Đông Hiệp, Núi Đá Nhỏ sẽ hết thời gian khai thác trong 2,3 năm tới; (2) Việc gia nhập mới trong ngành khó khăn hơn khi quy định về quyền đấu thầu mỏ mới chưa rõ ràng và chi phí đền bù gia tăng so với cơ chế “xin, cho” trước đây; (3) Chất lượng đá sẽ ngày càng tốt khi khai thác sâu; (4) Mỏ đá Thường Tân sẽ hết lỗ trong năm 2016; (5) Mỏ đá Núi Gió sẽ thu hút thêm khách hàng mới ở khu vực Tây Ninh sau khi các mỏ Núi Bà Đen đóng cửa.

Cơ hội lớn cho Mỏ đá Núi Gió: Tổng trữ lượng các mỏ đá khu vực Núi Bà Đen Tây Ninh dự ước 1.300 triệu tấn. Trong năm 2013, 5 mỏ bị đóng cửa là mỏ 6A (thuộc Công ty Vật liệu xây dựng Tây Ninh), 6B (thuộc Công ty TNHH sản xuất, thương mại Tân Vinh Phát), 7A (thuộc Công ty Cổ phần Hoa Cương Đất Việt), 7B (thuộc Công ty TNHH Quyết Thắng) và 7C (thuộc Công ty Cổ phần Thắng Lợi) với diện tích khai thác 16 ha. Giả định sau khi các mỏ này đóng cửa, mỏ Núi Gió sẽ thu hút thêm lượng khách hàng mới và gia tăng sản lượng trung bình khoảng 52.000 m³ mỗi năm, dự báo mỏ Núi Gió sẽ đem lại lợi nhuận chính cho DHA trong 5 năm tới. Hiện công ty đang gấp rút việc xin giấy phép khai thác lên 600.000 m³/năm, tức tăng gấp 3 lần so với hiện tại, tạo điều kiện cho công ty đáp ứng các đơn hàng đá dịch chuyển từ các mỏ bị đóng cửa ở Núi Bà Đen. Tỷ lệ lợi nhuận biên dự kiến đạt mức 35% khi sản lượng tiêu thụ đá 1x2 gia tăng với giá bán trung bình tăng 5% mỗi năm. BVSC dự ước mỏ đá Núi Gió chiếm 50.8% tổng lợi nhuận của DHA trong 5 năm tới.

Mỏ đá Thạnh Phú được kỳ vọng nhiều từ 2016: Dự báo mỏ đá Thạnh Phú sẽ tăng sản lượng tiêu thụ 10% trong giai đoạn 2016-2019 sau khi các mỏ đá khu vực Đồng Nai và Bình Dương đóng cửa. Đồng thời, chi phí bốc đất tăng phủ giảm khi khai thác sâu giúp mỏ Thạnh Phú gia tăng lợi nhuận biên trong giai đoạn 2016-2019, BVSC dự ước tỷ lệ lợi nhuận biên mỏ đạt 18-22%.

Khuyến nghị đầu tư

Trong kịch bản thận trọng, dự báo trong năm 2015 lợi nhuận sau thuế DHA đạt 20,49 tỷ đồng, tương đương EPS đạt 1.355 đồng/cp. Tại mức giá giao dịch 14.000 đồng vào ngày 15/01/2015, tương đương P/E là 10.33x – cao hơn so với mức trung bình ngành 5.08. Chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn DHA chưa đủ hấp dẫn đầu tư khi các mỏ đá Thạnh Phú, Tân Cang chưa phát huy hết hiệu quả khi lớp đất tầng phủ dày và gặp phải sự cạnh tranh gay gắt. Tuy nhiên, trong dài hạn với lợi thế của mỏ Núi Gió và Thạnh Phú mang lại sau khi các mỏ đá khu vực Đồng Nai, Bình Dương hết thời gian khai thác, thu hút khách hàng mới từ khu vực Tây Ninh, chất lượng đá ngày càng tốt hơn, lợi thế về rào cản gia nhập ngành, không có nợ dài hạn, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá kỳ vọng 21.026 đồng/CP. Ngoài ra, chúng tôi sẽ cập nhật lại kết quả dự ước cho năm 2015 và khuyến nghị đầu tư ngay khi mỏ Núi Gió có giấy phép nâng công suất khai thác lên 600.000 tấn/năm.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 3 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị

Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999