ĐÁ XÂY DỰNG

Cú Huých 2024

truefriend KIS Viet Nam Securities Corporation

Ngành
Chuyên sâu

VLXD

1 Jun 2023

VLXD

Cú Huých 2024

2023 – Thị trường nhà ở cản đà tăng trưởng

2023 - Ngành đá xây dựng Nam Bộ dự báo sẽ đối mặt với nhiều thách thức trong 2023 trong bối cảnh sự trầm lắng thị trường bất động sản nhà ở kéo dài 2022-2023. Bên cạnh đó, các dự án hạ tầng lớn vẫn đang trong giai đoạn chuẩn bị mặt bằng cho đến cuối 2023, do đó nhu cầu cho hạ tầng vẫn chưa thúc đẩy đáng kể sản lượng tiêu thụ đá xây dựng trong các dự án.

Đà tăng trưởng tái khởi động trong 2024

Chúng tôi nhận thấy cơ hội chuyển biến tích cực ngành đá xây dựng Nam bộ thời điểm cuối 2023-đầu 2024 khi các dự án hạ tầng bắt đầu chuyển sang giai đoạn xây dựng. Điều này sẽ kéo theo sự bùng bổ về nhu cầu VLXD trong các công trình. Chúng tôi ước tính nhu cầu đá xây dựng cho hoạt động phát triển các dự án trọng điểm tại Nam bộ giai đoạn 2024-2030 sẽ ở mức 37.3 tỷ m^3 các loại, tương đương với lượng đá tiêu thụ hàng năm sẽ tăng thêm 10% so với 2022. Trong trung, dài hạn triển vọng tăng trưởng đến từ sự phục hồi bất động sản. Bên cạnh nhu cầu nhà ở và đô thị hóa tại các tỉnh Nam bộ vẫn rất cao trong các giai đoạn tiếp theo khi số liệu so sánh với các quốc gia trong khu vực và thế giới vẫn đang ở mức khá thấp.

Mỏ đá Đồng Nai & Bình Dương hưởng lợi nhiều nhất

Dựa vào các luận điểm phân tích trên, chúng tôi dự báo hầu hết các mỏ đá tại Nam Bộ đều được hưởng lợi từ bức tranh tăng trưởng ngành. Đặc biệt, chúng tôi nhận thấy các mỏ đá tại các khu vực Biên Hòa, Vĩnh Cửu (Đồng Nai) và Bắc Tân Uyên (Bình Dương) sẽ được hưởng lợi lớn nhất nhờ lợi thế vượt trội về vị trí địa lý trong việc cung cấp đá cho HCM & ĐBSCL, hai khu vực đang cực kỳ khan hiếm nguồn cung đá xây dựng. Bên cạnh có thể cung cấp nguyên vật liệu cho các dự án hạ tầng khác nhau sắp triển khai.

Khuyến nghị: Tăng tỷ trọng

Chúng tôi khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG đối với ngành đá xây dựng Nam Bộ trong 12 tháng tới. Trong đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VLB (GMT: VND45,100, mức sinh lời +47%) và DHA (GMT: VND47,000, mức sinh lời +22%) cho mục tiêu nắm giữ trên 12 tháng. Cả hai công ty đều sở hữu các mỏ đá có lợi thế cạnh tranh vượt trội về vị trí địa lý, trữ lượng và chất lượng tại khu vực Nam bộ thời điểm hiện tại. Đồng thời, chúng tôi cũng đưa ra quan điểm nắm giữ đối với cổ phiếu KSB với giá mục tiêu ở mức VND17,800. Ngoài ra, chúng tôi cũng đặc biệt quan tâm về rủi ro triển khai chậm tiến độ của các dự án khác. Điều này có thể khiến triển vọng về tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp có thể ghi nhận chậm hơn so với dự kiến.

Tăng tỷ trọng

Công ty	K/N	MT (đồng)
XD & SX VLXD Biên Hòa	MUA	45,100
Hóa An	MUA	47,000
Bimico	NẮM GIỮ	17,800

Analysts who prepared this report are registered as research analysts in Vietnam but not in any other jurisdiction, including the U.S.
PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS AT THE END OF THIS REPORT.

Nội dung

I. Sơ lược 2

II. Danh mục cổ phiếu & định giá 3

III. Năm 2023, ngành đá xây dựng bị ảnh hưởng đáng kể bởi chu kỳ bất động sản 4

1. Sự ảm đạm thị trường bất động sản 2022-23 tác động giảm nhu cầu đá xây dựng 4
2. Giá bán phản ánh bức tranh ảm đạm thị trường BĐS. Tuy nhiên cho thấy triển vọng lạc quan từ các dự án hạ tầng 6

IV. Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ giai đoạn 2024-2025 7

1. Hạ tầng sẽ là động lực tăng trưởng chính giai đoạn 2024-2030 7
2. Kỳ vọng sự phục hồi thị trường bất động sản từ 2025 9

V. Các mỏ đá tại Đồng Nai & Bình Dương hưởng lợi đáng kể 11

1. Các mỏ đá Biên Hòa 13
2. Các mỏ đá Vĩnh Cửu & Bắc Tân Uyên 14
3. Các mỏ đá khác 15
4. Rủi ro cần cân nhắc 15

VI. Kết luận & khuyến nghị 16

Doanh nghiệp

BBCC (VLB)
Bimico (KSB)
Hoa An (DHA)

Nội dung báo cáo

- Bức tranh ngành đá xây dựng Nam bộ 2023
- Triển vọng ngành đá xây dựng Nam bộ giai đoạn 2024-2030
- Khuyến nghị và các luận điểm đầu tư

I. Sơ lược

2023- triển vọng kém lạc quan

Ngành đá xây dựng Nam bộ dự báo sẽ gặp nhiều khó khăn trong 2023 do ảnh hưởng *(1)* sự suy giảm đáng kể số lượng dự án nhà ở xây mới 2022-23F *(2)* hoạt động xây dựng chững lại của các dự án được triển khai trước 2022 và *(3)* phần lớn các dự án hạ tầng trọng điểm đều đang trong giai đoạn chuẩn bị mặt bằng và lựa chọn nhà thầu cho đến cuối 2023. Do vậy, mặc dù nhu cầu sử dụng đá có chiều hướng gia tăng tuy nhiên vẫn ở mức thấp so với tiềm năng.

2024- điểm bùng phát

Chúng tôi dự báo nhu cầu đá xây dựng sẽ có sự bứt phá mạnh mẽ sau khi đại dự án sân bay Long thành bắt đầu chuyển sang giai đoạn xây dựng. Theo tiến độ công bố, chúng tôi kỳ vọng giai đoạn xây dựng được diễn ra vào những tháng cuối 2023. Cùng với hàng loạt các dự án hạ tầng trọng điểm khác, kế hoạch xây dựng cũng sẽ bắt đầu triển khai trong 2024. Những dự án này cũng góp phần thúc đẩy đáng kể nhu cầu đá xây dựng tại Nam bộ. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy nhu cầu nhà ở và đô thị hóa tại các tỉnh Nam bộ vẫn tăng trưởng trong các giai đoạn tiếp theo, khi so sánh với các quốc gia trong khu vực và thế giới hiện đang ở mức khá thấp. Dựa vào các phân tích trên, chúng tôi đánh giá tích cực triển vọng ngành đá xây dựng Nam bộ trong ngắn, trung và dài hạn.

Sân bay Long Thành đóng vai trò đặc biệt quan trọng trong động lực tăng trưởng ngành

Theo phân tích, chúng tôi cho rằng hoạt động phát triển sân bay Long Thành sẽ đóng vai trò đặc biệt quan trọng trong động lực tăng trưởng ngành đá xây dựng Nam bộ những năm tới đây. Đại dự án Sân bay Long Thành được xây dựng trên diện tích rất lớn lên đến 5,000ha, kết hợp với kết cấu hạ tầng đặc biệt ước tính sẽ cần sử dụng đến 22 triệu m^3 đá các loại. Nhu cầu đá cho riêng sân bay chiếm khoảng 59% nhu cầu đá xây dựng tại các công trình trọng điểm trong kế hoạch xây dựng 2024-2030. Ngoài ra, 15 dự án giao thông trọng điểm khác theo kế hoạch cũng sẽ được triển khai trong giai đoạn này bao gồm: Đường vành đai 3, tuyến Metro line tại HCM, 5 tuyến cao tốc tại khu vực Nam Bộ và 8 tuyến cao tốc tại khu vực ĐBSCL ước tính cũng sẽ làm tăng thêm nhu cầu khoảng 7 triệu m^3 đá xây dựng. Chúng tôi ước tính lượng đá tiêu thụ hàng năm trong giai đoạn 2024-2030 bình quân sẽ tăng thêm 10% so với 2022.

Các mỏ đá Đồng Nai & Bình Dương hưởng lợi đáng kể

Dựa vào các phân tích trên, chúng tôi dự báo hầu hết các mỏ đá tại Nam Bộ đều được hưởng lợi từ bức tranh tăng trưởng ngành. Đặc biệt, chúng tôi nhận thấy các mỏ đá tại các khu vực Biên Hòa, Vĩnh Cửu (Đồng Nai) và Bắc Tân Uyên (Bình Dương) sẽ được hưởng lợi lớn nhất nhờ lợi thế vượt trội về vị trí địa lý trong việc cung cấp đá cho HCM & ĐBSCL, hai khu vực đang cực kỳ khan hiếm nguồn cung đá xây dựng. Bên cạnh, các mỏ đá tại Đồng Nai và Bắc Tân Uyên có thể cung cấp lượng lớn nguyên vật liệu cho các dự án hạ tầng khác nhau đang trong giai đoạn chuẩn bị triển khai.

TĂNG TỶ TRỌNG, khuyến nghị MUA: VLB & DHA

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VLB (GMT: VND45,100, mức sinh lời +47%) và DHA (GMT: VND47,000, mức sinh lời +22%) cho mục tiêu nắm giữ trên 12 tháng. Cả hai công ty đều sở hữu các mỏ đá có lợi thế cạnh tranh vượt trội về vị trí địa lý, trữ lượng và chất lượng đá tại khu vực Nam bộ. Đồng

thời, chúng tôi cũng đưa ra quan điểm nắm giữ đối với cổ phiếu KSB với giá mục tiêu ở mức VND17,800. Ngoài ra, chúng tôi cũng đặc biệt quan tâm về rủi ro triển khai chậm tiến độ của các dự án khác. Điều này có thể khiến triển vọng về tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp có thể ghi nhận chậm hơn so với dự phóng của chúng tôi.

II. Danh mục cổ phiếu & định giá

Bảng 1. Danh mục cổ phiếu

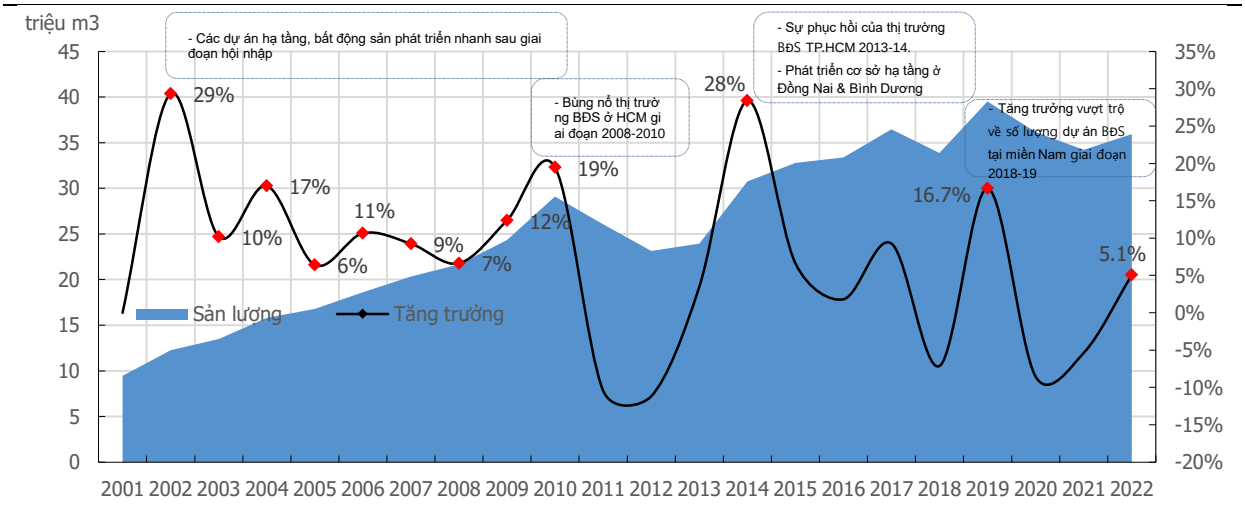
Khuyến nghị & Giá mục tiêu			Lợi nhuận & Định giá										
Công ty				DT (tỷ đồng)	LNHĐ (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	ROE (%)	ROA (%)	PE (x)	PB (x)	EV/ EBITDA (x)	DY (%)
BBCC	Khuyến nghị	MUA	2021A	942	133	126	2,415	14,385	18	14	20.1	3.7	16.3	2
(VLB)	GMT (đồng)	45,100	2022A	1,275	224	(23)	(495)	11,266	(4)	(3)	NA	2.1	12.2	0
	Thị giá (01/06, đồng)	30,600	2023F	1,153	197	162	3,095	11,951	30	22	8.8	2.5	13.7	8
	Vồn hóa (tỷ đồng)	1,425	2024F	1,343	280	227	4,351	12,914	39	28	6.3	2.3	9.9	11
			2025F	1,523	363	294	5,628	14,159	46	33	4.8	2.1	7.9	14
Bimico	Khuyến nghị	NẮM GIỮ	2021A	884	295	253	2,855	24,281	15	6	13.1	1.9	5.7	0
(KSB)	GMT (đồng)	17,800	2022A	859	224	152	1,502	25,327	8	4	9.4	0.7	7.5	0
	Thị giá (01/06, đồng)	26,600	2023F	715	172	123	1,330	26,657	6	3	16.6	1.0	8.5	0
	Vồn hóa (tỷ đồng)	2,029	2024F	754	176	129	1,403	28,061	6	3	15.7	0.9	9.8	0
			2025F	982	239	185	2,004	30,065	8	4	11.0	0.9	7.5	0
Hóa An	Khuyến nghị	MUA	2021A	337	79	90	5,592	30,991	15	6	6.4	1.2	4.7	9
(DHA)	GMT (đồng)	47,000	2022A	388	86	52	3,373	29,257	8	4	11.1	1.3	5.2	14
	Thị giá (01/06, đồng)	38,500	2023F	362	81	79	4,879	29,137	6	3	7.1	1.6	5.7	14
	Vồn hóa (tỷ đồng)	567	2024F	427	105	92	5,682	29,816	6	3	6.1	1.3	4.5	14
			2025F	438	115	100	6,203	31,016	8	4	5.6	1.3	4.1	14

Nguồn: dữ liệu các công ty, KIS

III. Năm 2023, ngành đá xây dựng bị ảnh hưởng đáng kể bởi chu kỳ bất động sản

1. Sự ảm đạm thị trường nhà ở 2022-23 giảm nhu cầu đá xây dựng

Biểu đồ 1. Sản lượng khai thác đá xây dựng năm bộ



Nguồn: Sở TN&MT các tỉnh Nam bộ, KISVN

Đá xây dựng đặc thù vốn có trọng lượng lớn, chi phí vận tải cao. Tuy nhiên ngành đá có giá trị sản phẩm thấp, do vậy hoạt động khai thác chủ yếu phục vụ hoạt động xây dựng của các công trình dân dụng và hạ tầng ngay tại địa phương. Theo số liệu thống kê, nhìn chung, trong giai đoạn 5 năm trở lại đây, ngành đá xây dựng Nam Bộ chỉ ghi nhận mức tăng nhẹ, CAGR giai đoạn 2017-2022 ước tính chỉ ở mức 1,8%/năm. Tuy nhiên con số tăng trưởng lại có sự biến động lớn giữa các năm do sự ảnh hưởng của chu kỳ ngành bất động sản và việc triển khai các công trình hạ tầng trong năm.

Đáng chú ý, năm 2022, mặc dù ngành bất động nhà đang gặp nhiều khó khăn nhưng sản lượng đá khai thác vẫn ghi nhận mức tăng trưởng +5% n/n nhờ *(1)* nhu cầu đến từ số lượng lớn các dự án được khởi công trong giai đoạn 4Q21-1Q22, sau khi bị trì hoãn do dịch covid-19, *(2)* mức nền thấp năm 2021.

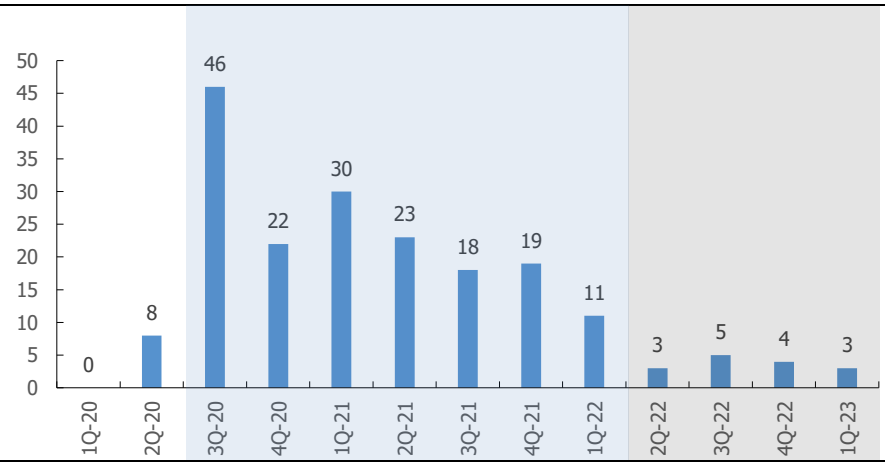
2023 – Triển vọng kém lạc quan

Trong 2023, dựa vào các phân tích, chúng tôi dự báo ngành đá xây dựng Nam Bộ sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức trong phần lớn thời gian của năm 2023 trong bối cảnh thị trường bất động sản nhà ở khá ảm đạm. Ngoài ra, đến thời điểm hiện tại phần lớn các dự án hạ tầng đầu tư công vẫn đang trong giai đoạn chuẩn bị mặt bằng, dự kiến kéo dài đến cuối năm, do đó chưa thúc đẩy đáng kể nhu cầu sử dụng đá trong hoạt động xây dựng hạ tầng (phát triển dự án).

- *Số lượng các dự án mới được cấp phép xây dựng giảm đáng kể trong năm 2022 so với 2021 sẽ làm giảm nhu cầu đá xây dựng trong 2023 (hình 2).* Trong năm 2022, ba yếu tố quan trọng nhất thị trường nhà ở là hoạt động cung cấp vốn cho chủ đầu tư, lãi suất vay mua nhà và cơ chế pháp lý liên quan cấp phép dự án bất động sản đều phải đối mặt với nhiều khó khăn. Trong bối cảnh này, tổng số lượng các dự án nhà ở thương mại cả nước và nam bộ đều giảm mạnh so với năm trước đó. Tính riêng tại khu vực Nam bộ, chỉ có 22 dự án nhà ở thương mại được cấp phép xây dựng năm 2022, giảm còn 25% số lượng 2021. Xu

hướng trầm lắng vẫn tiếp tục kéo dài đến 2023, khi trong 1Q23 số lượng dự án được cấp phép ghi nhận chỉ ở mức 3 dự án.

Biểu đồ 2. Số lượng các dự án thương mại được cấp phép tại Nam bộ



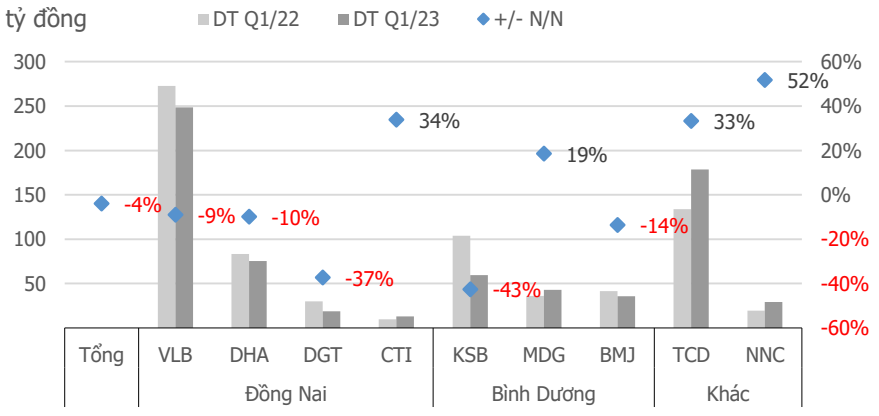
Nguồn: Bộ Xây Dựng, KISVN

Hoạt động phát triển BĐS chậm lại đáng kể trong 2023

- Đồng thời, *hoạt động xây dựng các dự án khởi công trước 2022 thì đang chững lại ở thời điểm hiện tại.* Các dự án ngừng triển khai với mô lớn như Aquacity (1,000ha, Biên Hòa), Vinhomes Grand Park (272ha, Q.9), Gem Sky World (92ha, Long Thành) …. Điều này cũng khiến hoạt động bán hàng của các doanh nghiệp đá xây dựng bị chậm lại đáng kể.
- Ngoài ra, các dự án hạ tầng đang được kỳ vọng sẽ mang lại động lực tăng trưởng cho ngành đá xây dựng năm 2023 vẫn chưa triển khai. *Đến thời điểm tại phần lớn dự án hạ tầng vẫn đang trong giai đoạn chuẩn bị mặt bằng và lựa chọn nhà thầu. Do đó, mặc dù nhu cầu sử dụng đá cho hạ tầng ghi nhận xu hướng tăng tuy nhiên vẫn ở mức thấp so với tiềm năng.* Đồng thời, chúng tôi dự kiến giai đoạn chuẩn bị của các dự án dự kiến có thể kéo dài cho đến hết 3Q23.

KQKD Q1 phần nào thể hiện các khó khăn sẽ đối mặt trong 2023

Biểu đồ 3. KQKD 1Q23 các doanh nghiệp niêm yết



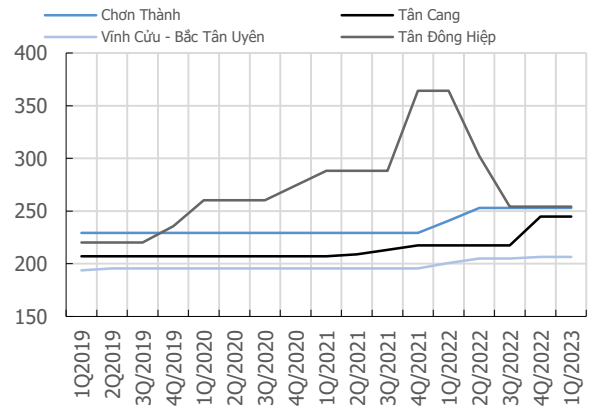
Nguồn: Fiinpro, KISVN

KQKD các doanh nghiệp đá xây dựng niêm yết 1Q23 một phần cũng đã cho thấy sự chậm lại con số doanh thu và lợi nhuận gộp (hình 3). Tổng doanh thu của 9 doanh nghiệp đá xây dựng niêm yết đã công bố BCTC đạt 730 tỷ đồng, giảm 4% n/n. Trong đó, việc nghiên cứu ba doanh nghiệp có quy mô doanh thu lớn nhất ngành là VLB, DHA và KSB, (chiếm 55% tổng doanh thu niêm yết, có hoạt động bán hàng trải dài trên nhiều khu vực các tỉnh Nam Bộ) có thể khái quát bức tranh chung toàn ngành với đặc điểm cho thấy các công ty này đều

sụt giảm doanh thu lần lượt -9/-10/-43% n/n trong quý 1/23. Đáng chú ý, KQKD Q1 cho thấy các doanh nghiệp đá xây dựng tỉnh Đồng Nai đang chịu ảnh hưởng hơn so với các doanh nghiệp tại Bình Dương. Nguyên nhân chính, theo chúng tôi đến từ hoạt động xây dựng chậm lại tại các dự án lớn đang triển khai khu vực Đồng Nai và phía Đông TP.HCM, nơi được cung cấp đá chủ yếu từ các mỏ đá cụm Tân Cang và Vĩnh Cửu thuộc tỉnh Đồng Nai.

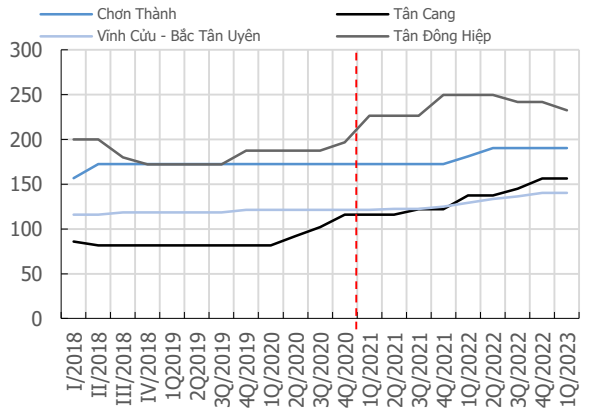
2. Giá bán phản ánh bức tranh ảm đạm thị trường nhà ở. Tuy nhiên cho thấy triển vọng lạc quan từ các dự án hạ tầng

Biểu đồ 4. Giá bán sản phẩm đá 1x2 (ngàn đồng/m³)



Nguồn: KISVN

Biểu đồ 5. Giá bán sản phẩm đá 0x4 (ngàn đồng/m³)



Nguồn: KISVN

Giá đá xây dựng 1x2 sản xuất bê tông trong các công trình dân dụng đến thời điểm cuối tháng 04/23 đang có xu hướng đi ngang kể từ 2Q22 (hình 4) bất chấp trong quý 4Q22 các doanh nghiệp đá xây dựng phải chịu áp lực tăng chi phí thuế tài nguyên và truy thu một khoản lớn thuế tài nguyên cho phần sản lượng đã khai thác trong giai đoạn 2014-2021. Đây cũng là một bằng chứng cho thấy trong bối cảnh thị trường bất động sản nhà ở hiện nay, các nhà khai thác chưa có nhiều cơ hội chuyển bớt một phần áp lực chi phí sang khách hàng.

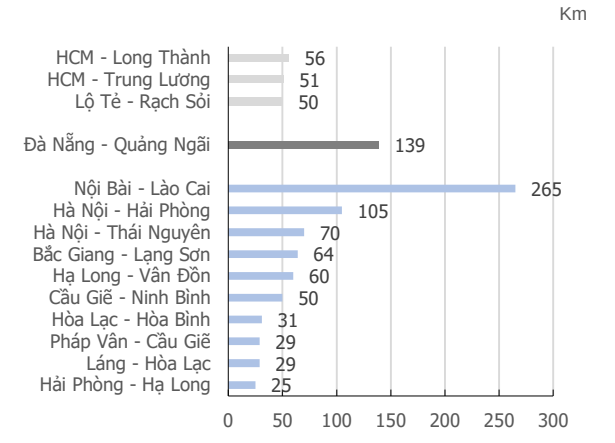
Giá bán đá 0x4 cho thấy xu hướng lạc quan từ các dự án hạ tầng

Đáng chú ý, chúng tôi quan sát diễn biến giá đá 0x4, loại đá được sử dụng nhiều nhất trong các công trình đường bộ, và là một trong những nhân tố quan sát diễn biến triển vọng đầu tư công trong thời gian sắp tới. Chúng tôi nhận thấy giá bán đã bắt đầu đà tăng khả quan từ quý 1Q22. Đến cuối thời điểm tháng 04/2023, giá bán loại sản phẩm tại các khu vực đã tăng bình quân 10-25% so với thời điểm đầu 2022 (hình 5), khi một số dự án hạ tầng bắt đầu công tác chuẩn bị mặt bằng. Trên cơ sở phân tích tiến độ xây dựng các dự án, chúng tôi dự báo giá bán sản phẩm 0x4 khả năng sẽ tăng với tốc độ nhanh hơn từ cuối quý 4Q23 khi đại dự án sân bay Long Thành bắt đầu chuyển sang thi công xây dựng.

IV. Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ giai đoạn 2024-2025

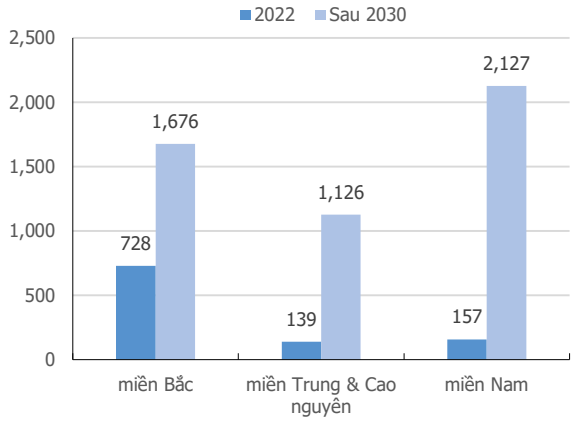
1. Thi công hạ tầng sẽ là động lực tăng trưởng chính trong 2024-2030

Biểu đồ 6. Chiều dài cao tốc được hoàn thành đến 2022



Nguồn: Bộ GTVT, KISVN

Biểu đồ 7. Kế hoạch phát triển cao tốc cả nước sau 2030



Nguồn: Bộ GTVT, KISVN

Trước năm 2023, hoạt động phát triển cao tốc chủ yếu được tập trung tại miền Bắc. Trong giai đoạn này, miền Bắc có 7 tuyến cao tốc được hình thành, với chiều dài lên đến 728km, lần lượt gấp khoảng 5 lần chiều dài các cao được thực hiện tại hai khu vực miền Trung (139km) và miền Nam (157km). Tuy nhiên trong giai đoạn tới đây, sau khi hệ thống cao tốc khu vực miền Bắc đã dần được kết nối đồng bộ. Theo Quyết định 326/QĐ-TTg tại tháng 03/2016 về Quy hoạch phát triển tổng thể cao tốc cả nước và phê duyệt mới đây gần đây có thể thấy, trong giai đoạn 2022-2030, định hướng của Chính phủ sẽ ưu tiên phát triển nhanh hệ thống cao tốc tại khu vực miền Trung và Nam Bộ.

Trong đó, khu vực Nam Bộ sẽ đặc biệt chú trọng phát triển với hơn 1,970km cao tốc được triển khai xây mới đến 2030, gấp 13 lần con số hiện hữu, chiếm hơn 50% chiều dài cao tốc triển khai xây mới cả nước giai đoạn này. Đồng thời, trong giai đoạn 2022-2030, khu vực Nam Bộ còn có sự góp mặt của hai dự án hạ tầng trọng điểm khác là sân bay Long Thành và các tuyến metro HCM. những dự án này cũng sẽ góp phần tạo động lực tăng trưởng mạnh mẽ nhu cầu đá xây dựng khu vực Nam Bộ giai đoạn 2023-2030.

Nhu cầu hàng năm giai đoạn 2024-2030 ước tính tăng 10% so với 2022

Dựa trên quy mô các dự án hạ tầng trọng điểm khả năng triển khai giai đoạn 2023-2030 (bảng 2). Chúng tôi ước tính nhu cầu đá xây dựng từ các dự án này ở mức 37.3 tỷ m^3 các loại, tương đương với lượng đá tiêu thụ hàng năm giai đoạn 2024-2030 sẽ tăng thêm 10% so với 2022. Trong đó, giai đoạn 2024-2027, dựa trên các dự án đã được Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư, chúng tôi ước tính tổng lượng đá xây dựng cho các công trình sẽ ở mức 14.7 triệu m^3 đá nguyên khai, tương đương với lượng đá tiêu thụ hàng năm giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng 7% so với 2022.

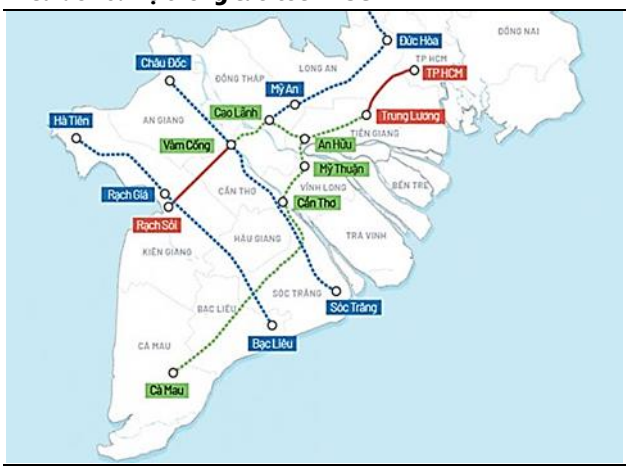
Biểu đồ 8. Sân bay Long Thành

Nguồn: KISVN

Biểu đồ 9. Đường vành đai 3

Nguồn: KISVN

Biểu đồ 10. Hệ thống cao tốc ĐBSCL



Nguồn: KISVN

Biểu đồ 11. Tuyến metro HCM

Nguồn: KISVN

Bảng 2. Danh sách các dự án hạ tầng trọng điểm phía Nam giai đoạn 2023-2030

Stt	Dự án	Tổng đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô	Bắt đầu	Kết thúc	Hiện trạng	Nhu cầu đá ước tính (m3)	Mỏ đá có thể được sử dụng
	2022-2025						**14,717,132**	
1	Ring road 3 (phần còn lại)	75,000	73 km	06-2023	06-2026	GPMB	963,600	Tân Cang, Núi Nứa, Vĩnh Cửu, Bắc Tân Uyên, Phú Giáo
2	Sân bay Long Thành – GĐ1	114,450	1.810 ha	4Q-2023	2026	Chuẩn bị mặt bằng	7,989,799	Tân Cang, Phước Bình
3	CT Biên Hòa – Vũng Tàu	17,837	57 km	06-2023	06-2025	GPMB	756,360	Tân Cang, Núi Nứa
4	CT HCM - Long Thành mở rộng	14,786	22 km	2Q-2025	2027	Chờ chấp thuận CTĐT	466,574	Tân Cang
5	CT Mộc Bài - HCM	20,889	50 km	2024	2027	Chờ chấp thuận CTĐT	660,000	Loc Ninh, Tân Cang, Vĩnh Cửu, Bắc Tân Uyên
6	CT Dầu Giây – Tân Phú	8,300	60 km	09-2023	4Q-2025	GPMB	792,000	Núi Nứa, Soklu, Gia Canh
7	CT Mỹ Thuận – Cần Thơ	4,826	23 km	1Q-2021	2024	Đang xây dựng	303,600	ĐBSCL, Vĩnh Cửu, Bắc Tân Uyên
8	CT An Hữu – Cao Lãnh	5,500	27 km	06-2023	1Q-2025	GPMB	356,400	ĐBSCL, Vĩnh Cửu, Bắc Tân Uyên
9	CT Cần Thơ – Cà Mau	47,000	130 km	01-2023	4Q-2025	GPMB	1,716,000	ĐBSCL, Vĩnh Cửu, Bắc Tân Uyên
	Sau 2025						**22,618,470**	
1	Các tuyến metro HCM	NA	151 km			Chờ chấp thuận CTĐT	422,800	Tân Cang
2	Sân bay Long Thành – GĐ2	222,180	3190			Chờ chấp thuận CTĐT	14,076,470	Tân Cang, Phước Bình
3	Sân bay Long Thành – GĐ3							
4	CT Chơn Hòa – Đức Thành	2,546	84 km			Chờ chấp thuận CTĐT	1,108,800	Chon Thanh, Loc Ninh, Phú Giáo, Tân Lập, Tân Cang
5	CT Đức Hòa – Mỹ An	2,336	81 km			Chờ chấp thuận CTĐT	1,069,200	Tân Cang, Vĩnh Cửu, Bắc Tân Uyên
6	CT Mỹ An – Cao Lãnh	4,500	26 km			Chờ chấp thuận CTĐT	343,200	ĐBSCL, Vĩnh Cửu, Bắc Tân Uyên
7	CT Châu Đốc – Cần Thơ – Cao Lãnh	44,700	155 km			Chờ chấp thuận CTĐT	2,232,000	ĐBSCL, Vĩnh Cửu, Bắc Tân Uyên
8	CT Hà Tiên – Rạch Giá – Bạc Liêu	33,250	255 km			Chờ chấp thuận CTĐT	3,366,000	ĐBSCL, Vĩnh Cửu, Bắc Tân Uyên
9	CT Trung Lương – Mỹ Thuận – GĐ2	NA	54 km			Chờ chấp thuận CTĐT	712,800	ĐBSCL, Vĩnh Cửu, Bắc Tân Uyên

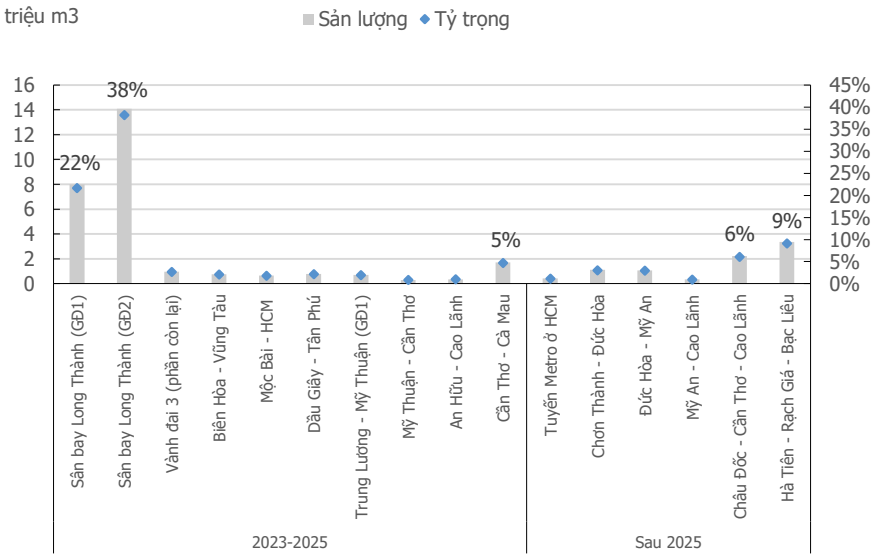
Nguồn: Bộ GTVT, KISVN

Cú huých 2024

Sân bay Long Thành đóng vai trò dẫn dắt động lực tăng trưởng ngành

Chi tiết hơn về dự án: theo phân tích, chúng tôi nhận thấy hoạt động phát triển sân bay Long Thành sẽ đóng vai trò đặc biệt quan trọng trong động lực tăng trưởng ngành đá xây dựng Nam bộ những năm tới đây. Đại dự án sân bay Long Thành được xây dựng trên diện tích rất lớn lên đến 5,000ha, kết hợp với kết cấu hạ tầng đặc biệt được ước tính sẽ cần sử dụng đến 22 triệu m^3 đá các loại (xấp xỉ ở mức 42% tổng sản lượng khai thác toàn Nam Bộ năm 2022). Nhu cầu đá cho sân bay cũng chiếm khoảng 59% nhu cầu đá xây dựng các công trình trọng điểm dự kiến triển khai giai đoạn 2024-2030, trong đó, giai đoạn 1 với diện tích 1,810ha, sân bay sẽ tiêu thụ khoảng 8 triệu m^3 đá trong quá trình xây dựng, theo ước tính của chúng tôi. Theo tiến độ công bố, sân bay Long Thành – GĐ1 khả năng sẽ chuyển sang giai đoạn xây dựng từ cuối quý 4/23 sau gần hai năm chuẩn bị mặt bằng. Vì vậy, chúng tôi tin rằng thời điểm này sẽ tạo nên cú huých đánh dấu sự tăng trưởng trở lại ngành đá xây dựng Nam Bộ. Ngoài ra, 15 dự án giao thông trọng điểm khác theo kế hoạch cũng sẽ được triển khai trong giai đoạn 2024-2030 bao gồm: Đường vành đai 3, tuyến Metro line tại HCM, 5 tuyến cao tốc tại khu vực Nam Bộ và 8 tuyến cao tốc tại khu vực ĐBSCL. Các dự án này sẽ làm tăng thêm khoảng 7 triệu m^3 đá xây dựng được sử dụng trong giai đoạn này.

Biểu đồ 12. Ước tính nhu cầu đá sử dụng trong các dự án



Nguồn: KISVN

2. Kỳ vọng sự phục hồi thị trường bất động sản từ 2025

Kỳ vọng sự phục hồi thị trường BĐS từ 2025

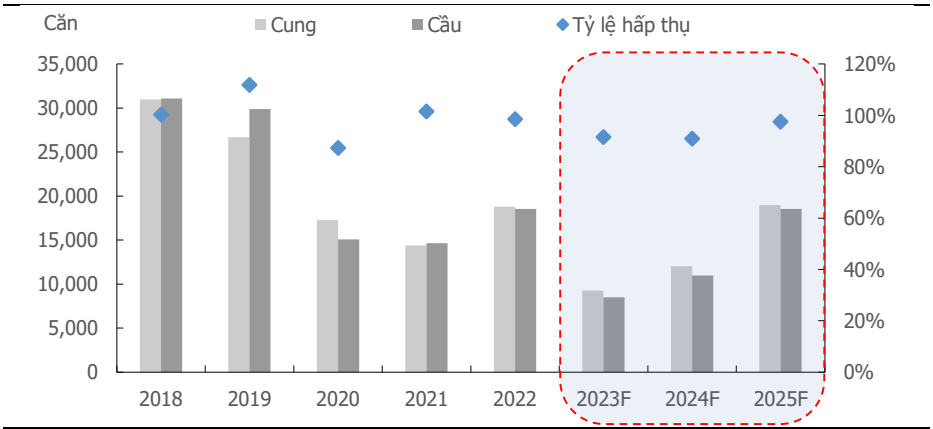
Gần đây mặc dù lãi suất vay mua nhà đã điều chỉnh giảm nhẹ tuy nhiên vẫn đang ở mức khá cao, hiện các ngân hàng nhóm 3 vẫn đang giữ lãi suất cho vay mua bất động sản ở sau giai đoạn ưu đãi mức 14-16%/năm (12 tháng). Điều này sẽ khiến thị trường bất động sản nhà ở khó có cơ phục hồi nhanh chóng trong ngắn hạn. Tuy nhiên, trong trung hạn-2025, chúng tôi kỳ vọng hoạt động phát triển dự án bất động sản sẽ bắt đầu sôi động trở lại dựa trên các cơ sở phân tích:

- *Một số nút thắt về chính sách phát triển dự án bất động sản thông thoáng hơn đã được ban hành gần đây* bao gồm: *Nghị quyết 10* về việc cấp sổ hồng cho các dự án condotel. *Luật đất đai 2023 sửa đổi* giải quyết vấn đề lớn về giá đất. Bên cạnh các đề xuất của Horea về quy

trình chuẩn thủ tục đầu tư dự án đô thị, nhà ở thương mại. Các chính sách này kỳ vọng sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn hoạt động phát triển thị trường bất động sản trong trung-dài hạn.

- *Hoạt động đẩy mạnh phát triển hạ tầng* cũng sẽ góp phần kích thích sự sôi động trở lại của thị trường bất động sản trong giai đoạn sắp tới.
- *Cùng với đối chiếu với lịch sử các chu kỳ bất động sản trước*, chúng tôi nhận thấy thông thường phải mất từ hai đến ba năm để thị trường bất động sản có thể bắt đầu một nhịp hồi phục mới. Bên cạnh đó, theo nghiên cứu của CBRE, hoạt động phát triển dự án nhà ở thương mại tại Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2023-2024 dự báo chỉ ở mức khoảng 9,000 và 12,000 căn, lần lượt giảm 51% và 36% so với năm 2022. Tuy nhiên dự báo nguồn cung sẽ bắt đầu phục hồi trở lại trong năm 2025, với gần 19,000 căn sẽ được chào bán mới ra thị trường, con số cao ở mức tương đương so với năm 2022 (hình 13).

Biểu đồ 13. Cung cầu căn hộ tại HCM



Nguồn: CBRE, KISVN

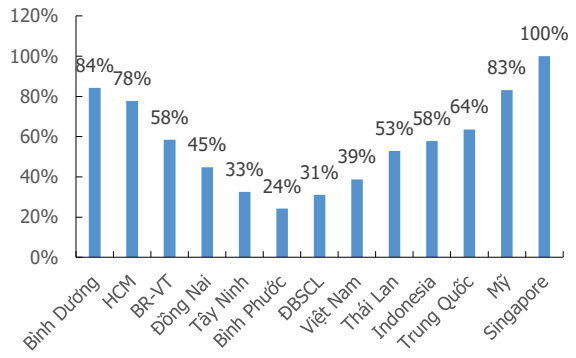
Trong dài hạn, triển vọng tăng trưởng từ nhu cầu phát triển nhà ở và đô thị hóa vẫn ở mức rất cao

- *Trong dài hạn, triển vọng tăng trưởng từ nhu cầu phát triển nhà ở và đô thị hóa*

Theo số liệu tổng hợp tổng cục thống kê, năm 2020 diện tích sàn bình quân người của khu vực Đông Nam Bộ & ĐBSCL lần lượt ở mức 23.3 và 24.6 m^2/người, thấp hơn bình quân mặt bằng chung cả nước 25.2 m^2/người. Riêng thành phố Hồ Chí Minh mặc dù có giá trị xây dựng hàng năm cao nhất cả nước nhưng con số này năm 2020 cũng chỉ đạt 22.4 m^2/người. Nhìn chung diện tích sàn bình quân người của nước ta còn rất thấp so với các quốc gia trong khu vực (40 m^2/người) hay các quốc gia đã phát triển như Mỹ và Úc (60 m^2/người). Từ đó cho thấy nhu cầu xây dựng nhà ở ở nước ta nói chung và khu vực Nam Bộ nói riêng trong dài hạn vẫn còn rất lớn.

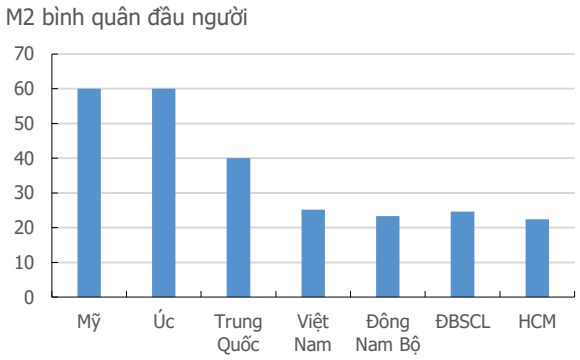
Bên cạnh đó, phát triển đô thị hóa sẽ vẫn là vấn đề dành được nhiều sự quan tâm của Chính phủ trong dài hạn. Theo số liệu của Tổng cục thống kê năm 2022, tỷ lệ đô thị hóa bình quân tại các tỉnh phía Nam là 49.4%, cao hơn mặt bằng chung của cả nước là 39%. Tuy nhiên, nếu so với các quốc gia phát triển trong khu vực hoặc các nước phát triển, ngoại trừ Hồ Chí Minh và Bình Dương có hạ tầng được triển khai khá hoàn thiện, tỷ lệ đô thị hóa các tỉnh thành vẫn đang ở mức trung bình hoặc khá thấp. Vì vậy, trên cơ sở này, chúng tôi nhận thấy nhu cầu đá xây dựng vẫn ở mức rất cao cho các công trình hạ tầng khu vực Nam Bộ trong trung, dài hạn.

Biểu đồ 14. Tỷ lệ đô thị hóa



Chú thích: dữ liệu 2022
Nguồn: TCTK, WTO, KISVN

Biểu đồ 15. Diện tích sàn nhà ở bình quân người



Chú thích: dữ liệu 2020
Nguồn: TCTK, KISVN

V. Các mỏ đá tại Đồng Nai & Bình Dương hưởng lợi đáng kể

Trong ngắn và trung hạn, triển vọng tăng trưởng ngành đá xây dựng Nam bộ dự báo khả quan trước các cơ hội phát triển mạnh mẽ hạ tầng theo định hướng của Chính phủ từ 2024. Bên cạnh kỳ vọng sự phục hồi trở lại ngành bất động sản từ 2025. Trên cơ sở này, chúng tôi nhận thấy hầu hết các mỏ đá tại Nam Bộ đều được hưởng lợi từ bức tranh tăng trưởng ngành.

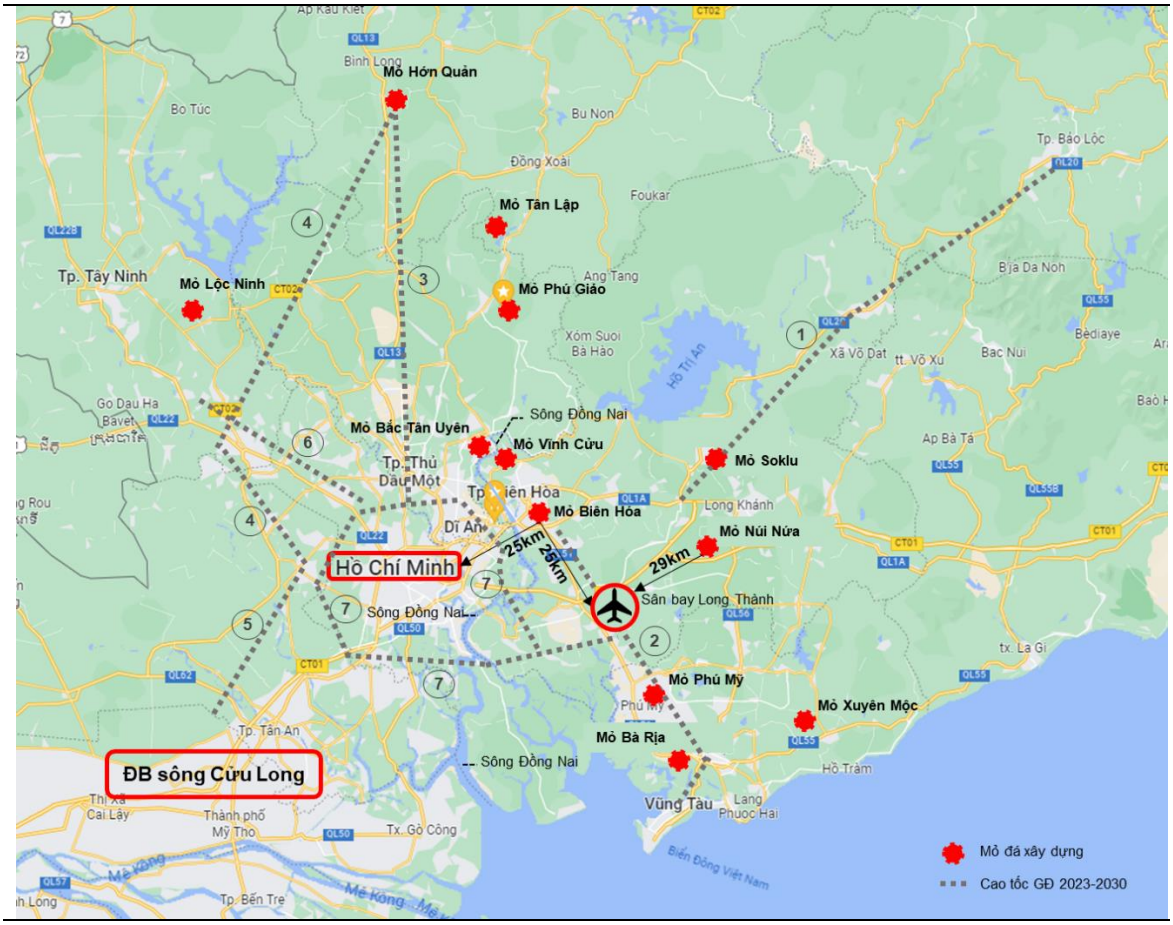
Bảng 3. Danh sách các doanh nghiệp đá xây dựng niêm yết

Stt	Công ty	Mỏ đá	TP/ huyện	Tỉnh	DT (ha)	Chất lượng	Thời hạn	Trữ lượng còn lại (m^3 nguyên khối)	CSCP (m^3/năm)	SLKT 2022 (m^3)
1	VLB	Thiện Tân 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	65	Cát kết	01/2038	24,986,914	1,500,000	1,149,578
		Thạnh Phú 1	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	88	Cát kết	08/2041	38,114,354	1,800,000	1,091,586
		Soklu 2	Thống Nhất	Đồng Nai	18	Bazal olivine	01/2026	2,924,942	400,000	116,206
		Soklu 5	Thống Nhất	Đồng Nai	28	Bazal olivine	08/2024	2,279,293	500,000	284,249
		Tân Cang 1	Biên Hòa	Đồng Nai	63	Andesit	01/2038	25,677,130	1,500,000	1,515,921
2	KSB	Phước Vĩnh	Phú Giáo	Bình Dương	30	Granodiorit	01/2023	432,549	1,200,000	330,147
		Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	41	Cát kết	08/2029	15,341,717	1,500,000	1,025,398
		Thiện Tân 7	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	12	Cát kết	01/2035	3,700,000	280,000	280,000
3	DHA	Tân Cang 3	Biên Hòa	Đồng Nai	23	Andesit	06/2037	~9,000,000	488,000	474,576
		Thạnh Phú 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	20	Cát kết	03/2027	~4,200,000	818,000	764,068
		Núi Gió	Đồng Phú	Bình Phước	19	Andesit	2038	6,341,768	300,000	238,812
4	MDG (C32)	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	30	Cát kết	01/2025	950,914	500,000	594,591
		Thường Tân	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	18	Cát kết	02/2034	9,423,760	700,000	899,433
5	TCD (BCG)	Núi Dài	Tri Tôn	An Giang	70	Andesit	12/2024	~18,000,000	1,000,000	~1,200,000
6	DGT	Tân Cang 4	Biên Hòa	Đồng Nai	26	Andesit	01/2031	~4,000,000	400,000	~400,000
7	BMJ	Rạch Rạt	Phú Giáo	Bình Dương	37	Granodiorit	06/20235	10,940,552	800,000	325,785
8	NNC	Mũi Tàu	Hớn Quản	Bình Phước	52	Granodiorit	2043	17,609,484	1,000,000	283,439
9	CI5	Soklu 6	Thống Nhất	Đồng Nai	51	Bazal olivine	04/2026	~2,600,000	397,000	79,711
10	CTI	Thiện Tân 10	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	28	Cát kết	01/2035	~17,800,000	500,000	NA
		Xuân Hòa	Xuân Lộc	Đồng Nai	52	Bazal olivine	01/2034	~18,700,000	500,000	NA
11	DND	Tân Cang 5	Biên Hòa	Đồng Nai	25	Andesit	12/2032	~8,300,000	800,000	0
		Thiện Tân 5	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	28	Cát kết	01/2026	NA	240,000	0

Chú thích: Dữ liệu 2022. Chúng tôi phân biệt đá nguyên khối và đá nguyên khai. Nguyên khối là phần thể tích chưa được khai thác. Nguyên khai là đá nguyên khối nở rồi sau nổ mìn. Thông thường ngyên khai = 1,475 đến 1,7 lần thể tích nguyên khối
Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

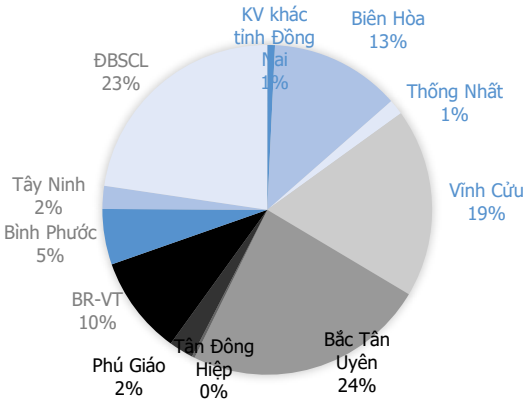
Tuy nhiên, nhờ sự phân bổ nguồn cung không đồng đều, đặc biệt thiếu hụt nghiêm trọng tại khu vực TP. HCM và các tỉnh ĐBSCL. Kết hợp với vị trí các dự án được triển khai, chúng tôi đặc biệt đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng các mỏ đá tại các khu vực Biên Hòa, Vĩnh Cửu (Đồng Nai) và Bắc Tân Uyên (Bình Dương). Dự báo đây sẽ là các mỏ đá hưởng lợi lớn nhất từ triển vọng tăng trưởng ngành trong ngắn, trung và dài hạn.

Biểu đồ 16. Vị trí các mỏ đá



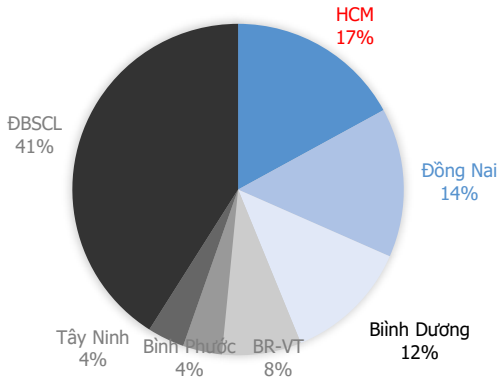
Chú thích: (1) Dầu Giây – Tân Phú – Bảo Lộc, (2) Biên Hòa - Vũng Tàu, (3) Chơn Thành - HCM, (4) Chơn Thành – Đức Hòa, (5) Đức Hòa – Mỹ An, (6) Mộc Bài – HCM, (7) Vành Đai 3 HCM
Nguồn: KISVN

Biểu đồ 17. Thị phần khai thác tại Nam bộ 2022



Nguồn: Sở TNMT các tỉnh Nam Bộ, KISVN

Biểu đồ 18. Thị phần tiêu thụ tại Nam bộ 2022



Nguồn: KISVN

1. Các mỏ đá Biên Hòa

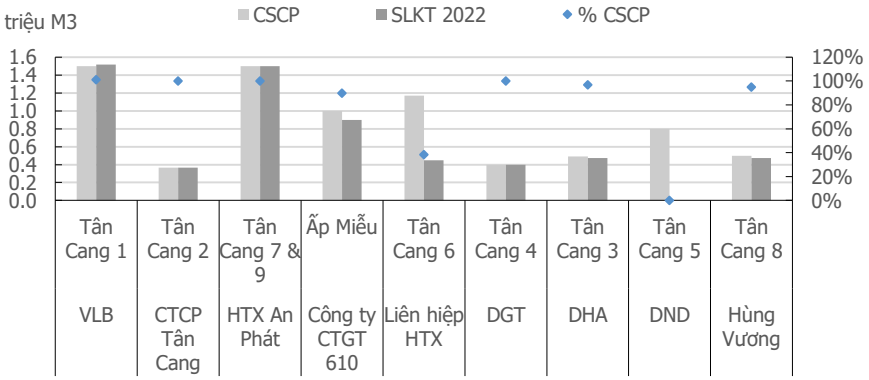
Các mỏ đá Biên Hòa hưởng lợi tích cực từ sân bay Long Thành & sự khan hiếm nguồn cung khu vực phía đông HCM

Lợi thế cạnh tranh vượt trội về khả năng cung cấp đá xây dựng khu vực phía Đông HCM

Kể từ 2014, TP. Hồ Chí Minh đã không còn hoạt động khai thác đá xây dựng và phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn cung tại các khu vực lân cận: Tân Đông Hiệp, Bắc Tân Uyên (Bình Dương), Vĩnh Cửu & Tân Cang (Đồng Nai). Trong khi đó, khu vực Dĩ An và Thuận An (Bình Dương) trước 2020 phụ thuộc phần lớn vào mỏ đá Tân Đông Hiệp nằm trong địa phận của huyện.

Do đó, sau khi cụm mỏ đá Tân Động Hiệp đóng cửa 2020, cụm mỏ Tân Cang hưởng lợi rất lớn, trở thành nhà cung cấp đá xây dựng hàng đầu cho các thị trường phía đông TP. Hồ Chí Minh (Q.2, Q9, Thủ Đức, Biên Hòa, Dĩ An, Thuận An) nhờ lợi thế vượt trội về chi phí và khả năng vận chuyển đường bộ nhanh chóng so với các khu vực khác. Cùng với, đá xây dựng tại các mỏ Biên Hòa thuộc gốc andesit, loại đá có chất lượng tốt nhất khu vực Nam Bộ, đạt tiêu chuẩn làm cốt liệu cho các loại bê tông mác cao (mác 400 trở lên) hoặc các công trình hạ tầng yêu cầu cao về kỹ thuật như đường sân bay, cao tốc. Năm 2022, tổng sản lượng khai thác tại các mỏ đá khu vực Biên Hòa đạt 4.6 triệu m^3 nguyên khối, giữ vị thế nhà cung cấp lớn thứ ba thị trường nam bộ.
Trong ngắn và trung hạn, dự báo hoạt động phát triển bất động sản tại khu vực phía Đông HCM sẽ tiếp tục đóng vai trò chủ đạo tại Nam bộ từ *(1)* xu hướng mở rộng nhà ở ra các khu vực ngoại thành Hồ Chí Minh, *(2)* quỹ đất phát triển dự án trong khu vực này còn khá lớn, *(3)* cùng với hưởng lợi từ hạ tầng phía đông đang được đẩy mạnh đầu tư của Chính phủ trong những năm gần đây.

Biểu đồ 19. Công suất cấp phép và sản lượng khai thác các mỏ đá Biên Hòa 2022



Nguồn: Sở TN&MT tỉnh Đồng Nai, KISVN

Hưởng lợi lớn từ đại dự án sân bay Long Thành và các dự án cao tốc

Dự án sân bay Long Thành GĐ1 dự kiến sẽ chuyển sang hoạt động thi công từ cuối quý 4Q23. Đây là dự án hạ tầng có quy mô đầu tư lớn nhất tại Nam bộ giai đoạn 2022-2030, tổng diện tích xây dựng lên đến 5,000ha. Do đó, dự án này sẽ yêu cầu rất lớn lượng đá xây dựng. Theo ước tính của chúng tôi, tổng nhu cầu đá xây dựng phát triển dự án sân bay ở mức 22 triệu m^3 các loại, chiếm gần 59% nhu cầu đá xây dựng sử dụng cho các dự án hạ tầng trọng điểm Nam Bộ 2022-2030.
Tuy nhiên, về nguồn cung, tại huyện Long Thành chỉ có duy nhất mỏ đá xây dựng Phước Bình. Tuy nhiên, đến thời điểm cuối năm 2022, CTCP Xây Dựng Công Trình Giao Thông 677 vẫn đang trong giai đoạn hoàn thiện hồ sơ để đưa

mỏ đá vào khai thác, công suất cấp phép dự kiến ở mức 450,000 m^3/năm. Theo chúng tôi, trong ngắn hạn, nếu mỏ đá Phước Bình đi vào hoạt động, khả năng vẫn sẽ đóng góp không đáng kể nguồn cung đá xây dựng cho sân bay Long Thành. Nguyên nhân do trong giai đoạn đầu khai thác lớp đá non ở tầng mặt có cường độ chịu nén thấp chưa thể đáp ứng yêu cầu cao về chất lượng trong các công trình kỹ thuật sân bay. Vì vậy, mỏ Tân Cang với chất lượng đá vượt trội và ưu thế vị trí địa lý nằm sát huyện Long Thành hiện đang là sự lựa chọn tối ưu về nguồn cung nguyên vật liệu cho dự án sân bay Long Thành.

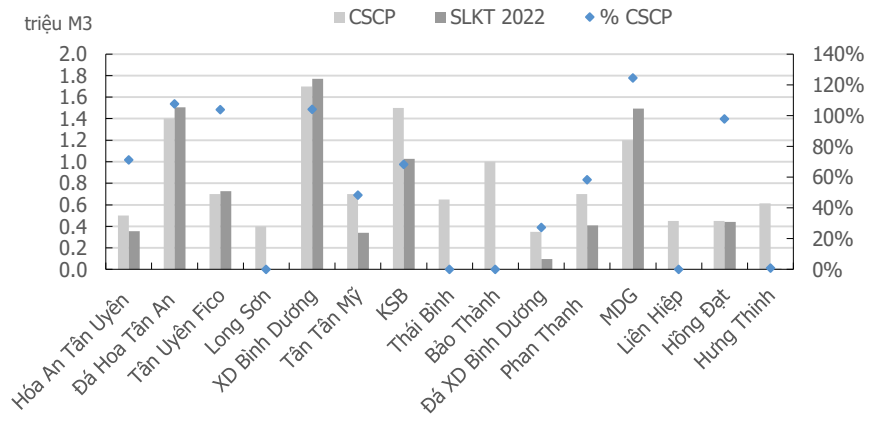
Ngoài ra, các dự án khác được triển khai trong khu vực lân cận bao gồm: đường Vành Đai 3, cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu, HCM-Long Thành và các tuyến metro HCM dự báo cũng sẽ sử dụng lượng lớn đá xây dựng tại khu vực Biên Hòa do sự tối ưu về chi phí và chất lượng.

2. Cụm mỏ đá H. Vĩnh Cửu & Bắc Tân Uyên

Cụm mỏ đá H. Vĩnh Cửu & Bắc Tân Uyên hưởng lợi lớn từ sự khan hiếm nguồn cung tại ĐBSCL – HCM, bên cạnh định hướng phát triển mạnh mẽ hạ tầng của Chính phủ tại các tỉnh ĐBSCL.

Tại Nam Bộ, ngoài HCM hiện không còn hoạt động khai thác đá xây dựng. ĐBSCL cũng đang là khu vực khan hiếm nguồn cung do tính chất địa lý sông ngòi dày đặc. ĐBSCL hiện có đến 13 tỉnh thành tuy nhiên chỉ có 02 tỉnh An Giang và Kiên Giang có hoạt động khai thác, chế biến đá xây dựng. Sản lượng khai thác năm 2022 ước tính chỉ đáp ứng khoảng 50% nhu cầu của khu vực. Do đó, đá xây dựng khai thác tại tỉnh An Giang và Kiên Giang chỉ vận chuyển cung cấp trong địa bàn các tỉnh ĐBSCL, chứ không vận chuyển ngược đến các tỉnh Đông Nam Bộ để tiêu thụ.

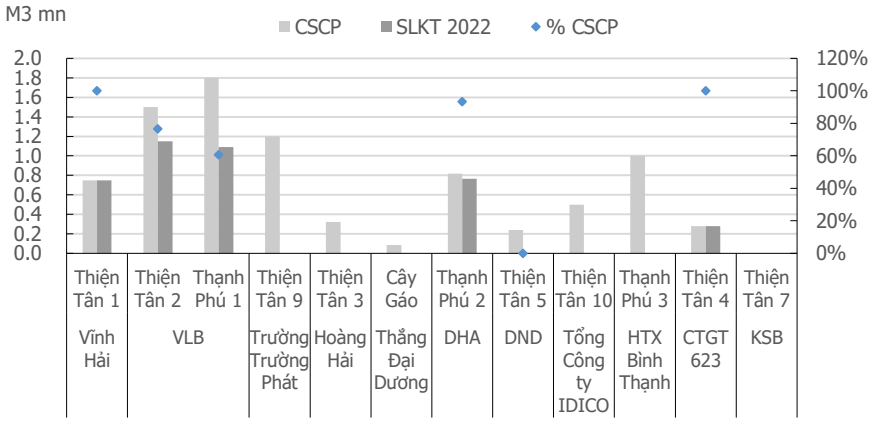
Biểu đồ 20. Công suất cấp phép và sản lượng khai thác các mỏ đá Bắc Tân Uyên 2022



Nguồn: Sở TN&MT tỉnh Bình Dương, KISVN

Hai cụm mỏ huyện Vĩnh Cửu (Đồng Nai) và Bắc Tân Uyên (Bình Dương) nằm sát hai bên bờ sông Đồng Nai có lợi thế vận chuyển đường thủy khối lượng lớn và chi phí thấp. Nhờ vậy, hiện đang là nguồn cung chủ lực cho các tỉnh ĐBSCL, đồng thời cũng là nhà cung cấp đá lớn nhất cho thị trường HCM ở thời điểm hiện tại. Đá khai thác tại hai khu vực này thuộc loại cát kết, có cường độ chịu nén trung bình. Tuy nhiên, các mỏ đã hoạt động khai thác nhiều năm (từ năm 2009), độ sâu khai thác đang ở mức coste -60m đến -80m. Vì vậy, chất lượng đá đã ổn định, phù hợp trong việc sản xuất mác bê tông cao hoặc sử dụng trong các công trình đường cao tốc.

Biểu đồ 21. Công suất cấp phép và sản lượng khai thác các mỏ đá Vĩnh Cửu 2022



Nguồn: Sở TN&MT tỉnh Đồng Nai, KISVN

Với định hướng đẩy mạnh phát triển hạ tầng kích thích kinh tế vùng ĐBSCL. Trong giai đoạn 2023-2030, kế hoạch sẽ có 830km cao tốc được xây dựng tại các tỉnh Tây Nam bộ. Trên cơ sở này chúng tôi ước tính nhu cầu đá xây dựng từ các dự án có thể lên đến 11.3 triệu m^3 các loại, tương đương 21% sản lượng đá xây dựng khai thác Nam bộ năm 2022.

3. Các mỏ đá khác

Các mỏ đá tại tỉnh An Giang & Kiên Giang kỳ vọng hưởng lợi từ giá bán

Như đã phân tích trên, do sự khan hiếm nguồn cung khu vực cho nên các mỏ đá tại hai tỉnh An Giang và Kiên Giang luôn trong tình trạng toàn dụng công suất. Do đó, mặc dù được hưởng lợi từ định hướng phát triển hạ tầng của Chính phủ trong thời gian tới, khả năng cao sản lượng khai thác các mỏ đá trong khu vực vẫn khó có sự tăng trưởng. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo doanh thu và biên lợi nhuận các mỏ đá sẽ được hưởng lợi đáng kể nhờ sự tăng nhanh giá bán.

Các mỏ đá khác

Ngoài ra, dựa trên phân tích về vị trí triển khai các dự án, chúng tôi nhận thấy các cụm mỏ đá Soklu (cao tốc Dầu Giây-Tân Phú), Núi Nứa (cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu, Dầu Giây-Tân Phú và Vành Đai 3), Lộc Ninh (cao tốc HCM-Mộc Bài), Phú Giáo (Vành Đai 3 và cao tốc Chơn Thành-Đức Hòa) và Chơn Thành (cao tốc Chơn Thành-Đức Hòa) cũng sẽ được hưởng lợi rất lớn từ các dự án hạ tầng sắp triển khai, bên cạnh tiềm năng phát triển kinh tế và triển vọng ngành bất động sản những năm sau đó.

4. Rủi ro cần xem xét

Triển vọng tăng trưởng ngành đá xây dựng trong những năm tới đây phụ thuộc rất lớn vào tiến độ triển khai các dự án hạ tầng. Do vậy sự chậm trễ trong việc thực hiện các dự án ảnh hưởng đáng kể đến con số tăng trưởng doanh thu & lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành giai đoạn tới. Cụ thể, sân bay Long Thành theo tiến độ có thể chuyển sang hoạt động xây dựng từ cuối 4Q23. Tuy nhiên việc đẩy mạnh triển khai dự án phụ thuộc rất nhiều vào tầm nhìn của ACV về khả năng khai thác hiệu quả dự án. Trong đó, sân bay quốc tế Long Thành sẽ khó có động lực triển khai nhanh nếu các tuyến cao tốc và đường kết nối từ các tỉnh thành đến sân bay chưa được đồng bộ. Tương tự, các dự án

cao tốc trọng điểm phụ thuộc lớn vào sự phê duyệt của Chính phủ và tiến độ giải ngân, trong khi hai yếu tố này rất khó để dự báo về thời điểm.

V. Kết luận & khuyến nghị

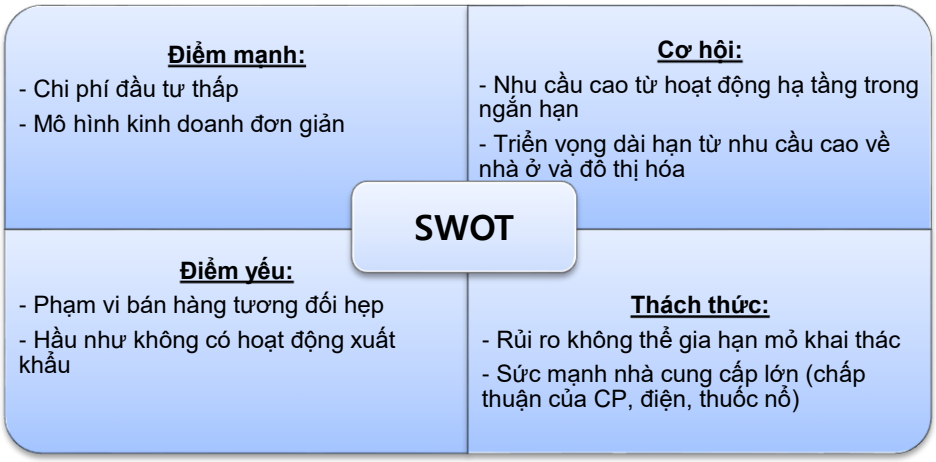
Chúng tôi khuyến nghị **TÍCH CỰC** triển vọng ngành đá xây dựng Nam Bộ trong ngắn, trung và dài hạn.

- *Trong ngắn hạn,* triển vọng tăng trưởng đến từ định hướng phát triển hạ tầng mạnh mẽ của Chính phủ trong sẽ kéo theo một lượng lớn nhu cầu đá xây dựng tại Nam bộ.
- *Trong trung và dài hạn,* triển vọng tăng trưởng đến từ sự phục hồi thị trường bất động sản. Bên cạnh nhu cầu nhà ở và đô thị hóa tại các tỉnh Nam bộ vẫn còn rất cao trong những năm tới đây khi số liệu so sánh với các quốc gia trong khu vực và thế giới hiện đang ở mức khá thấp.
- Ngoài ra, bên cạnh các yếu tố kỳ vọng về tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận và cải thiện tỷ suất sinh lời, chúng tôi đặc biệt quan tâm về về *rủi ro* triển khai chậm tiến độ của các dự án khác. Điều này tác động đến triển vọng về tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp có thể ghi nhận chậm hơn so với dự kiến.

Từ các triển vọng trên, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **VLB** (GMT: VND45,100, mức sinh lời +47%) và **DHA** (GMT: VND47,000, mức sinh lời +22%) bên cạnh các yếu tố cơ bản:

- Cả hai công ty hiện đang sở hữu các mỏ đá có lợi thế cạnh tranh vượt trội về vị trí địa lý, trữ lượng và chất lượng tại khu vực Nam bộ thời điểm hiện tại
- Mức cổ tức an toàn cho chiến lược mua nắm giữ trên 12 tháng.

Ngoài ra chúng tôi cũng đưa ra quan điểm **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu **KSB** với giá mục tiêu VND17,800.



Doanh nghiệp

Xây Dựng & SX VLXD Biên Hòa (VLB)

Bimico (KSB)

Hóa An (DHA)

XÂY DỰNG & SX VLXD BIÊN HÒA (VLB)

MUA, GMT: VND45,100

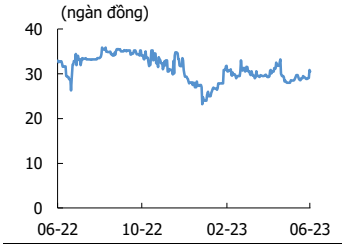
Thị giá (01/06, đồng)	30,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,425
SLCPLH (triệu)	47
Cao/thấp 52 tuần	35,901/23,200
GTGDTB 6 tháng (tỷ đồng)	6
Tỷ lệ CP tự do (%)	40.3
Sở hữu NN (%)	0.0
Cổ đông lớn (%)	
Dofico	49.3
KSB	9.6

Năm	DT	LNHĐ	LNST	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	EV/ EBITDA	DY
T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(VND)	(VND)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(%)
2021A	942	133	126	2,415	14,385	18	14	20.1	3.7	16.3	2
2022A	1,275	224	(23)	(495)	11,266	(4)	(3)	NA	2.1	12.2	0
2023F	1,153	197	162	3,095	11,951	30	22	8.8	2.5	13.7	8
2024F	1,343	280	227	4,351	12,914	39	28	6.3	2.3	9.9	11
2025F	1,523	363	294	5,628	14,159	46	33	4.8	2.1	7.9	14

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	8.9	1.7	(7.6)
Tương quan VNI (%p)	6.2	(2.8)	8.3

Biến động giá



Hưởng lợi lớn từ bức tranh tăng trưởng ngành

MUA với GMT 45,100 đồng. Chúng tôi khuyến nghị mua đối với cổ phiếu VLB dựa trên triển vọng giai đoạn 2023-2025. Giá trị hợp lý được dựa trên phương pháp định giá FCFE. Trong đó, tỷ suất sinh lời yêu cầu vốn chủ sở hữu ở mức 11.66% từ các giả định 1) lãi suất phi rủi ro 5.5%, 2) beta 0.77 và phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu 8% và giá trị thanh lý tại năm 2046 xem như không đáng kể.

Năm 2023 LNST dự phóng quay trở lại mức bình quân khi không còn áp lực khoản chi phí bất thường. Hưởng lợi từ việc bùng nổ số lượng các dự án triển khai trong năm 2021. Bên cạnh cụm mỏ đá Tân Đông Hiệp đóng cửa khiến nhu cầu chuyển dịch nhanh chóng sang các mỏ đá lân cận. Doanh thu mảng đá xây dựng ghi nhận sự tăng trưởng tích cực trong năm 2022 với 257 tỷ đồng, +63% n/n, (chiếm 85% tổng doanh thu). Tuy nhiên LNST trong năm lại ghi nhận âm 23 tỷ đồng, giảm 184 tỷ đồng so với 2021. Nguyên nhân chủ yếu đến từ giá vốn trong năm phải ghi nhận một khoản chi phí lớn (một lần) 270,4 tỷ đồng tiền cấp quyền khai thác khoáng sản phải nộp bổ sung cho giai đoạn 2014-2021. Trong 2023, trong bối cảnh ảm đạm ngành bất động sản dự báo doanh thu có thể giảm nhẹ ở ở mức 10-15%, tuy nhiên LNST được dự phóng phục hồi đáng kể lên mức 162 tỷ đồng, tăng 185 tỷ đồng so với con số âm của 2022 do không còn ảnh hưởng từ khoản chi phí bất thường.

Hưởng lợi lớn từ bức tranh tăng trưởng ngành: Với lợi thế cạnh tranh vượt trội về mỏ khai thác, VLB đang giữ vị trí số một nhà cung cấp đá xây dựng tại khu vực Nam Bộ. Năm 2022 sản lượng khai thác của công ty lên đến 4.1 triệu m^3 đá nguyên khối, chiếm khoảng 11% sản lượng khai thác tại khu vực tỉnh Nam Bộ.

Trong ngắn hạn 2024, các mỏ đá VLB dự báo được hưởng lợi tích cực từ việc xây dựng sân bay Long Thành chuyển sang giai đoạn thi công sau gần 2 năm chuẩn bị mặt bằng. Bên cạnh nhờ trữ lượng lớn và vị trí thuận lợi, các mỏ đá của VLB cũng có thể cung cấp cho 13/15 dự án trọng điểm còn lại của khu vực được trong giai đoạn 2023-2030.

Trong trung-dài hạn, trong bối cảnh ngày khan hiếm nguồn cung, song song với triển vọng tăng trưởng khả quan ngành xây dựng Nam Bộ, chúng tôi nhận thấy VLB vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng các giai đoạn tới đây. Cụ thể, chúng tôi dự phóng LNST sẽ ghi nhận sự tăng trưởng mạnh trong 2024-2025, lần lượt ở mức 227 tỷ đồng (+41% n/n) và 294 tỷ đồng (+29% n/n).

Tỷ suất cổ tức an toàn cho hoạt động đầu tư: Trong giai đoạn 5 năm gần nhất 2018-2022, cổ tức trung bình của VLB ở mức 2.000 đồng/CP, tương ứng với tỷ suất cổ tức 7% giá trị thị trường thời điểm hiện tại. Bên cạnh sở hữu lợi thế cạnh tranh vượt trội và triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ trong ngắn-trung hạn. Chúng tôi nhận thấy mức tỷ suất cổ tức thời điểm hiện tại hiện khá an toàn cho chiến lược mua và nắm giữ cổ phiếu.

Rủi ro giá cổ phiếu không phản ánh đà tăng trưởng khi việc chia bánh chưa hoàn tất: Hiện nay KSB đang nắm giữ khoảng 41% SLCP tại VLB và có ý định nâng sở hữu trên 90% tại công ty này. Do đó, chúng tôi cho rằng có thể xảy ra rủi ro giá cổ phiếu có nhiều chưa có nhiều động lực cải thiện bền vững cho đến trước khi thương vụ M&A đi đến những bước cuối cùng.

Chi phí VCSH – giả định

Chỉ tiêu	%
Beta	0.77
Lãi suất phi rủi ro	5.50%
Phần bù rủi ro	8.00%
Chi phí VCSH	**11.66%**

Nguồn: KISVN

WACC – giả định

Chỉ tiêu	%
Chi phí sử dụng vốn vay	10.50%
Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu	0.00%
Thuế suất	20.00%
WACC	**11.66%**

Nguồn: KISVN

Tổng hợp định giá FCFE Tỷ đồng

FCFE	FY2023F	FY2024F	FY2025F	FY2026F	FY2027F	FY2028-46F
EBIT x (1-thuế TNDN)	159	225	291	326	324	4,226
cộng: khấu hao	27	31	28	15	17	244
trừ: chi tiêu vốn	(8)	(12)	(15)	(17)	(17)	(230)
(tăng) / giảm vốn lưu động	64	(38)	(36)	(12)	2	240
trừ: khen thưởng & phúc lợi	(16)	(23)	(30)	(33)	(33)	(432)
cộng: nợ vay ròng	0	0	0	0	0	0
FCFE	225	183	238	278	292	4,048
GTHT các khoản FCFE	123	154	179	187	176	1,139
Lũy kế GTHT các khoản FCFE đến 2046	**1,958**					
Giá trị thanh lý	**0**					

Nguồn: KISVN

Tổng quan doanh nghiệp

VLB có trụ sở chính tại tỉnh Đồng Nai. Hoạt động kinh doanh chính trong khai thác & chế biến đá xây dựng. Hiện nay VLB đang là nhà cung cấp đá xây dựng lớn nhất Nam Bộ nhờ lợi thế sở hữu các mỏ đá Thạnh Phú 1, Thiện Tân 2, Tân Cang 1, Sóc Lu 3 và Sóc Lu 5 có trữ lượng rất lớn (lên đến 94 triệu m^3), bên cạnh các ưu thế khác về vị trí địa lý, cũng như chất lượng sản phẩm.

CĐKT Tỷ đồng

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn (đ/c)	504	370	465	520	583
Tiền và tương đương tiền	376	185	355	396	445
Tài sản dài hạn (đ/c)	127	185	109	124	138
Tài sản cố định	68	64	45	26	14
Đầu tư tài chính	0	0	0	0	0
Khác	294	281	254	296	336
Tổng tài sản	866	715	764	843	933
Người mua trả trước	12	14	13	15	17
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0	0
Phải trả người bán	25	35	32	37	42
Khác	153	136	158	184	209
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	0	0	0	0	0
Nợ và TP dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng nợ và phải trả	190	185	203	236	268
VCSH	676	530	562	607	665
Vốn điều lệ	470	470	470	470	470
Thặng dư	21	21	21	21	21
Quỹ khác	65	61	61	61	61
LN giữ lại	120	(22)	10	55	113
Tổng VCSH	676	530	562	607	665

KQKD Tỷ đồng

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	942	1,275	1,153	1,343	1,523
Giá vốn hàng bán	740	973	885	981	1,067
Lợi nhuận gộp	202	302	268	362	456
Chi phí BH & QLDN	69	78	70	82	93
LN hoạt động	133	224	197	280	363
Doanh thu tài chính	15	12	5	5	5
Thu nhập lãi	14	12	5	4	5
Chi phí tài chính	0	0	0	0	0
Chi phí lãi vay	0	0	0	0	0
LN khác	11	(259)	0	0	0
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	0	0	0	0
LN trước thuế	158	(23)	202	284	368
Thuế TNDN	32	0	40	57	74
LN sau thuế	126	(23)	162	227	294
LN ròng công ty mẹ	126	(23)	162	227	294
EBITDA	159	248	224	311	390

Lưu chuyển tiền tệ Tỷ đồng

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền hoạt động	140	(64)	222	207	265
LN ròng	158	(23)	202	284	368
Khấu hao và khấu trừ	26	24	27	31	28
Tăng vốn lưu động ròng	168	(11)	224	311	390
Dòng tiền đầu tư	86	(33)	62	(7)	(10)
Tài sản cố định	1	(20	(8	(12	(15)
Tăng đầu tư tài chính	85	(13)	70	5	5
Dòng tiền tài chính	(171)	(94)	(113)	(159)	(206)
Tăng vốn chủ	0	0	0	0	0
Tăng nợ	0	0	0	0	0
Chi trả cổ tức	(170)	(94)	(113)	(159)	(206)
Dòng tiền khác	0	0	0	0	0
Tăng tiền mặt	55	(191)	170	41	49

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dữ liệu trên mỗi CP					
EPS	2,415	(495)	3,095	4,351	5,628
BPS	14,385	11,266	11,951	12,914	14,159
DPS	1,200	0	2,400	3,400	4,400
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	(15)	35	(10)	16	13
LN hoạt động	(37)	69	(12)	42	30
LN ròng	(30)	NA	NA	41	29
EPS	(30)	NA	NA	41	29
EBITDA	(34)	NA	NA	39	26
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	14	18	17	21	24
Biên LN ròng	13	(2)	14	17	19
Biên EBITDA	17	19	19	23	26
ROA	14	(3)	22	28	33
ROE	18	(4)	30	39	46
Suất sinh lợi cổ tức	2	0	8	11	14
Tỷ lệ chi trả cổ tức	45	0	70	70	70
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(376)	(185)	(355)	(396)	(445)
Nợ ròng/ VCSH (%)	(56)	(35)	(63)	(65)	(67)
Định giá (x)					
PE	10.8	NA	8.3	5.9	4.6
PB	2.0	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	6.2	4.7	5.7	4.1	3.3

Bimico (KSB)

NẮM GIỮ, GMT: VND17,800

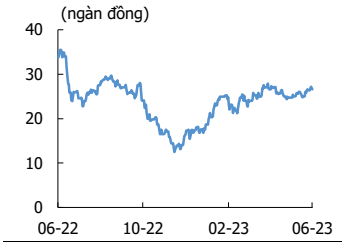
Thị giá (01/06/2023, VND)	26,600
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,029
SLCP lưu hành (triệu)	76
Cao/thấp 52 tuần (VND)	35,450/12,500
GTGDTB 6 tháng (tỷ đồng)	51
Tỷ lệ CP tự do (%)	68.2
Foreign ownership (%)	3.6
Major shareholders (%)	
DRH	29.88

Năm	DT	LNHĐ	LNST	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	EV/ EBITDA	DY
T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(VND)	(VND)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(%)
2021A	884	295	253	2,855	24,281	15	6	13.1	1.9	5.7	0
2022A	859	224	152	1,502	25,327	8	4	9.4	0.7	7.5	0
2023F	715	172	123	1,330	26,657	6	3	16.6	1.0	8.5	0
2024F	754	176	129	1,403	28,061	6	3	15.7	0.9	9.8	0
2025F	982	239	185	2,004	30,065	8	4	11.0	0.9	7.5	0

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	7.7	61.2	(21.1)
Tương quan VNI (%p)	5.0	56.7	(5.1)

Biến động giá



Giá trị doanh nghiệp đã được phản ánh

NẮM GIỮ với GMT 17,800 đồng. Chúng tôi khuyến nghị nắm giữ đối với cổ phiếu KSB dựa trên triển vọng dài hạn. Giá trị hợp lý được dựa trên phương pháp định giá FCFE & FCFF. Trong đó, chúng tôi sử dụng tỷ suất sinh lời yêu cầu vốn chủ sở hữu ở mức 13,61% từ các giả định 1) lãi suất phi rủi ro 5,5%, 2) beta 1,48 và 3) phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu 8,0% và giá trị thanh lý tại năm 2048 bằng 0.

Hưởng lợi từ các dự án hạ tầng: Mặc dù mỏ đá chủ lực Tân Đông Hiệp đóng cửa từ 2019, tuy nhiên KSB vẫn là một trong những nhà khai thác đá xây dựng hàng đầu khu vực Nam bộ. Hiện nay KSB sở hữu ba mỏ đá Tân Mỹ, Đồng Phú & Thiện Tân 7. Đây đều là những mỏ đá có chất lượng tốt, tiềm năng hưởng lợi từ việc phát triển các dự án Vành Đai 3, cao tốc Chơn Thành – Dầu Giây và các dự án cao tốc khu vực ĐBSCL.

Mảng KCN giới hạn về quỹ đất thương phẩm: Theo phân tích BCTC, diện tích đất sẵn sàng cho thuê của KSB luôn duy trì ở mức thấp thấp (~15ha cuối 2022). Hoạt động cho thuê trong năm phụ thuộc rất lớn vào khả năng giải phóng mặt bằng năm trước đó. Nguyên nhân do KCN Đất Cuốc mở rộng-GĐ1 đã cho thuê gần hết diện tích cấp phép. Trong khi phần nhỏ diện tích còn lại đang gặp nhiều khó khăn GPMB do nằm trong khu dân cư hiện hữu, bên cạnh giá đất đền bù cao. Quan trọng hơn, KCN Đất Cuốc mở rộng-GĐ2 (204ha) vẫn chưa được cấp chứng nhận chủ trương đầu tư. Đến thời điểm hiện tại đang ở bước chờ duyệt sửa đổi 1/500 và dự kiến có thể mất hơn 18 tháng để có thể đi vào khai thác. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng cao KQKD mảng KCN sẽ khó có sự tăng trưởng đột biến trong những năm tiếp theo do sự hạn chế về quỹ đất, bên cạnh về biên lợi nhuận khó có sự cải thiện.

Xu hướng LNST giảm trong hai năm tới: Chúng tôi dự báo LNST của KSB có thể ghi nhận giảm trong 2023F-2024F (so với 2022). Con số dự phóng lần lượt ở mức 123 tỷ đồng (-17% n/n) và 129 tỷ đồng (+5% n/n). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng LNST có khả năng sẽ quay lại tăng trưởng trong 2025 sau khi KCN Đất Cuốc mở rộng-GĐ2 có thể khai thác. Ngoài ra, mảng kinh doanh VLXD cũng kỳ vọng hưởng lợi từ bức tranh tăng trưởng ngành.

Giá trị khoản đầu tư lớn VLB có thể không sinh lời như kỳ vọng: Đến thời điểm hiện tại KSB sở hữu khoảng 41% SLCP tại VLB, với giá trị sổ sách đang ghi nhận ở mức 68,000 đồng/CP (gấp 2,3 lần so với giá đóng cửa VLB ngày

01/06/2023). Đồng thời, trên cơ sở định giá giá trị hợp lý của VLB ở mức VND45,100, chúng tôi cho rằng KSB có thể sẽ đối mặt với rủi ro không đạt được tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng trong thương vụ đầu tư VLB.

Chi phí VCSH – giả định

Chỉ tiêu	%
Beta	1.01
Lãi suất phi rủi ro	5.50%
Phần bù rủi ro	8.00%
Chi phí VCSH	**13.61%**

Nguồn: KISVN

WACC – giả định

Chỉ tiêu	%
CP nợ vay	10.70%
Nợ vay/VSCH mục tiêu	0.00%
Thuế TNDN	20.00%
WACC	**13.61%**

Nguồn: KISVN

Tổng hợp định giá FCFE Tỷ đồng

FCFE	FY2023F	FY2024F	FY2025F	FY2026F	FY2027F	FY2028-48F
EBIT x (1-thuế TNDN)	94	101	156	168	180	3,213
cộng: khấu hao	190	138	170	169	169	1,981
trừ: chi tiêu vốn	(24)	(15)	(150)	(150)	(150)	(510)
(tăng) / giảm vốn lưu động	(131)	(170)	(4)	(57)	(59)	(422)
trừ: khen thưởng & phúc lợi	(21)	(22)	(31)	(33)	(35)	(639)
cộng: nợ vay ròng	(81)	(107)	(88)	(112)	(112)	(597)
FCFE	29	(75)	53	(16)	(7)	3,027
GTHT các khoản FCFE	15	(59)	36	(9)	(4)	629
Lũy kế GTHT các khoản FCFE đến 2048	**609**					
Giá trị thanh lý	**0**					

Nguồn: KISVN

Tổng hợp định giá FCFF Tỷ đồng

FCFF	FY2023F	FY2024F	FY2025F	FY2026F	FY2027F	FY2028-48F
EBIT x (1-thuế TNDN)	94	101	156	168	180	3,213
cộng: khấu hao	190	138	170	169	169	1,981
trừ: chi tiêu vốn	(24)	(15)	(150)	(150)	(150)	(510)
(tăng) / giảm vốn lưu động	(131)	(170)	(4)	(57)	(59)	(422)
trừ: khen thưởng & phúc lợi	(21)	(22)	(31)	(33)	(35)	(639)
cộng: CP lãi vay (1- thuế TNDN)	43	39	35	31	27	181
FCFF	152	72	177	128	132	3,805
GTHT các khoản FCFF	83	59	130	83	75	886
Lũy kế GTHT các khoản FCFF đến 2048	**1,317**					
Giá trị thanh lý	**0**					

Nguồn: KISVN

Tổng quan về doanh nghiệp

KSB có trụ sở tại tỉnh Bình Dương, hoạt động chính trong lĩnh vực khai thác & chế biến VLXD và dịch vụ hạ tầng KCN. Năm 2022, KSB đứng vị trí thứ hai danh sách các nhà khai thác đá xây dựng lớn nhất Nam bộ với 1,6 triệu m^3 đá nguyên khối từ ba mỏ khai thác Tân Mỹ, Phú Giáo và Thiện Tân 7.

CĐKT Tỷ đồng

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn (đ/c)	2,100	2,059	2,101	2,067	2,222
Tiền và tương đương tiền	94	122	160	118	230
Tài sản dài hạn (đ/c)	2,006	1,937	1,941	1,949	1,992
Tài sản cố định	117	97	45	2	0
Đầu tư tài chính	341	339	339	339	339
Khác	1,426	1,748	1,715	1,766	1,809
Tổng tài sản	3,985	4,243	4,200	4,174	4,369
Người mua trả trước	2	1	1	1	1
Doanh thu chưa thực hiện	38	21	19	19	19
Phải trả người bán	38	47	39	41	54
Khác	767	515	525	553	720
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	387	758	749	713	696
Nợ và TP dài hạn	343	358	286	215	143
Tổng nợ và phải trả	1,231	1,342	1,332	1,327	1,490
VCSH	1,788	1,941	2,043	2,150	2,304
Vốn điều lệ	736	766	766	766	766
Thặng dư	0	0	0	0	0
Quỹ khác	166	181	181	181	181
LN giữ lại	886	993	1,095	1,203	1,356
Tổng VCSH	1,788	1,941	2,043	2,150	2,304

KQKD Tỷ đồng

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	884	859	715	754	982
Giá vốn hàng bán	472	542	466	497	636
Lợi nhuận gộp	412	317	249	257	346
Chi phí BH & QLDN	117	93	78	82	107
LN hoạt động	295	224	172	176	239
Doanh thu tài chính	103	94	37	37	38
Thu nhập lãi	22	58	2	2	2
Chi phí tài chính	95	135	54	49	44
Chi phí lãi vay	95	135	54	49	44
LN khác	3	4	0	0	0
Lãi (lỗ) từ LD&LK	(5)	(2)	(2)	(2)	(2)
LN trước thuế	301	184	153	162	231
Thuế TNDN	48	32	31	32	46
LN sau thuế	253	152	123	129	185
LN ròng công ty mẹ	253	152	123	129	185
EBITDA	449	402	362	313	410

Lưu chuyển tiền tệ Tỷ đồng

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền hoạt động	44	130	107	46	1,431
LN ròng	301	184	153	162	231
Khấu hao và khấu trừ	154	178	190	138	170
Tăng VLĐ ròng	462	395	362	313	410
Dòng tiền đầu tư	(173)	(496)	11	20	(1,231)
Tài sản cố định	(170)	(507)	(24)	(15)	(1,266)
Tăng đầu tư tài chính	(3)	11	35	35	35
Dòng tiền tài chính	71	395	(81)	(107)	(88)
Tăng vốn chủ	0	30	0	0	0
Tăng nợ	0	0	(9)	(36)	(17)
Chi trả cổ tức	0	0	0	0	0
Dòng tiền khác	0	0	0	0	0
Tăng tiền mặt	(57)	28	38	(42)	112

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dữ liệu trên mỗi CP					
EPS	2,855	1,502	1,330	1,403	2,004
BPS	24,281	25,327	26,657	28,061	30,065
DPS	0	0	0	0	0
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	(33)	(3)	(17)	5	30
LN hoạt động	(33)	(24)	(23)	2	36
LN ròng	(23)	(40)	(19)	5	43
EPS	(23)	(40)	(19)	5	43
EBITDA	(34)	(10)	(10)	(13)	31
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	33	26	24	23	24
Biên LN ròng	29	18	17	17	19
Biên EBITDA	51	47	51	42	42
ROA	6	4	3	3	4
ROE	15	8	6	6	8
Suất sinh lợi cổ tức	0	0	0	0	0
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0	0	0	0	0
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	636	993	875	809	609
Nợ ròng/ VCSH (%)	36	51	43	38	26
Định giá (x)					
PE	13.1	9.4	16.6	15.7	11.0
PB	1.9	0.7	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.7	7.5	8.5	9.8	7.5

Hóa An (DHA)

MUA, GMT: VND47,000

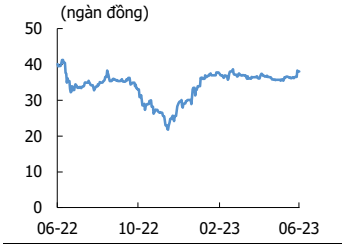
Thị giá (01/06/2023, VND)	38,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	560
SLCP lưu hành (triệu)	15
Cao/ thấp 52 tuần (đồng)	41,296/21,774
GTGDTB 6 tháng (tỷ đồng)	2
Tỷ lệ CP tự do (%)	34.6
Sở hữu NN (%)	18.5
Cổ đông lớn (%)	
Fico	25.5
C32	13.5

Năm	DT	LNHĐ	LNST	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	EV/ EBITDA	DY
T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(VND)	(VND)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(%)
2021A	337	79	90	5,592	30,991	15	6	6.4	1.2	4.7	9
2022A	388	86	52	3,373	29,257	8	4	11.1	1.3	5.2	14
2023F	362	81	79	4,879	29,137	6	3	7.1	1.6	5.7	14
2024F	427	105	92	5,682	29,816	6	3	6.1	1.3	4.5	14
2025F	438	115	100	6,203	31,016	8	4	5.6	1.3	4.1	14

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	6.4	29.6	(5.7)
Tương quan VNI (%p)	3.7	25.1	10.2

Biến động giá



Tỷ suất cổ tức hấp dẫn

MUA với GMT 47,000 đồng. Chúng tôi khuyến nghị mua đối với cổ phiếu DHA dựa trên triển vọng giai đoạn 2023-2025. Giá trị hợp lý được dựa trên phương pháp định giá FCFE. Trong đó suất chiết khấu vốn chủ sở hữu ở mức 15.1% từ các giả định 1) lãi suất phi rủi ro 5.5%, 2) beta 1.2 và 3) phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu 8.0% và giá trị thanh lý tại năm 2044 bằng 0.

LNST 2023 dự báo phục hồi đáng kể khi không còn trích lập dự phòng các khoản đầu tư: Năm 2022, mặc dù doanh thu ghi nhận sự tăng trưởng +15% n/n, đạt 388 tỷ đồng. Tuy nhiên LNST của doanh nghiệp chỉ đạt mức 52 tỷ đồng, giảm mạnh 42% n/n. Nguyên nhân chính trong kỳ DHA phải trích lập dự phòng 35 tỷ đồng cho hoạt động đầu tư cổ phiếu. (HPG chiếm hơn 90% các khoản trích lập).
Trong năm 2023, mặc dù dự báo doanh thu có thể giảm nhẹ 7% so với 2022. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng LNST của DHA có thể tăng trưởng +51% n/n, đạt 79 tỷ đồng khi không còn trích lập dự phòng các khoản đầu tư, bên cạnh có thể ghi nhận khoản hoàn nhập đánh giá lại 8-10 tỷ đồng từ BCTC soát xét bán niên trong bối cảnh giá cổ phiếu HPG đã phục hồi đáng kể so với thời điểm cuối năm.

Cổ tức hấp dẫn cho chiến lược đầu tư giá trị: cổ tức tiền mặt trung bình của DHA trong 3 năm trở lại đây 2020-2022 ở mức 5,000 đồng/CP, tương đương TSSL cổ tức 14% giá trị thị trường ở thời điểm hiện tại. Với trữ lượng còn lại khá lớn và triển vọng thị trường xây dựng tích cực trong ngắn, trung và dài hạn, chúng tôi đánh giá cao khả năng DHA vẫn có thể duy trì mức cổ tức này trong những năm tiếp theo. Đặc biệt, trong xu hướng lãi suất giảm trong những năm tiếp theo, chúng tôi nhận thấy đây là mức cổ tức có biên an toàn cao cho chiến lược đầu tư giá trị.

Các mỏ đá dự báo hưởng lợi từ triển vọng tăng trưởng ngành nhưng không quá mạnh mẽ do giới hạn về công suất: Tương tự như VLB, các mỏ đá của DHA kỳ vọng được hưởng lợi từ việc triển khai mạnh mẽ các dự án hạ tầng tại Nam bộ trong năm sau, bên cạnh sự khan hiếm nguồn cung của khu vực. Tuy nhiên, đến thời điểm cuối năm 2022 hai mỏ đá chủ lực của DHA là Thạnh Phú 2 (98% CSTK) và Tân Cang 1 (108% CSTK) đều gần như đã khai thác toàn dụng công suất. Do đó, mặc dù chúng tôi kỳ vọng về khả năng cải thiện đáng kể giá bán và các chỉ số biên lợi nhuận. Tuy nhiên doanh thu và LNST của công ty sẽ khó có sự bức phá mạnh mẽ trong những năm tiếp theo.

Tổng quan về doanh nghiệp

DHA có trụ sở chính tại tỉnh Đồng Nai là một trong những doanh nghiệp khai thác đá lâu đời nhất tại Nam Bộ. Doanh thu hiện tại của công ty 100% đến từ đá xây dựng từ các mỏ khai thác Tân Cang 1, Thạnh Phú 2 & Núi Gió. Đây đều là các mỏ đá có chất lượng tốt và lợi thế cạnh tranh về trí địa lý.

Chi phí VCSH – giả định

Chỉ tiêu	%
Beta	1.20
Lãi suất phi rủi ro	5.50%
Phần bù rủi ro	8.00%
Chi phí VCSH	**15.10%**

Nguồn: KISVN

WACC – giả định

Chỉ tiêu	%
CP nợ vay	10.70%
Nợ vay/VSCH mục tiêu	0.00%
Thuế TNDN	20.00%
WACC	**15.10%**

Nguồn: KISVN

Tổng hợp định giá FCFE

Tỷ đồng

FCFE	FY2023F	FY2024F	FY2025F	FY2026F	FY2027F	FY2028-44F
EBIT x (1-thuế TNDN)	73	89	101	110	111	757
cộng: khấu hao	8	8	8	8	8	12
trừ: chi tiêu vốn	0	0	0	0	0	0
(tăng) / giảm vốn lưu động	19	8	(5)	(3)	(1)	105
trừ: khen thưởng & phúc lợi	(5)	(6)	(7)	(7)	(7)	(54)
cộng: nợ vay ròng	0	0	0	0	0	0
FCFE	94	99	97	108	111	820
GTHT các khoản FCFE	51	79	68	65	58	199
Lũy kế GTHT các khoản FCFE đến 2044	**520**					
Giá trị thanh lý	**0**					

Nguồn: KISVN

Bảng CĐKT Tỷ đồng

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn (đ/c)	394	369	383	402	428
Tiền và tương đương tiền	134	61	86	123	146
Tài sản dài hạn (đ/c)	260	308	297	279	282
Tài sản cố định	59	53	46	38	31
Đầu tư tài chính	0	0	0	0	0
Khác	79	69	66	74	75
Tổng tài sản	531	491	494	514	534
Người mua trả trước	3	2	2	2	2
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0	0
Phải trả người bán	10	12	11	13	14
Khác	44	29	35	41	43
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	0	0	0	0	0
Nợ và TP dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng nợ và phải trả	57	43	48	57	58
VCSH	469	442	441	451	469
Vốn điều lệ	151	151	151	151	151
Thặng dư	58	58	58	58	58
Quỹ khác	87	87	87	87	87
LN giữ lại	172	146	144	154	172
Tổng VCSH	469	442	441	451	469

KQKD Tỷ đồng

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	337	388	362	427	438
Giá vốn hàng bán	242	285	265	304	304
Lợi nhuận gộp	95	103	97	123	134
Chi phí BH & QLDN	16	17	15	18	19
LN hoạt động	79	86	81	105	115
Doanh thu tài chính	26	11	17	10	10
Thu nhập lãi	8	9	8	8	9
Chi phí tài chính	-5	33	0	0	0
Chi phí lãi vay	0	0	0	0	0
LN khác	3	1	0	0	0
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	0	0	0	0
LN trước thuế	112	65	98	115	125
Thuế TNDN	22	13	20	23	25
LN sau thuế	90	52	79	92	100
LN ròng công ty mẹ	90	52	79	92	100
EBITDA	89	94	90	114	125

Lưu chuyển tiền tệ Tỷ đồng

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền hoạt động	138	0	79	104	91
LN ròng	112	65	98	115	125
Khấu hao và khấu trừ	9	8	9	9	10
Tăng vốn lưu động ròng	88	95	90	114	125
Dòng tiền đầu tư	3	1	21	8	8
Tài sản cố định	0	-2	-1	-2	-2
Tăng đầu tư tài chính	3	3	22	10	10
Dòng tiền tài chính	(44)	(74)	(76)	(76)	(76)
Tăng vốn chủ	0	0	0	0	0
Tăng nợ	0	0	0	0	0
Chi trả cổ tức	(44)	(74)	(76)	(76)	(76)
Dòng tiền khác	0	0	0	0	0
Tăng tiền mặt	97	(73)	25	37	23

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dữ liệu trên mỗi CP					
EPS	5,592	3,373	4,879	5,682	6,203
BPS	30,991	29,257	29,137	29,816	31,016
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	(12)	15	(7)	18	3
LN hoạt động	(24)	9	(6)	29	10
LN ròng	(8)	(42)	50	16	9
EPS	(8)	(42)	50	16	9
EBITDA	(22)	7	(5)	27	10
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	23	22	22	25	26
Biên LN ròng	27	13	22	21	23
Biên EBITDA	26	24	25	27	29
ROA	18	10	16	18	19
ROE	20	11	18	21	22
Suất sinh lợi cổ tức	9	14	14	14	14
Tỷ lệ chi trả cổ tức	82	141	96	83	76
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(134)	(61)	(86)	(123)	(146)
Nợ ròng/ VCSH (%)	(29)	(14)	(19)	(27)	(31)
Định giá (x)					
PE	6.4	11.1	7.1	6.1	5.6
PB	1.2	1.3	1.6	1.3	1.3
EV/EBITDA	4.7	5.2	5.7	4.5	4.1

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 1/06/2023.
KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.
Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 1/06/2023.
KIS Vietnam Securities Corp. đã phát hành chứng quyền có đảm bảm với cổ phiếu VLXD và hiện là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Phòng Phân Tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tại liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiên và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2023 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..