

## Đá xây dựng

# Thời điểm bứt phá đã đến gần?

- Mặc dù kỳ vọng sẽ được hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng tại Việt Nam, tuy nhiên kết quả kinh doanh của nhóm công ty đá xây dựng niêm yết lại liên tục suy giảm trong giai đoạn 2020-22.
- Thời điểm bứt phá của các công ty đá xây dựng sẽ đến từ Q4/23 khi hàng loạt các dự án được đẩy mạnh thi công, đặc biệt là sân bay Long Thành.
- Chúng tôi ưa thích VLB trong khi DHA và KSB ở danh mục theo dõi.

### Kỳ vọng nhu cầu đá xây dựng tăng từ Q4/23 nhờ giải ngân vốn đầu tư công mạnh mẽ và ngành BĐS dần dựng dần ấm trở lại

Phát triển cơ sở hạ tầng đang là trọng tâm trong kế hoạch đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công của Chính phủ năm 2023 (kế hoạch giải ngân tăng 32% so với thực tế năm 2022) với hàng loạt dự án quy mô lớn được triển khai như cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1 & 2, đường vành đai 3 – TP.HCM, đường vành đai 4 – Hà Nội. Siêu dự án sân bay Long Thành cũng được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh thi công từ tháng 8/2023 khi gói thầu lớn nhất – xây dựng nhà ga hành khách tìm được nhà thầu (chi tiết xem tại báo cáo [Tăng tốc thi công sân bay Long Thành](#)). Trong khi đó, nguồn cung BĐS dân dụng cũng được kỳ vọng sẽ tăng 32% svck trong năm 2024. Đây sẽ là những yếu tố thúc đẩy nhu cầu đá xây dựng bứt phá trong những quý tới.

### Nhóm công ty sở hữu các mỏ đá ở vị trí thuận lợi, công suất lớn và thời gian khai thác dài sẽ được hưởng lợi chính

Nhu cầu được kỳ vọng sẽ tăng mạnh, tuy nhiên nguồn cung đá xây dựng lại khá hạn chế do (1) quy hoạch khai thác vật liệu xây dựng giai đoạn 2021-25 vẫn chưa được Chính phủ phê duyệt; và (2) việc cấp phép khai thác mới hoặc mở rộng khai thác tại các mỏ đá đang gặp khó khăn do sự phản đối của người dân địa phương trong các vấn đề về môi trường. Mặt khác, những cụm mỏ đá nằm gần các dự án trọng điểm, cửa sông sẽ được ưu tiên huy động nhờ lợi thế về chi phí và thời gian vận chuyển. Do đó, chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp đang sở hữu các cụm mỏ đá Tân Cang, Thạnh Phú và Thiện Tân (do VLB, KSB, DHA và DND sở hữu) sẽ được hưởng lợi chính từ chủ đề này.

### Chúng tôi ưa thích VLB trong khi DHA và KSB ở danh mục theo dõi

Bên cạnh việc sở hữu các mỏ đá chất lượng, chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp sở hữu tiêu chí: (1) các mỏ đá đã đền bù giải phóng mặt bằng phần lớn trong phạm vi khai thác, giúp đảm bảo biên lợi nhuận ròng cao và (2) chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn.

Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) giải ngân đầu tư công hạn chế khiến tiến độ thi công của các dự án hạ tầng chậm hơn dự kiến, và (2) tiền cấp quyền khai thác khoáng sản cao hơn dự kiến ảnh hưởng biên lợi nhuận ròng của các công ty đá xây dựng.

Động lực tăng giá là quy hoạch khai thác vật liệu xây dựng giai đoạn 2021-25 được Chính phủ phê duyệt, giúp các công ty xin cấp phép thành công các mỏ đá mới.

### Hình 1: Các dự án hạ tầng giao thông nổi bật tại miền Nam và ước tính nhu cầu đá xây dựng của từng dự án

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời điểm hoàn thành	Ước tính nhu cầu đá xây dựng (triệu m <sup>3</sup> )
Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)	109.112	2026	18,0
Vành đai 3 - TP.HCM	75.378	2026	4,4
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	44.700	2027	3,4
Cao tốc Cần Thơ - Hậu Giang	10.371	2027	2,0
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	17.837	2026	0,7
Cao tốc Cao Lãnh - Lộ Tẻ	950	2024	na
Cao tốc Mỹ An - Cao Lãnh	6.209	2025	na
Cao tốc Dầu Giây - Tân Phú	8.365	2025	na
Cao tốc Tân Phú - Bảo Lộc	17.200	2026	na
Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài	16.729	2027	na
Cao tốc Hậu Giang - Cà Mau	17.152	2027	na

Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, BỘ GIAO THÔNG VẬN TẢI

#### Chuyên viên phân tích:



**Trần Bá Trung**

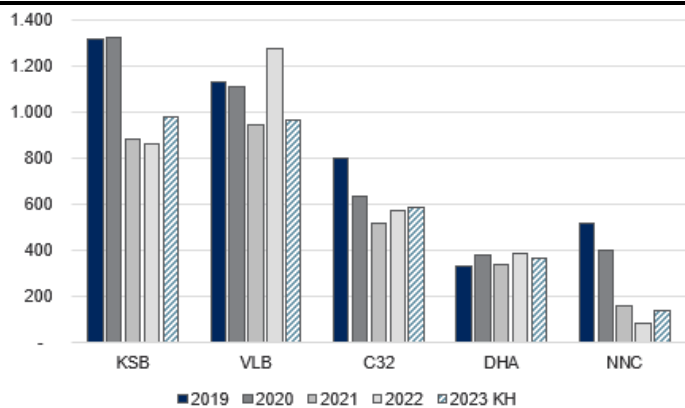
[trung.tranba@vndirect.com.vn](mailto:trung.tranba@vndirect.com.vn)

## Thời điểm bứt phá đã đến gần?

**Được kỳ vọng được hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh đầu tư hạ tầng tại Việt Nam tuy nhiên KQKD của các công ty đá xây dựng niêm yết lại liên tục suy giảm trong giai đoạn 2020-22**

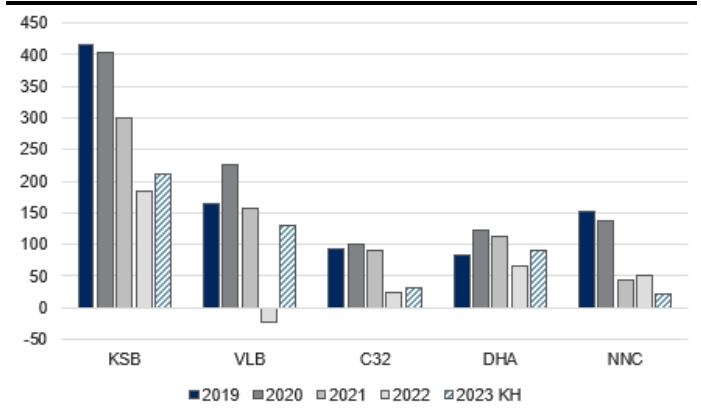
Trong giai đoạn 2020-21, doanh thu của các công ty đá xây dựng niêm yết (bao gồm KSB, VLB, C32, DHA và NNC) đã giảm lần lượt 5,9%-26,4% svck, mặc dù trong năm 2022 đã ghi nhận tăng trưởng trở lại 11,8% svck nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với mức doanh thu của năm 2019. Hiệu quả sinh lời cũng giảm mạnh khi lợi nhuận trước thuế (LNTT) giai đoạn 2021-22 giảm lần lượt 28,5%-57,4% svck.

Hình 2: Doanh thu thực tế giai đoạn 2019-22 và kế hoạch 2023 của các công ty đá xây dựng niêm yết (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Lợi nhuận trước thuế thực tế giai đoạn 2019-22 và kế hoạch 2023 của các công ty đá xây dựng niêm yết (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mặc dù kỳ vọng sẽ được hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng tại Việt Nam, tuy nhiên kết quả kinh doanh của nhóm công ty đá xây dựng niêm yết vẫn liên tục suy giảm trong giai đoạn 2020-22, chúng tôi cho rằng xu hướng này đến chủ yếu bởi:

- (1) Các lệnh giãn cách xã hội (do ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19) và giá vật liệu xây dựng biến động mạnh trong giai đoạn 2020-22 đã làm chậm tiến độ xây dựng tại các công trình xây dựng. Nhiều dự án hạ tầng giao thông lớn tại khu vực miền Nam bị chậm tiến độ so với dự kiến ban đầu như: cao tốc Bến Lức – Long Thành, metro line 2 (Bến Thành – Tham Lương), vành đai 2 – TP.HCM, sân bay Long Thành,...
- (2) Thị trường bất động sản (BDS) dân dụng đã chững lại kể từ Q2/22 sau hàng loạt sự kiện bất giữ một số nhà lãnh đạo doanh nghiệp BDS lớn (vi phạm quy định phát hành trái phiếu doanh nghiệp), lãi suất mua nhà tăng và room tín dụng hạn chế. Các dự án bất động sản cũng là đầu ra chính của sản phẩm đá chất lượng cao (đá 1x2 – vốn có giá bán và biên lợi nhuận tốt hơn), điều này cũng làm ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các công ty trong ngành.
- (3) Nhiều mỏ đá có vị trí tốt, chất lượng cao đã cạn kiệt và hết thời hạn khai thác, làm giảm sản lượng của các công ty trong ngành, tiêu biểu như mỏ Tân Đông Hiệp (KSB và C32 tham gia khai thác; đã hết hạn từ 31/12/2019), mỏ Núi Nhỏ (NNC, 31/12/2017). Các mỏ đá còn lại thường có vị trí xa TP.HCM, chất lượng đá không cao và khó khai thác, do đó biên lợi nhuận của mỏ cũng thấp hơn.

(4) Do điều chỉnh giá tính thuế tài nguyên từ nguyên khai sang nguyên khối theo hệ số nở ròi, nhiều mỏ đá trong năm 2022 đã phải nộp bổ sung tiền cấp quyền khai thác khoáng sản giai đoạn 2014-21 cho chính quyền địa phương, từ đó bào mòn lợi nhuận ròng của doanh nghiệp.

Về kế hoạch kinh doanh 2023, các công ty đá xây dựng kỳ vọng doanh thu sẽ giảm nhẹ 4,3% svck trong khi LNTT bứt phá tăng 60,5% svck chủ yếu nhờ việc loại trừ được khoản chi phí ghi nhận một lần trong năm 2022 (thuế tài nguyên bổ sung).

Hình 4: Kế hoạch kinh doanh 2023 và kết quả kinh doanh Q1/23 của các công ty đá xây dựng niêm yết

Công ty	Kết quả kinh doanh 2022 (tỷ đồng)		Kế hoạch kinh doanh 2023 (tỷ đồng)		Thay đổi svck (%)		Kết quả kinh doanh Q1/23 (tỷ đồng)		Thay đổi svck (%)	
	Doanh thu	LNTT	Doanh thu	LNTT	Doanh thu	LNTT	Doanh thu	LNTT	Doanh thu	LNTT
KSB	859	184	980	210	14,1%	14,1%	114	22	-56,5%	-58,5%
VLB	1.275	(23)	965	130	-24,3%	NA	249	39	-8,8%	-27,8%
C32	572	24	590	31	3,2%	30,2%	97	1	-21,0%	-92,9%
DHA	388	65	365	90	-5,9%	38,5%	75	19	-9,6%	-20,8%
NNC	81	51	137	22	70,0%	-56,9%	29	7	51,9%	6609,7%
<b>Tổng</b>	<b>3.174</b>	<b>301</b>	<b>3.037</b>	<b>483</b>	<b>-4,3%</b>	<b>60,5%</b>	<b>564</b>	<b>88</b>	<b>-25,8%</b>	<b>-37,8%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

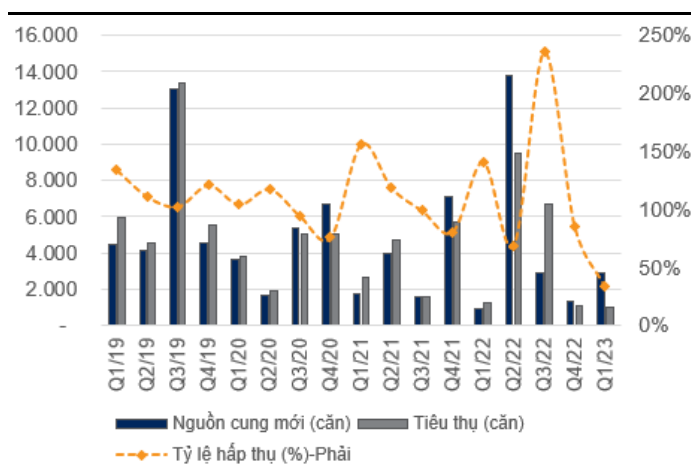
Nhìn chung các khó khăn đối với nhu cầu đá xây dựng tại khu vực miền Nam (đã được đề cập bên trên) vẫn tiếp tục tiếp diễn trong những tháng đầu năm 2023. Kết quả là doanh thu và LNTT của các công ty đá xây dựng niêm yết đã giảm lần lượt 25,8%-37,8% svck trong Q1/23.

### Kỳ vọng nhu cầu đá xây dựng tăng từ Q4/23 nhờ giải ngân vốn đầu tư công mạnh mẽ và ngành BĐS dân dụng dần ấm trở lại

#### Nguồn cung BĐS dân dụng được kỳ vọng sẽ phục hồi trong năm 2024

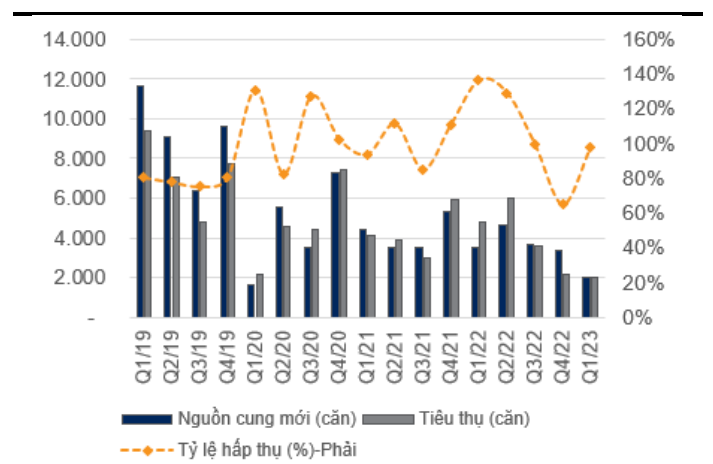
Kể từ Q2/22, ngành BĐS nội địa chứng lại sau hàng loạt sự kiện bất giữ một số nhà lãnh đạo doanh nghiệp BĐS lớn (vi phạm quy định phát hành trái phiếu doanh nghiệp), lãi suất mua nhà tăng và room tín dụng hạn chế. Kết quả là nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM và Hà Nội đã suy giảm đáng kể trong những quý gần đây (chi tiết tại hình 5-6).

Hình 5: Nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM giảm mạnh kể từ Q3/22



Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, CBRE

Hình 6: Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội đã giảm 3 quý liên tiếp



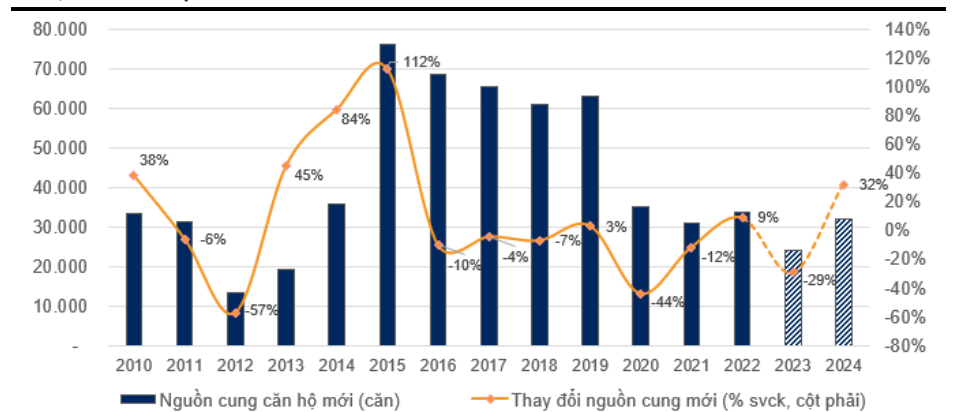
Nguồn: VNDIRECTS RESEARCH, CBRE

Chúng tôi nhận thấy một số tín hiệu tích cực hơn đối với ngành BĐS đã dần xuất hiện thời gian gần đây. Các chính sách nhằm tháo gỡ thị trường BĐS được ban hành kể từ đầu năm 2023 như Nghị định 08/2023 về trái phiếu doanh nghiệp, Nghị quyết 33 về một số giải pháp tháo gỡ thị trường BĐS, Quyết định 388 về đề án phát triển nhà ở xã hội và mới đây nhất là ND10 tạo cơ sở giải quyết các nút thắt pháp lý.

Tuy nhiên hiệu quả thực tế triển khai vẫn cần kiểm chứng thêm, diễn hình từ gói hỗ trợ 30 nghìn tỷ đồng năm 2013 đã gặp nhiều vấn đề bất cập. Chúng tôi cho rằng vẫn còn quá sớm để đánh giá thị trường BĐS liệu có “rã đông” khi thực tế triển khai các chính sách vẫn còn bỏ ngõ và nhiều điểm nghẽn về pháp lý vẫn chưa được giải quyết triệt để. Các chính sách ban hành như trên có thể tháo gỡ một phần nút thắt, tuy nhiên cần những giải pháp đồng bộ hơn về cả quy trình pháp lý, tiếp cận nguồn vốn để thị trường BĐS phục hồi.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung BĐS nội địa sẽ chỉ có thể được hồi phục từ Q3/2024 khi (1) Luật đất đai sửa đổi được thông qua tháo gỡ hàng loạt, đồng bộ các nút thắt pháp lý và (2) áp lực tài chính, lãi suất được giảm bớt khi các ngân hàng tạo điều kiện tiếp cận nguồn vốn thuận lợi hơn cũng như kích cầu người mua nhà. Đây sẽ là động lực tăng trưởng cho nhu cầu đá xây dựng trong năm tới.

**Hình 7: Dự báo nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM và Hà Nội sẽ tăng 32% svck trong năm 2024, từ mức thấp của năm 2023**

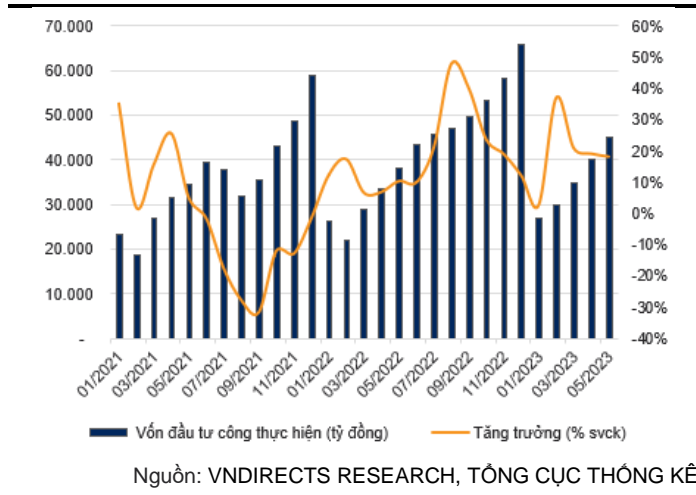


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, SAVILLS

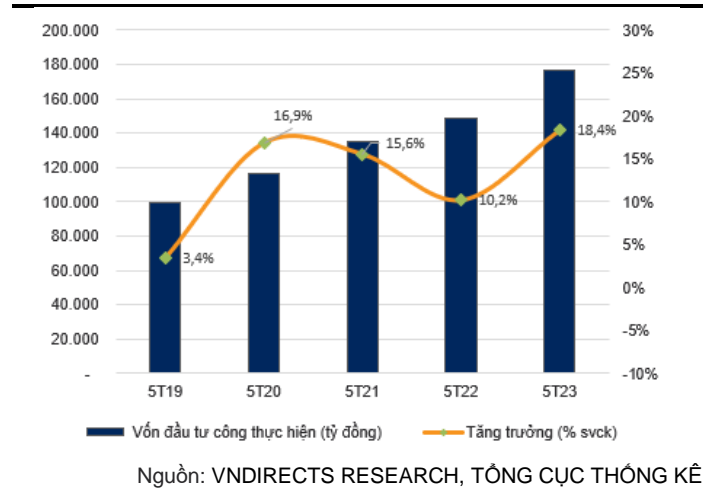
**Phát triển hạ tầng giao thông sẽ là ưu tiên trong giải ngân đầu tư công tại Việt Nam giai đoạn 2023-25**

Kể từ đầu năm 2023, Chính phủ đã đẩy mạnh đầu tư công để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh đầu tư tư nhân và đầu tư trực tiếp nước ngoài suy yếu. Theo Tổng cục Thống kê, vốn nhà nước thực hiện (đầu tư công) trong tháng 5/2023 tăng 18,2% svck lên 45,1 nghìn tỷ đồng (so với +12,7% svck ở tháng 4/2023). Trong 5T23, vốn nhà nước thực hiện tăng 18,4% svck lên 177 nghìn tỷ đồng, cao hơn tốc độ tăng 10,1% svck trong 5T22.

**Hình 8: Giải ngân đầu tư công tăng trưởng ổn định**



**Hình 9: Vốn đầu tư công thực hiện tăng 18% svck trong 5T23**

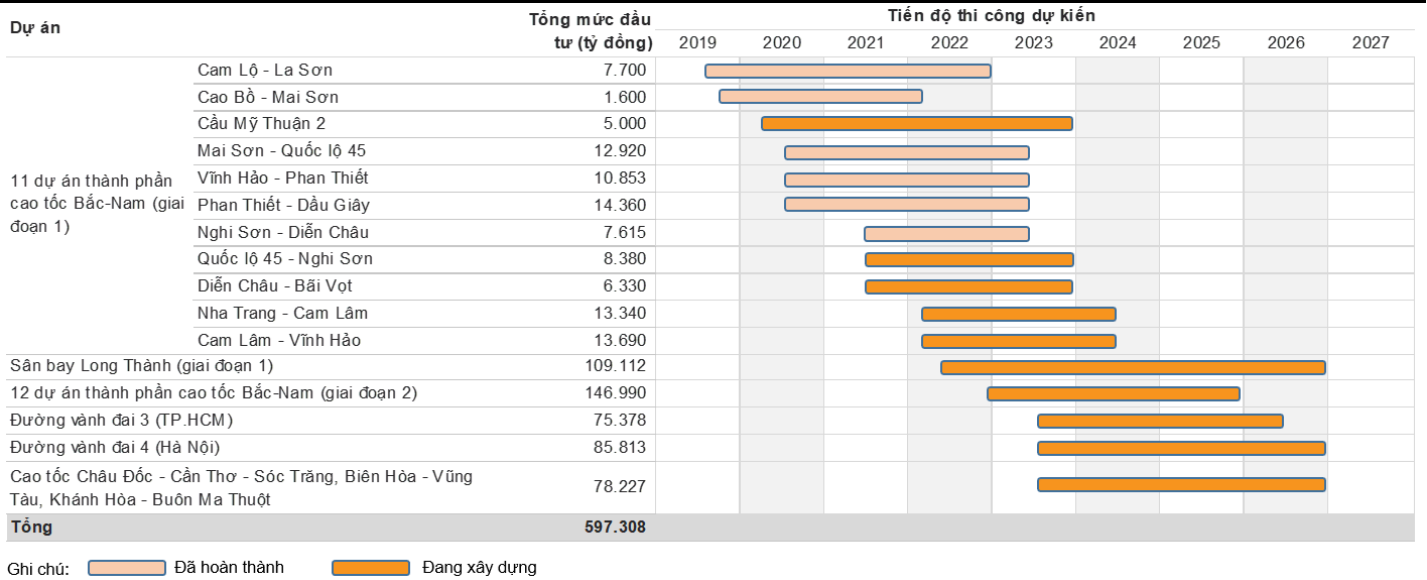


Tuy nhiên, vốn đầu tư công thực hiện 5T23 chỉ đạt 25,5% kế hoạch cả năm 2023 (so với 25,6% kế hoạch cả năm 2022 trong 5T22). Do đó, Chính phủ cần đẩy mạnh hơn nữa đầu tư công trong những tháng tới để hoàn thành mục tiêu giải ngân hơn 700.000 tỷ đồng vốn đầu tư công vào năm 2023. Hiện chúng tôi nhận thấy một số yếu tố hỗ trợ để đẩy nhanh hơn nữa các dự án đầu tư công trong năm nay, bao gồm:

- Nợ công của Việt Nam đã giảm đáng kể trong những năm qua: Nhờ tăng trưởng GDP khá trong giai đoạn 2016-2022 và kiểm soát chi tiêu chặt chẽ, nợ công của Việt Nam đã giảm nhanh chóng từ 51% cuối năm 2016 xuống 40% vào cuối năm 2022 (ước tính của IMF), thấp hơn nhiều so với trần nợ công của Việt Nam là 60% GDP. Nợ công thấp tạo dư địa cho việc mở rộng chính sách tài khóa để hỗ trợ phục hồi kinh tế.
- Lợi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam giảm mạnh kể từ đầu năm 2023: Tính đến ngày 10/5, trên thị trường sơ cấp, lợi suất trái phiếu Chính phủ (TPCP) kỳ hạn 10 năm và 15 năm giảm 167 và 170 điểm cơ bản so với đầu năm, xuống lần lượt là 3,0% và 3,1%. Trên thị trường thứ cấp, lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm và 10 năm của Việt Nam giảm lần lượt 242 và 189 điểm cơ bản so với đầu năm, xuống lần lượt 2,6% và 3,2%.
- Khởi công các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm trong tháng 6/2023: Các dự án đáng chú ý đã được khởi công trong những ngày gần đây bao gồm cao tốc Châu Đốc -Cần Thơ - Sóc Trăng, Biên Hòa - Vũng Tàu, Khánh Hòa - Buôn Ma Thuật, Cao Lãnh – An Hữu và 2 đường vành đai gồm vành đai 4 Hà Nội và vành đai 3 TP.HCM.

Trong giai đoạn 2019-22, giải ngân 6 tháng cuối năm thường chiếm khoảng 60-65% dữ liệu cả năm, do đó chúng tôi vẫn giữ nguyên dự phóng vốn nhà nước thực hiện tăng 25% so với thực tế thực hiện năm 2022.

**Hình 10: Tiến độ dự kiến của các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm**



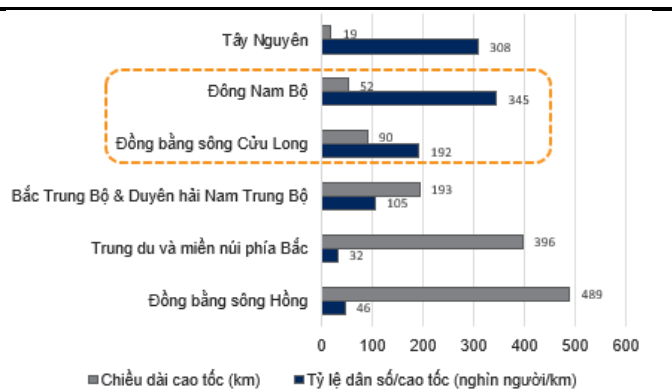
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GIAO THÔNG VẬN TẢI

Trong giai đoạn 2024-25, chúng tôi kỳ vọng kế hoạch giải ngân vốn nhà nước của Chính phủ vẫn sẽ ở mức cao và phát triển cơ sở hạ tầng giao thông vẫn sẽ là trọng tâm ưu tiên nhờ (1) kế hoạch giải ngân đầu tư công trung hạn đã được Quốc hội phê duyệt trong giai đoạn 2021-25 lên tới 2,87 triệu tỷ đồng, tăng 43,5% so với giai đoạn 2016-20; và (2) Bộ Giao thông Vận tải đã đặt kế hoạch cả nước sẽ có 3.000 km đường cao tốc đến năm 2025 từ mức 1.729 km hiện nay (tính đến 18/06/2023).

**Khu vực miền Nam sẽ được ưu tiên phát triển hạ tầng giao thông**

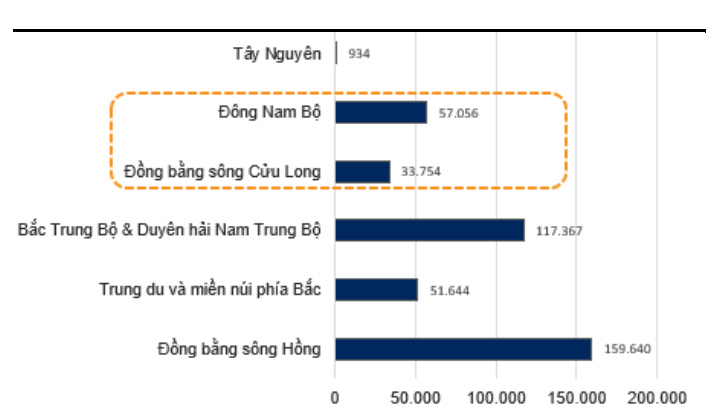
Tại miền Nam Việt Nam, mặc dù là vùng kinh tế đóng góp GDP lớn nhất cả nước tuy nhiên hệ thống cơ sở hạ tầng tại khu vực lại khá hạn chế do (1) phân bổ vốn đầu tư công cho phát triển hạ tầng giao thông tại khu vực miền Nam thấp trong giai đoạn 2011-20; (2) đặc thù địa hình (đặc biệt tại Đồng bằng sông Cửu Long) sở hữu nhiều sông ngòi, thủy văn phức tạp, nền đất yếu, vật liệu xây dựng khan hiếm dẫn tới suất đầu tư cao hơn 1,3-1,5 lần so với khu vực khác, hiệu quả đầu tư thấp khiến các dự án khó thu hút vốn đầu tư tư nhân.

**Hình 11: Tỷ lệ dân số trên chiều dài cao tốc theo vùng, tính đến cuối năm 2022**



Nguồn: CỤC ĐƯỜNG BỘ VIỆT NAM

**Hình 12: Phân bổ vốn đầu tư công theo vùng năm 2022 (tỷ đồng)**



Nguồn: CỤC ĐƯỜNG BỘ VIỆT NAM

Thời gian gần đây, Chính phủ đang cho thấy quyết tâm xóa bỏ “điểm nghẽn” giao thông tại khu vực miền Nam, đặc biệt tại Đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL). Theo quy hoạch mạng lưới đường bộ giai đoạn 2021-30, tầm nhìn 2050, khu vực ĐBSCL sẽ được quy hoạch 6 tuyến cao tốc với tổng chiều dài 1.166 km (từ 171km tính tới cuối tháng 6/2023). Kế hoạch vốn ngân sách trung ương đầu tư cho hạ tầng giao thông ĐBSCL giai đoạn 2021-25 cũng tăng gấp 2,6 lần so với giai đoạn 5 năm trước. Trong khi tại Đông Nam Bộ, dự án đường Vành đai 3 – TP.HCM, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, và sân bay Long Thành sẽ là điểm nhấn chính. Triển vọng triển khai thi công hàng loạt dự án giao thông lớn sẽ kích thích nhu cầu đá xây dựng tại khu vực miền Nam trong thời gian tới.

**Hình 13: Các dự án hạ tầng giao thông nổi bật tại miền Nam và ước tính nhu cầu đá xây dựng của từng dự án**

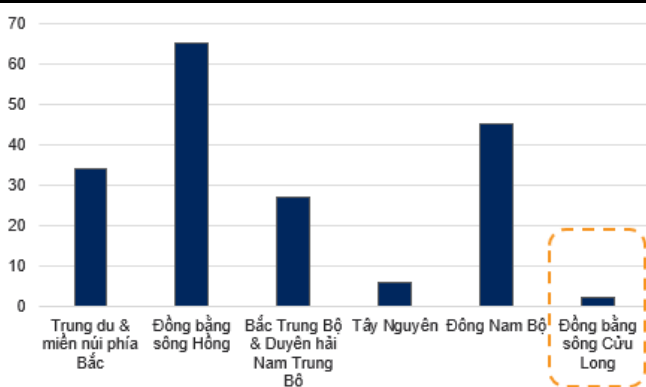
Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời điểm hoàn thành	Ước tính nhu cầu đá xây dựng (triệu m <sup>3</sup> )
Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)	109.112	2026	18,0
Vành đai 3 - TP.HCM	75.378	2026	4,4
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	44.700	2027	3,4
Cao tốc Cần Thơ - Hậu Giang	10.371	2027	2,0
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	17.837	2026	0,7
Cao tốc Cao Lãnh - Lộ Tẻ	950	2024	na
Cao tốc Mỹ An - Cao Lãnh	6.209	2025	na
Cao tốc Dầu Giây - Tân Phú	8.365	2025	na
Cao tốc Tân Phú - Bảo Lộc	17.200	2026	na
Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài	16.729	2027	na
Cao tốc Hậu Giang - Cà Mau	17.152	2027	na

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GIAO THÔNG VẬN TẢI

Đáng chú ý, siêu dự án sân bay Long Thành được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh thi công kể từ tháng 8/2023 (chi tiết đã được chúng tôi đề cập tại báo cáo [Tăng tốc thi công sân bay Long Thành](#)). Theo Bộ Giao thông Vận tải, nhu cầu đá xây dựng cho thi công sân bay Long Thành, đường Vành đai 3 – TP.HCM và cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng lần lượt là 18 triệu m<sup>3</sup>, 4,4 triệu m<sup>3</sup> và 3,4 triệu m<sup>3</sup>.

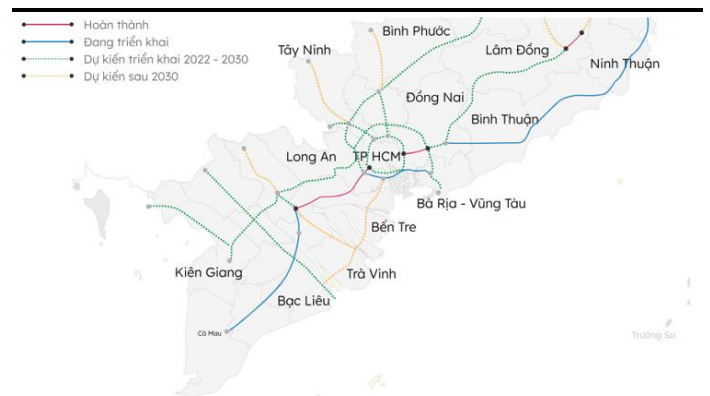
Trong khi đó, trữ lượng & công suất khai thác đá xây dựng tại ĐBSCL khá hạn chế và cần phải huy động từ các khu vực lân cận. Do đó, chúng tôi cho rằng những mỏ đá tại 2 tỉnh Bình Dương và Đồng Nai sẽ được hưởng lợi chính từ chủ đề này nhờ vị trí thuận lợi và trữ lượng khai thác đá lớn.

**Hình 14: Công suất khai thác đá xây dựng không đáng kể của khu vực Đồng bằng sông Cửu Long (triệu m<sup>3</sup>/năm)**



Nguồn: QUY HOẠCH PHÁT TRIỂN NGÀNH VLXD

**Hình 15: Quy hoạch các tuyến đường giao thông chính tại miền Nam đến năm 2030**



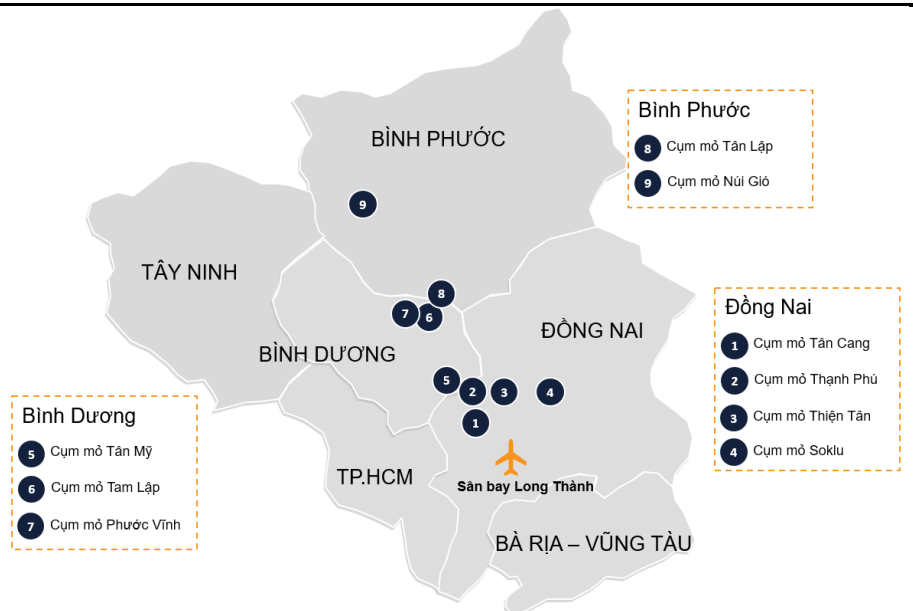
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VNEXPRESS

### Các mỏ đá xây dựng nằm tại vị trí thuận lợi sẽ được ưu tiên huy động

Do đặc thù của ngành đá xây dựng, chi phí vận chuyển thường chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành thành phẩm. Tùy thuộc vào khoảng cách và loại hình vận chuyển, giá đá giao đến công trường có thể cao gấp đôi giá đá tại mỏ. Do đó, những mỏ đá nằm gần các công trình xây dựng (giao thông, khu công nghiệp, dân cư) hoặc gần sông (thuận tiện vận chuyển đường thủy – có chi phí thấp hơn vận chuyển đường bộ) sẽ được ưu tiên huy động nhờ lợi thế về giá bán và thời gian vận chuyển. Chúng tôi ưa thích các cụm mỏ đá:

- (1) Cụm mỏ Tân Cảng: nguồn cung chính cho dự án sân bay Long Thành và Vành đai 3 – TP.HCM nhờ vị trí gần công trường nhất.
- (2) Cụm mỏ Thạnh Phú & Thiện Tân: nguồn cung cho các dự án tại ĐBSCL nhờ nằm gần sông Đồng Nai, thuận tiện vận chuyển đường thủy.

**Hình 16: Vị trí các mỏ đá xây dựng nổi bật và sân bay Long Thành**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Nhu cầu lớn tuy nhiên nguồn cung khai thác đá xây dựng lại có phần hạn chế

Chúng tôi nhận thấy việc cấp phép khai thác cho các mỏ đá xây dựng đang gặp khó khăn ở cả việc gia hạn thời gian, tăng công suất khai thác và đặc biệt là cấp phép khai thác mỏ đá mới do (1) sự phản đối của người dân địa phương khi việc khai thác đá đang để lại nhiều hệ lụy xấu đến môi trường và (2) hầu hết các mỏ đá cũ (đã hết thời hạn khai thác) đều chưa thực hiện các thủ tục đóng mỏ theo như cam kết ban đầu. Bên cạnh đó, quy hoạch khai thác vật liệu xây dựng giai đoạn 2021-25 vẫn chưa được phê duyệt và đền bù giải phóng mặt bằng mỏ đá gặp khó khăn trong thời điểm giá đất tăng mạnh cũng gây ảnh hưởng đến nguồn cung đá xây dựng.

Do đó, các doanh nghiệp đá xây dựng niềm yết đang sở hữu các mỏ đá có thời gian khai thác dài, công suất khai thác lớn sẽ có nhiều lợi thế so với các đối thủ cạnh tranh và được hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng hạ tầng giao thông rất lớn của Việt Nam trong giai đoạn 2023-30, theo quan điểm của chúng tôi.



**Hình 17: Các mỏ đá đang được khai thác của các doanh nghiệp niêm yết**

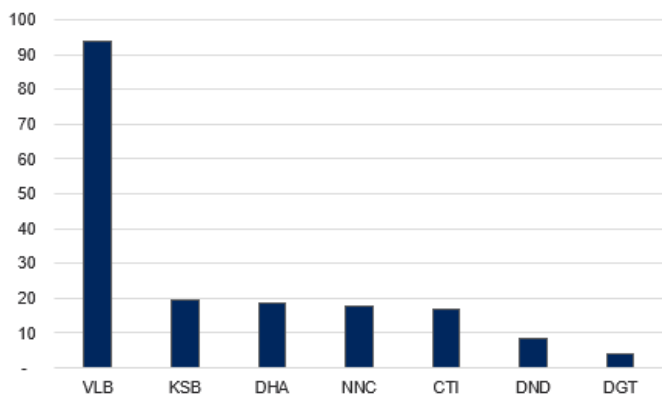
Công ty	Mỏ đá	Huyện	Tỉnh	Công suất cấp phép (m3/năm)	Năm hết hạn khai thác
KSB	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	1.500.000	08/2029
	Phước Vĩnh	Phú Giáo	Bình Dương	1.200.000	01/2023
	Thiện Tân 7	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	280.000	01/2035
MDG	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	1.000.000	12/2025
DHA	Thanh Phú 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	818.000	09/2026
	Tân Cang 3	Biên Hòa	Đồng Nai	490.000	03/2037
	Núi Gió	Hớn Quản	Bình Phước	300.000	08/2038
NNC	Mũi Tàu	Tân Lập	Bình Phước	1.000.000	01/2042
	Thanh Phú 1	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.800.000	07/2042
VLB	Thiện Tân 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.500.000	06/2038
	Soklu 2	Thống Nhất	Đồng Nai	400.000	01/2026
	Soklu 5	Thống Nhất	Đồng Nai	500.000	06/2025
	Tân Cang 1	Biên Hòa	Đồng Nai	1.500.000	01/2039
DND	Tân Cang 5	Biên Hòa	Đồng Nai	1.000.000	01/2023
	Thiện Tân 5	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	354.000	01/2026
CTI	Xuân Hòa	Xuân Lộc	Đồng Nai	750.000	01/2030
TCD	Núi Dài	Tri Tôn	An Giang	2.200.000	12/2024
BMJ	An Bình	Phú Giáo	Bình Dương	800.000	06/2035
DGT	Tân Cang 4	Biên Hòa	Đồng Nai	400.000	01/2031
CI5	Soklu 6	Thống Nhất	Đồng Nai	397.000	04/2026

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Ý tưởng đầu tư

Chúng tôi tin rằng các công ty đá xây dựng đang đứng trước cơ hội bứt phá trong những quý tới nhờ (1) đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công, các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm bắt đầu thi công mạnh mẽ và (2) thị trường bất động sản dần dựng dần ấm trở lại từ năm 2024.

**Hình 18: Ước tính trữ lượng còn lại của một số công ty đá xây dựng niêm yết tại cuối năm 2022 (triệu m3/năm)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY


**Hình 19: Tỷ suất cổ tức của một số công ty đá xây dựng niêm yết**

Công ty	2019	2020	2021	2022
VLB	4,7%	5,7%	6,7%	8,3%
C32	10,6%	8,9%	7,2%	13,1%
DHA	11,0%	7,4%	5,4%	13,6%
NNC	14,4%	12,8%	6,4%	0,0%
CTI	0,0%	15,5%	3,7%	0,0%
DND	3,2%	4,6%	3,7%	0,0%
KSB	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp đá xây dựng đáp ứng các tiêu chí (1) sở hữu các mỏ đá có vị trí thuận lợi, công suất lớn và thời gian khai thác dài; (2) tỷ lệ đền bù giải phóng mặt bằng trong khu vực khai thác cao, từ đó làm giảm rủi ro giá bồi thường đất tăng và (3) chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn. Do đó, VLB sẽ là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi, trong khi DHA và KSB ở danh mục theo dõi.

Hình 20: Ý tưởng đầu tư

STT	Mã CK	Giá mục tiêu 1 năm (đồng/cp)	Khuyến nghị	Nhận xét
1	 VLB	51.200	Khả quan	<p>VLB hiện đang là công ty đá xây dựng niêm yết lớn nhất với tổng công suất khai thác được cấp phép là 5,7 triệu m<sup>3</sup>/năm, trữ lượng ước tính còn lại tính đến cuối năm 2022 lên tới gần 94 triệu m<sup>3</sup>. Toàn bộ các mỏ đá của VLB đều nằm tại tỉnh Đồng Nai và được đánh giá cao về chất lượng và vị trí, được kỳ vọng sẽ là nguồn cung cấp chính cho dự án sân bay Long Thành, đường vành đai 3 – TP.HCM, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu. Diện tích đất còn lại chưa đền bù của công ty chỉ còn khoảng 7% diện tích khai thác do đó VLB không gặp rủi ro lớn về chi phí đền bù tăng.</p> <p>Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của VLB sẽ đạt lần lượt 197 tỷ đồng/244 tỷ đồng trong năm 2023-24, tăng mạnh so với mức lỗ 23 tỷ đồng trong năm 2022 nhờ (1) giá bán đá tăng lần lượt 1,0%-5,1% svck trong năm 2023-24; (2) sản lượng đá tiêu thụ giảm nhẹ 2,4% svck trong năm 2023 trước khi tăng mạnh 12,2% svck trong năm 2024 và (3) công ty không phải chịu khoản chi phí ghi nhận một lần như trong năm 2022 là 270 tỷ đồng tiền nộp bổ sung việc cấp quyền khai thác khoáng sản.</p> <p>Động lực tăng giá: (1) VLB được chấp thuận mở rộng và kéo dài thời hạn khai thác tại các mỏ Soklu 2 và Soklu 5; (2) cổ đông lớn nhất hiện tại – Dofico – một doanh nghiệp Nhà nước (nắm giữ 49,3% cổ phần) tiến hành thoái vốn tại VLB.</p> <p>Rủi ro giảm giá: VLB tiếp tục phải nộp bổ sung tiền cấp quyền khai thác khoáng sản. Tuy nhiên, công ty hiện đã nộp tổng 477 tỷ đồng, tương đương 80% số tiền phải nộp cho toàn bộ trữ lượng và thời hạn hoạt động tại các mỏ đá, do đó rủi ro về việc giá tính thuế tài nguyên tăng đã giảm đáng kể.</p>
2	DHA	NA	NA	<p>DHA hiện đang sở hữu 3 mỏ đá tại Đồng Nai và Bình Phước với tổng công suất khai thác được cấp phép là 1,6 triệu m<sup>3</sup>/năm. Các mỏ của công ty đã được khai thác trong thời gian dài, chất lượng tốt nên biên lợi nhuận gộp (trung bình giai đoạn 2020-22 là 29%) thường cao hơn so với các đối thủ trong ngành.</p> <p>Sức khỏe tài chính của DHA cũng khá ấn tượng: (1) không có nợ vay; (2) DHA thường bán đá trực tiếp tại các mỏ nên lượng hàng tồn kho và phải thu khá thấp, do đó công ty không gặp áp lực vốn lưu động và (3) tiền &amp; tương đương tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn của công ty tại cuối Q1/23 là 244 tỷ đồng chiếm 54% tổng tài sản.</p> <p>DHA thường xuyên duy trì trả cổ tức tiền mặt đều đặn với mức tỷ suất trung bình 9,3% trong giai đoạn 2019-22.</p> <p>Kết quả kinh doanh của DHA những quý gần đây cũng chịu ảnh hưởng bởi kết quả của danh mục đầu tư cổ phiếu. Trong năm 2022, DHA đã ghi nhận lỗ 32,5 tỷ đồng từ việc trích lập dự phòng lỗ đầu tư cổ phiếu, tương đương 50% lợi nhuận trước thuế của công ty. Với việc thị trường cổ phiếu đang hồi phục trong tháng 6/2023, lợi nhuận ròng của DHA trong Q2/23 có thể sẽ được hỗ trợ bởi các khoản đầu tư này.</p>
3	KSB	NA	NA	<p>Lợi nhuận ròng của KSB đã liên tục suy giảm trong giai đoạn 2019-22 sau khi mỏ đá lớn nhất trước đó của công ty là Tân Đông Hiệp hết hạn khai thác từ ngày 31/12/2019. Về tình hình các mỏ đá hiện hữu của công ty, bao gồm:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2 mỏ đá Tân Mỹ và Thiện Tân 7 vẫn còn thời hạn khai thác tới tháng 8/2029 và 1/2035.</li> <li>Mỏ đá Phước Vĩnh: đã hết hạn khai thác trong tháng 1/2023. KSB dự kiến trong Q3/23 sẽ được tỉnh chấp thuận việc xin gia hạn khai thác đến tháng 1/2025 và tăng coste khai thác từ mức -20m hiện nay xuống -70m.</li> <li>Mỏ đá Tam Lập: KSB đã xin cấp quyền khai thác từ năm 2022 tuy nhiên dự án vẫn chưa hoàn thành thủ tục pháp lý. Công ty kỳ vọng sẽ nhận được chủ trương đầu tư và được công nhận làm chủ đầu tư dự án trong Q3/23. Dự kiến mỏ đá sẽ có diện tích 20ha, khai thác tới coste -20m, thời hạn khai thác 9 năm với tổng trữ lượng là 7,5 triệu m<sup>3</sup>.</li> </ul> <p>Tương tự xu hướng chung của ngành, việc xin cấp phép mới và gia hạn khai thác của KSB hiện vẫn đang gặp nhiều vướng mắc. Điều này sẽ ảnh hưởng đến khả năng tận dụng sự “bùng nổ” của xây dựng hạ tầng để cải thiện kết quả kinh doanh của công ty.</p> <p>KSB hiện cũng đang sở hữu khu công nghiệp Đất Cuốc (Tân Uyên, Bình Dương). Chia sẻ tại Đại hội cổ đông thường niên 2023, ban lãnh đạo công ty cho biết dự án hiện còn khoảng 30ha diện tích có thể cho thuê mới, trong năm 2023 dự kiến sẽ ghi nhận 40ha vào kết quả kinh doanh.</p>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 21: So sánh các công ty trong ngành**

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại		Vốn hóa		P/E (lần)		EPS 3 năm		P/B (lần)		EV/EBITDA (lần)		ROE (%)	
		VND	triệu USD	TTM	2023	tăng trưởng kép (%)	Hiện tại	2023	TTM	2023	TTM	2023			
CTCP Đầu tư Phát triển Công nghiệp và Vận tải	TCD VN	9.190	110,3	8,1	na	35,5	0,7	na	30,9	na	13,3	na			
CTCP Khoáng sản và Xây dựng Bình Dương	KSB VN	29.500	95,5	21,2	na	(17,1)	1,2	na	11,2	na	5,3	na			
CTCP Xây dựng và Sản xuất VLXD Biên Hòa	VLB VN	37.300	74,0	na	9,3	na	3,3	2,8	6,0	7,2	(3,9)	34,0			
CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO	CTI VN	14.750	34,3	11,4	na	na	0,7	na	7,9	na	6,5	na			
CTCP Hóa An	DHA VN	42.300	26,4	12,9	na	(1,4)	1,5	na	4,3	na	11,1	na			
CTCP Đá Núi Nhỏ	NNC VN	18.350	17,1	8,5	na	(14,2)	1,2	na	22,8	na	14,4	na			
CTCP CIC39	C32 VN	19.200	12,2	21,6	na	(29,7)	0,5	na	9,5	na	2,3	na			
CTCP Đầu tư Xây dựng và Vật liệu Đồng Nai	DND VN	21.900	8,2	na	na	na	2,1	na	na	na	(22,8)	na			
CTCP Miền Đông	MDG VN	14.000	6,1	6,5	na	31,3	0,8	na	6,2	na	13,6	na			
<i>Trung bình</i>				<i>12,9</i>	<i>na</i>	<i>0,7</i>	<i>1,3</i>	<i>na</i>	<i>12,4</i>	<i>na</i>	<i>4,4</i>	<i>na</i>			
<i>Trung vị</i>				<i>11,4</i>	<i>na</i>	<i>(7,8)</i>	<i>1,2</i>	<i>na</i>	<i>8,7</i>	<i>na</i>	<i>6,5</i>	<i>na</i>			

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DỮ LIỆU NGÀY 28/06/2023

Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) giải ngân đầu tư công hạn chế khiến tiến độ thi công của các dự án hạ tầng chậm hơn dự kiến, và (2) tiền cấp quyền khai thác khoáng sản cao hơn dự kiến ảnh hưởng biên lợi nhuận ròng của các công ty đá xây dựng.

Động lực tăng giá là quy hoạch khai thác vật liệu xây dựng giai đoạn 2021-25 được Chính phủ phê duyệt, giúp các công ty xin cấp phép thành công các mỏ đá mới.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [trung.tranba@vndirect.com.vn](mailto:trung.tranba@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>