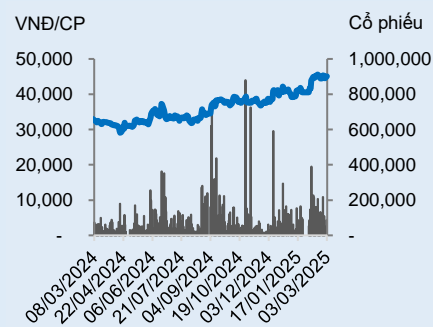


Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	51.700
Giá thị trường (03/3/2025)	45.100
Lợi nhuận kỳ vọng	+14,6%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	29.076-45.581
Vốn hóa	2.107 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	46.720.560
KLGD bình quân 10 ngày	97.567
% sở hữu nước ngoài	0,01%
Room nước ngoài	0%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,4%
Beta	2,04

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VLB	9,0%	9,4%	16,5%	19,8%
UPCOMIndex	4,6%	4,4%	7,6%	6,9%

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Minh Khôi
 (84 28) 3914.6888 ext. 259
 khoi.nm@bvsc.com.vn

CTCP Xây dựng và Sản xuất VLXD Biên Hòa

Mã giao dịch: VLB

Reuters: VLB.HNO

Bloomberg: VLB VN

Kỳ vọng tiếp đà tăng trưởng nhờ đẩy mạnh xây dựng hạ tầng

Vị trí các mỏ đá cực kỳ thuận lợi. Các mỏ đá chủ đạo của VLB nằm tại 3 cụm mỏ đá lớn ở khu vực Đồng Nai. Mỏ Tân Cang 1 nằm sát nhiều dự án trọng điểm quốc gia trong khi hai mỏ Thiên Tân 2 và Thạnh Phú 1 gần bến thủy nội địa, thuận tiện cung cấp cho khu vực TP. Hồ Chí Minh và Đồng bằng sông Cửu Long.

Nhu cầu tại các thị trường tiêu thụ chính hồi phục. BVSC đưa ra dự báo tích cực về nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường chủ đạo trên các mỏ đá của VLB.

- Quyết tâm của Chính phủ về việc đẩy nhanh tiến độ đầu tư công trong năm cuối kế hoạch trung hạn 2021-2025, nhằm hoàn thành các chỉ tiêu đã đề ra. Các dự án hạ tầng trọng điểm, như Sân bay Long Thành, Dự án Vành Đai 3, cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu, cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng, ... sẽ đảm bảo nguồn đầu ra cho các mỏ đá của VLB.
- Thị trường Bất động sản phía Nam kỳ vọng bước vào năm bản lề của chu kỳ hồi phục. Nguồn cung mở mới tại Tp.HCM dự kiến cải thiện đáng kể sau năm 2024 thiếu hụt trầm trọng.
- Làn sóng FDI dịch chuyển sang Việt Nam sẽ kích thích các dự án KCN được khởi công và xây dựng quanh khu vực thủ phủ KCN (Đồng Nai, Bình Dương, Tp.HCM), hỗ trợ một phần nhu cầu tiêu thụ trong năm 2025.
- Tỷ lệ đô thị hóa vẫn còn thấp, giúp đẩy mạnh nhu cầu nâng cấp hạ tầng và xây dựng dân dụng trong dài hạn.

Trữ lượng cấp phép còn lại lớn, thời hạn khai thác dài. Ngoại trừ mỏ đá Soklu 2 hết thời hạn khai thác trong T2.25, các mỏ đá chủ đạo của VLB vẫn còn thời hạn khai thác dao động từ **13-16 năm**. Ngoài ra, VLB hiện là doanh nghiệp có trữ lượng cấp phép còn lại lớn nhất tại Đồng Nai, với hơn **77 triệu m3**.

BVSC dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025 sẽ tiếp đà tăng trưởng bất chấp mức nền đỉnh lịch sử trong 2024. DTT và LNST-CĐTTS dự báo ở mức **1.360 tỷ đồng (+4,3% y/y)** và **244 tỷ đồng (+11,8% y/y)**.

Suất cổ tức bằng tiền đều. VLB thường có kế hoạch trả cổ tức bằng tiền đều qua các năm, với tỷ lệ thực hiện duy trì ở mức 20%, ngoại trừ năm 2022 LNST âm. Tỷ suất lợi nhuận từ cổ tức ước khoảng 4,4%. BVSC đánh giá, đây là điểm cộng với các khoản đầu tư dài hạn, do cổ tức năm 2024 của công ty đã thực hiện.

Định giá và Khuyến nghị. Sử dụng hai phương pháp định giá DCF và P/E, BVSC ước tính giá mục tiêu của VLB đạt mức **51.700 đồng/cp**, với mức upside +14,6% so với giá trị trường ngày 03/3/2025. Khuyến nghị **NEUTRAL**.

Rủi ro. (1) Tiến độ giải ngân đầu tư công tại các dự án cơ sở hạ tầng tiêu thụ chủ đạo không đạt như kỳ vọng; (2) Mức độ hồi phục của thị trường bất động sản không đạt như dự kiến; và (3) Rủi ro tiềm ẩn từ sự bất định trong khả năng thay đổi chính sách thuế, phí khai thác.

CTCP Xây dựng và Sản xuất VLXD Biên Hòa (BBCC)

CTCP Xây dựng và Sản xuất VLXD Biên Hòa (UPCOM: VLB), gọi tắt là BBCC, là doanh nghiệp chủ đạo trong lĩnh vực khai thác và chế biến khoáng sản tại khu vực Nam Bộ, cụ thể là đá xây dựng. Tiền thân là Xí nghiệp khai thác đất Biên Hòa, qua nhiều lần sát nhập và đổi tên, BBCC đã chính thức niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội vào T9.2016, với mã chứng khoán là VLB. Vốn điều lệ của doanh nghiệp đạt **469,2 tỷ đồng**.

Hoạt động kinh doanh và sản phẩm chính của VLB

VLB khai thác và chế biến đá xây dựng theo tiêu chuẩn 7560:2006 của Bộ Xây Dựng với 4 mỏ đá hiện vẫn đang hoạt động. Hiện tại, tổng công suất khai thác cho phép của VLB giảm về mức **5,2 triệu m³** trong năm 2025 so với mức 5,7 triệu m³ trước đây, do mỏ Soklu 5 đã hết thời hạn khai thác cấp phép. Sản phẩm của VLB thường là các khối đá trong xây dựng như đá 1x2, đá 4x6, ..., tập trung phân phối chủ yếu ở khu vực Đông Nam Bộ và Đồng bằng Sông Cửu Long.

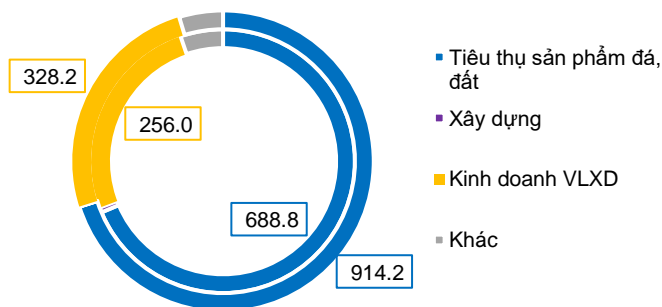
VLB đồng thời kinh doanh VLXD (bao gồm đá và các VLXD khác); thi công xây dựng các công trình hạ tầng; kinh doanh dịch vụ vận tải, thiết bị cơ giới; và dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng.

Lịch sử hình thành của doanh nghiệp

- **T12.1983.** Thành lập Xí nghiệp khai thác đất Biên Hòa, tiền thân của BBCC hiện nay.
- **2005.** Chuyển đổi thành mô hình công ty TNHH MTV. Cùng năm, UBND tỉnh Đồng Nai chuyển giao quyền sở hữu vốn Nhà nước sang Tổng Công ty Công nghiệp Thực phẩm Đồng Nai (Dofico) theo Quyết định số 2484/QĐ-UBND.
- **2015-2016.** UBCKNN công nhận đủ điều kiện để trở thành Công ty đại chúng và niêm yết trên sàn UPCOM, mã Chứng khoán là VLB cùng với 45 triệu cổ phiếu ban đầu.
- **2017.** Niêm yết bổ sung thêm 2 triệu cổ phiếu và tăng vốn điều lệ lên **470 tỷ đồng**.
- **2023.** Giảm số lượng cổ phiếu đăng ký giao dịch do hủy cổ phiếu quỹ để giảm vốn điều lệ. Lượng cổ phiếu quỹ trên là mua lại từ cổ phiếu ưu đãi từ người lao động. Vốn điều lệ đạt **469,2 tỷ đồng**.

Cơ cấu doanh thu của VLB qua các năm

(Đvt: Tỷ đồng)

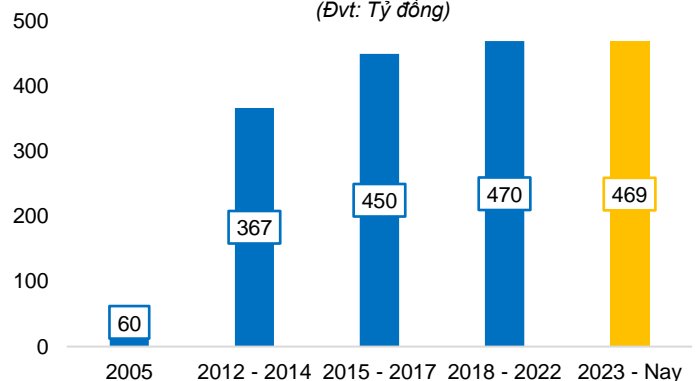


Nguồn: VLB, BVSC tổng hợp

Ghi chú: vòng ngoài thể hiện năm 2024, vòng trong thể hiện năm 2023

Vốn điều lệ của VLB qua các năm

(Đvt: Tỷ đồng)



Nguồn: VLB, BVSC tổng hợp

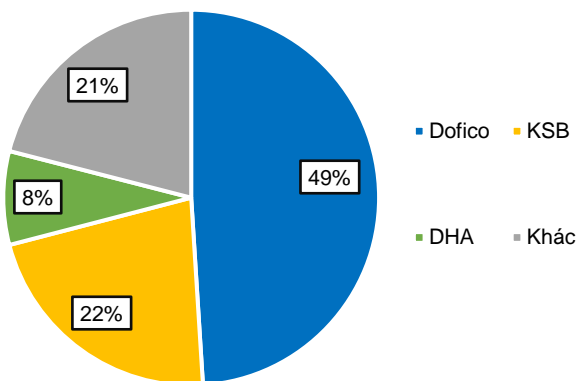
Cơ cấu cổ đông

BVSC đánh giá, cơ cấu cổ đông của VLB là điểm đặc trưng và là một trong những câu chuyện quan trọng của doanh nghiệp. Một số mốc thời gian quan trọng liên quan đến cơ cấu cổ đông của BBCC đáng chú ý như sau.

- **Trước 2016.** Tổng Công ty Công nghiệp Thực phẩm Đồng Nai (Dofico) sở hữu toàn phần.
- **2016.** Giảm tỷ lệ sở hữu xuống **70,4%** sau khi niêm yết, với **9,6%** do CTCP Đầu tư Xây dựng Tuần Lộc nắm giữ, còn lại là số lượng cổ phiếu lưu hành bên ngoài.
- **2017.** CTCP Đầu tư Xây dựng Tuần Lộc mua thêm **5,9 triệu cổ phiếu**, nâng tỷ lệ sở hữu lên **22,3%**.
- **2018.** CTCP Đầu tư Xây dựng Tuần Lộc bán toàn bộ **5,9 triệu cổ phiếu** mua thêm này, đưa tỷ lệ sở hữu trở lại mức **9,6%**.
Tháng 12 cùng năm, Dofico chuyển nhượng vốn cổ phần của VLB theo phương thức khớp lệnh trực tiếp trên sàn. Tỷ lệ sở hữu của Dofico giảm về mức **49%**, tương đương với bán hơn 8,6 triệu cổ phiếu). Hoạt động trên dẫn đến VLB không còn là công ty con của Dofico.
- **2020.** CTCP Đầu tư Xây dựng Tuần Lộc chuyển nhượng toàn bộ số cổ phần còn lại sang Công ty TNHH Thương mại dịch vụ và Sản xuất Hoàng Gia Phát (do KSB ủy thác đầu tư).
- **2021.** Hoàng Gia Phát chuyển nhượng toàn bộ số cổ phần VLB về Công ty TNHH Đầu tư KSB vào Tháng 3. KSB chính thức ghi nhận **9,57%** số cổ phần của VLB trong BCTC.
- **2024.** KSB nâng tỷ lệ sở hữu VLB lên mức **21,95%**. Tuy nhiên, theo ước tính của BVSC, tỷ lệ sở hữu của KSB đối với cổ phần của VLB đã lên đến hơn **46%** (bao gồm cả trực tiếp lẫn gián tiếp thông qua các hợp đồng ủy thác). Vào T11.2024, DHA cũng mua lại **8,05%** cổ phần của VLB.

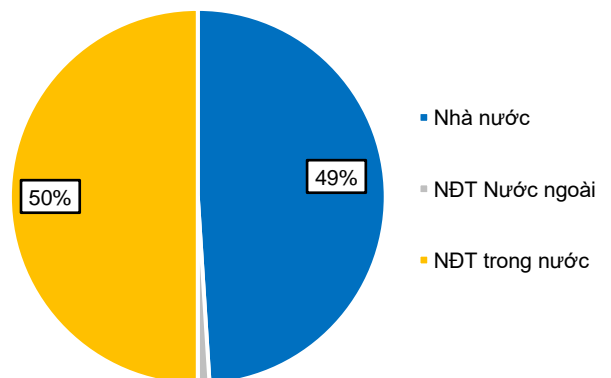
BVSC đánh giá, cơ cấu cổ đông của VLB tương đối cô đặc, tập trung cổ phần trong 3 doanh nghiệp là Dofico, KSB và DHA. Lượng cổ phiếu lưu hành bên ngoài ở mức rất thấp, ước tính **dưới 1%**. Khớp lệnh trung bình 10 phiên của VLB là 120.000 cổ phần/phiên.

Cơ cấu cổ đông của VLB tính đến hết 2024



Nguồn: FiinPro, VLB, BVSC tổng hợp và ước tính

Cơ cấu cổ đông phân loại theo nhóm NĐT



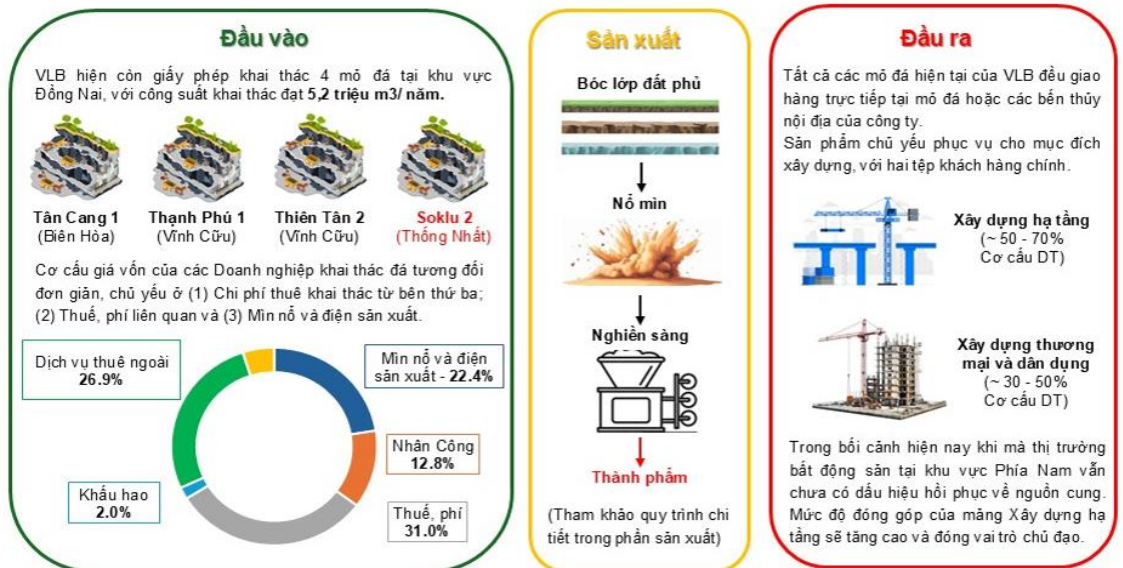
Nguồn: FiinPro, VLB, BVSC tổng hợp và ước tính

Phân tích và đánh giá triển vọng kinh doanh theo chuỗi giá trị

Hoạt động khai thác, chế biến và kinh doanh đá chiếm đến **89,5% doanh thu** theo số liệu từ báo cáo thường niên. Ngoài mảng Tiêu thụ sản phẩm đất đá, doanh thu khai thác và kinh doanh đá còn ghi nhận trong phần kinh doanh VLXD, bởi Trung tâm DV Xây dựng và VLXD Biên Hòa đồng thời tiêu thụ đá của các xí nghiệp.

Trong báo cáo này, BVSC tập trung phân tích hoạt động cốt lõi của VLB là khai thác, chế biến và kinh doanh đá xây dựng. Các mảng khác, chúng tôi giả định không đổi so với năm 2024.

Chuỗi giá trị mảng khai thác, chế biến và kinh doanh đá xây dựng



VLB hiện đang được cấp phép khai thác 4 mỏ đá tại khu vực Đồng Nai với công suất cho phép lên đến 5,2 triệu m³ mỗi năm với thông số kỹ thuật cụ thể dưới đây.

Các tiêu chí	Mỏ Tân Cang 1	Mỏ Thiên Tân 2	Mỏ Thanh Phú 1	Mỏ Soklu 2
Vị trí mỏ đá	Biên Hòa	Vĩnh Cửu	Vĩnh Cửu	Thống Nhất
Công suất cấp phép (Đvt: m ³ /năm)	1.500.000	1.500.000	1.800.000	400.000
Diện tích khai thác (Đvt: ha)	63	65	88	18
Thời hạn cấp phép	Hết T1.2038	Hết T8.2041	Hết T1.2038	Hết T2.2025
Độ sâu khai thác (Đvt: m)	80	80	80	N/a
Trữ lượng còn lại (Hết năm 2023)	24.440.115	24.232.408	37.131.154	2.773.776
Thuộc cụm mỏ	Cụm mỏ Tân Cang	Cụm mỏ Thiên Tân	Cụm mỏ Thanh Phú	
Tổng công suất cụm (Đvt: m ³ /năm)	5.788.000	3.080.000	3.618.000	
Phạm vi phục vụ chính	Đông Nam Bộ	Đông Nam Bộ	TP. Hồ Chí Minh và ĐBSCL	Đông Nam Bộ
Phương tiện vận chuyển	Đường Bộ	Đường Bộ/ Đường Thủy	Đường Bộ/ Đường Thủy	Đường Bộ

Nguồn: VLB, BVSC tổng hợp

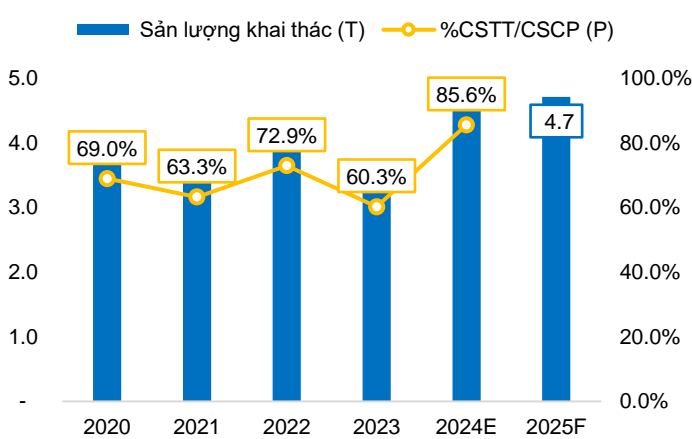
Đầu vào - Dự địa khai thác còn rất lớn, chi phí tăng dần do đặc thù ngành

Mỏ đá - Dự địa khai thác còn rất lớn, thời hạn cấp phép kéo dài ít nhất là 13 năm

VLB là doanh nghiệp có trữ lượng lẫn công suất lớn nhất tại Đồng Nai. Đồng Nai là tỉnh có trữ lượng đá lớn nhất khu vực Đông Nam Bộ - Khu vực tập trung phần lớn các mỏ đá tại Việt Nam. Trong đó, VLB là doanh nghiệp có trữ lượng cấp phép còn lại lớn nhất tại Đồng Nai. Hơn thế nữa, công suất được cấp phép cho từng mỏ đá cũng cao nhất trong từng cụm mỏ tương ứng.

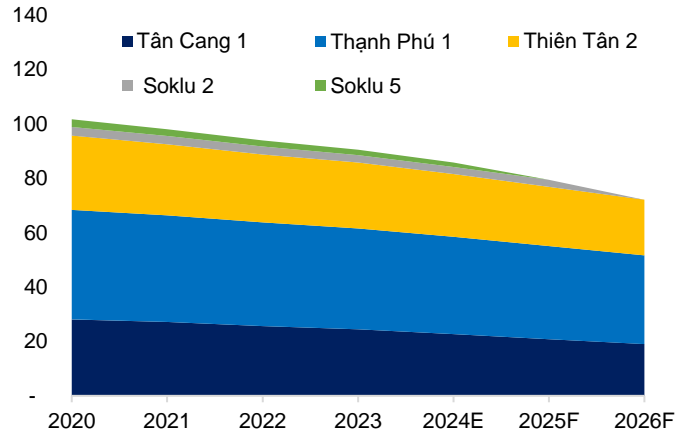
Trữ lượng cấp phép còn lại gần 80 triệu m³. Theo ước tính của BVSC, trữ lượng cấp phép còn lại tính đến hết 2024 đạt khoảng hơn **77 triệu m³ đá nguyên khối** (không tính trữ lượng của hai mỏ Soklu 2 & 5). Với công suất hiện nay, VLB cần khai thác tối đa công suất trong **hơn 16 năm** để khai thác toàn bộ trữ lượng cấp phép kể trên. BVSC đánh giá trữ lượng lớn trên địa bàn tập trung nhiều dự án trọng điểm là điểm sáng cho hoạt động kinh doanh của VLB.

Tổng sản lượng khai thác của VLB
(Đvt: triệu m³ - %)



Nguồn: VLB, BVSC tổng hợp và ước tính

Trữ lượng còn lại các mỏ đá của VLB
(Đvt: triệu m³)

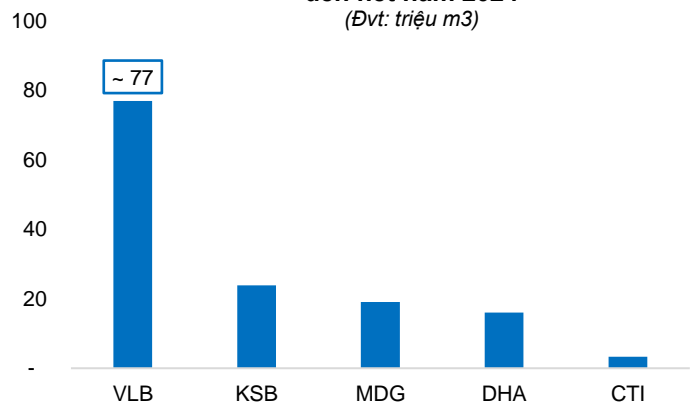


Nguồn: VLB, BVSC tổng hợp và ước tính

Cụm mỏ/Mỏ đá	Công suất (m ³ /năm)	Tỷ lệ CSKT mỏ/ Tổng CSKT cụm
Mỏ Tân Cang 1	1.500.000	26%
Cụm mỏ Tân Cang	5.788.000	
Mỏ Thạnh Phú 1	1.800.000	50%
Cụm mỏ Thạnh Phú	3.618.000	
Mỏ Thiên Tân 2	1.500.000	49%
Cụm mỏ Thiên Tân	3.080.000	

Nguồn: Sở TNMT tỉnh Đồng Nai, BVSC tổng hợp và ước tính

Trữ lượng đá còn lại theo ước tính của BVSC đến hết năm 2024
(Đvt: triệu m³)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, BVSC tổng hợp và ước tính

Thời hạn cấp phép khai thác còn lại tương đối dài. Ngoại trừ các mỏ Soklu 2, các mỏ chủ đạo khác có thời hạn cấp phép còn lại từ **13-16 năm**. Sản lượng của mỏ Soklu 2 chỉ khoảng **3,6%** tổng sản lượng đầu ra của VLB. Do đó, BVSC đánh giá mức độ ảnh hưởng sau khi các mỏ Soklu hết thời hạn khai thác là có, song không quá đáng kể. Mặt khác, BVSC kỳ vọng trữ lượng tồn đọng của mỏ Soklu 2 đủ để sản xuất đến hết 1H.25, tương tự như mỏ Soklu 5.

Khả năng tái cấp phép của hai mỏ Soklu 2 & 5 không cao. Đối với mỏ Soklu 2 hết hạn khai thác vào T2.2025 và mỏ Soklu 5 đã hết hạn khai thác vào T7.2024, VLB đã nộp đơn lên Sở TNMT tỉnh Đồng Nai xin gia hạn giấy phép nhưng bị trả hồ sơ và đề nghị chờ hướng dẫn của Bộ TNMT. Động thái này chủ yếu do T11.2023, hai mỏ đá trên cùng mỏ Soklu 1 đã bị điều tra và rà soát về vấn đề cấp phép và gia hạn không đúng quy định, bất chấp đơn vị khai thác đóng thuế, phí theo quy định. Từ đó, dẫn đến khả năng gia hạn giấy phép của 2 mỏ kể trên đang bị bỏ ngỏ. Ban lãnh đạo VLB cũng có động thái theo sát hoạt động đấu giá quyền thăm dò và khai thác các mỏ đá mới, cũng như đẩy mạnh khai thác các mỏ còn lại, để bù lại sản lượng đã mất.

Chi phí giá vốn - Xu hướng chung tăng dần qua các năm

Thuế, phí khai thác - Lo ngại về rủi ro thay đổi chính sách tính phí

Tương tự các doanh nghiệp khai thác đá xây dựng khác, ngoài các khoản thuế phí thông thường như thuế GTGT và thuế TNDN, VLB hiện đang phải chịu các khoản thuế phí sau.

Loại thuế phí	Văn bản pháp luật	Mức thu
Thuế sử dụng đất	Đơn giá phụ thuộc vào từng quyết định cho thuê và hợp đồng thuê	
Thuế tài nguyên	14/2024/QĐ-UBND tỉnh Đồng Nai; 10842015/UBTVQH13 của Quốc Hội; 152/2015/TT-BTC của Quốc Hội	85-180 nghìn đồng/m3 Thuế suất là 10%
Phí cấp quyền khai thác	NĐ 67/2019/NĐ-CP	= Trữ lượng cấp quyền * Đơn giá tính phí * Hệ số thu hồi khoáng sản (0,9) * Mức thu tiền (R = 3%)
Phí bảo vệ môi trường	Số 23/2023/NQ-HĐND tỉnh Đồng Nai	7.500 đồng/m3
Khoản tiền ký quỹ bảo vệ MT		

Khoáng sản (cụ thể là đá Xây dựng) là tài nguyên không thể tái tạo. Chính phủ cần cân đối và duy trì mức độ khai thác hợp lý để tránh lãng phí tài nguyên thiên nhiên và bảo vệ môi trường. Nhìn về lịch sử, BVSC nhận thấy hầu hết các khoản thuế phí kể trên đều có xu hướng tăng.

- Thuế suất thuế tài nguyên tăng từ 1% (1998) lên mức 10% trong (2015).
- Phí bảo vệ MT tăng mạnh từ 1.000 đồng/m3 (2005) lên mức 7.500 đồng/m3 (2024).
- Năm 2019, Chính phủ ban hành Nghị định số 67/2019/NĐ-CP nhằm thay thế công thức và phương pháp tính toán mức thu tiền cấp quyền khai thác khoáng sản. Phí cấp quyền khai thác tăng lên và VLB phải nộp bổ sung phần trữ lượng đã khai thác trong quá khứ lên đến 296 tỷ đồng. LNST của VLB cũng ghi nhận âm trong cùng năm.

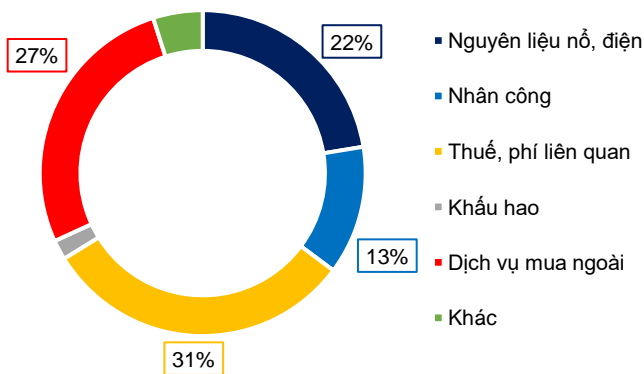
BVSC đánh giá, xu hướng chung trong tương lai vẫn sẽ là **tăng**. Trong khi đó, thuế, phí khai thác chiếm đến 31% cơ cấu giá vốn nên sự bất định trong chính sách thuế, phí sẽ là một rủi ro cần quan tâm đối với các doanh nghiệp khai thác khoáng sản như VLB. Mặt khác, ngành Khai thác đá có biên LNG tương đối tốt từ 20-40%, là cơ sở để Chính phủ cân nhắc nâng mức thuế phí.

Chi phí giá vốn khác - Tiếp đà tăng do đặc thù chung của ngành

Chi phí đối với ngành Khai thác khoáng sản thường có xu hướng tăng đều qua các năm. Điều này là do càng khai thác xuống sâu hơn thì chi phí vận chuyển và chi phí mỏ càng tăng. Một điểm lưu ý, là các doanh nghiệp khai thác đá thường thuê thêm một bên thứ 3 trong quá trình sản xuất, khiến chi phí dịch vụ thuê ngoài cũng chiếm tỷ trọng khá đáng kể.

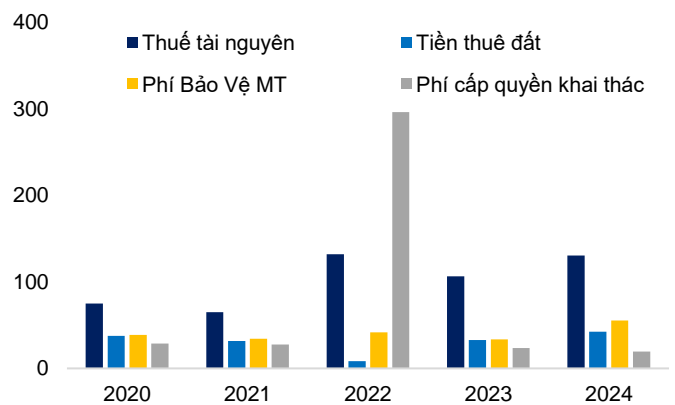
Với tất cả các yếu tố kể trên, BVSC dự báo tăng trưởng giá vốn trung bình của VLB sẽ từ **2-3% mỗi năm** (tương đồng với kỳ vọng chung của các doanh nghiệp khai thác khoáng sản), tùy vào độ sâu khai thác và từng giai đoạn cụ thể. Mặt khác, mức tăng này cũng phản ánh sự thận trọng của BVSC về khả năng thay đổi chính sách liên quan đến thuế, phí khai thác qua các năm.

Ước tính cơ cấu chi phí GVHB trong năm 2024



Nguồn: VLB, BVSC tổng hợp và ước tính

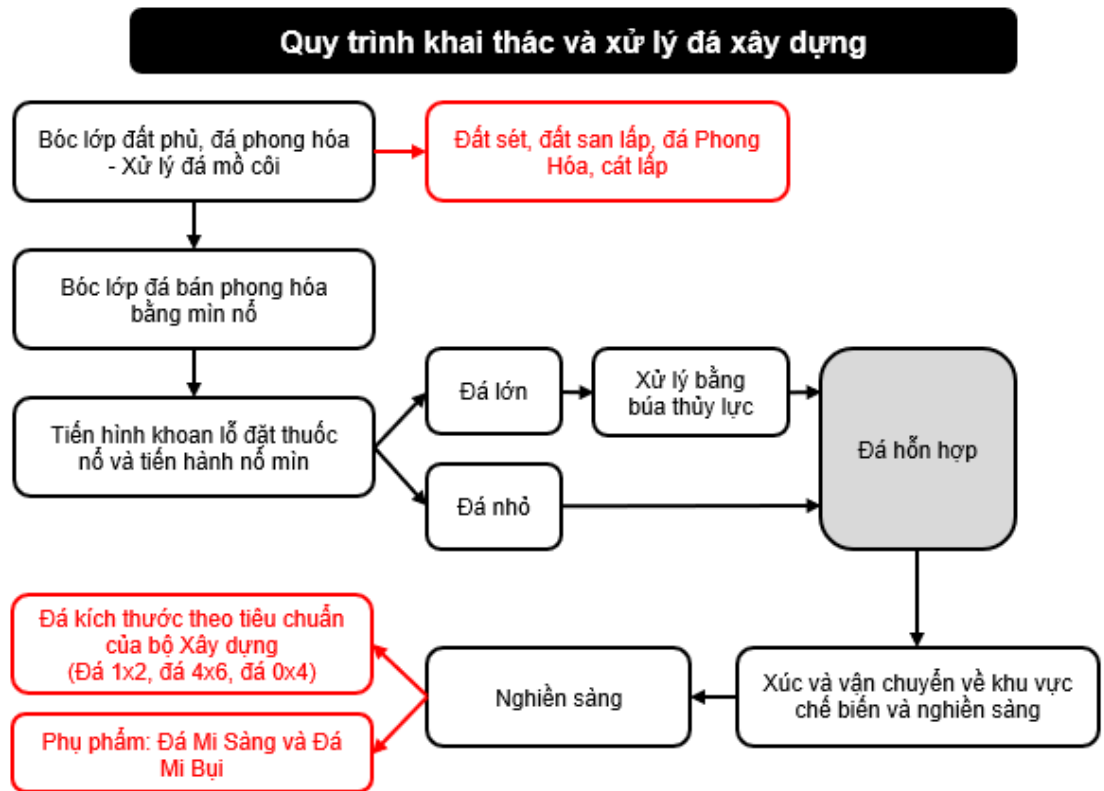
Thuế, phí phải nộp liên quan đến khai thác (Đvt: Tỷ đồng)



Nguồn: VLB, BVSC tổng hợp và ước tính

Sản xuất - Dự địa khai thác vẫn còn trong bối cảnh trữ lượng tồn lớn

Quy trình khai thác và chế biến của các doanh nghiệp đá xây dựng như VLB tương đối đơn giản, và khá dễ vận hành, với chi phí đầu tư không lớn. Do đó, biên LNG của các doanh nghiệp khai thác đá tương đối cao, dao động từ **20%-40%**, phụ thuộc vào độ sâu của mỏ đá.



Dự địa còn rất lớn khi công suất khai thác trên nhiều mỏ chưa đạt tối đa. Theo ước tính của BVSC, các mỏ của VLB (ngoại trừ mỏ Tân Cang 1) vẫn chưa đạt đến mức công suất tối đa. Sản lượng đá nguyên khối khai thác của VLB dao động từ **3,6-4,2 triệu m3/năm**, chỉ đạt từ **69% đến 81%** tổng công suất khai thác cho phép. Dự địa về khả năng gia tăng sản lượng đầu ra của VLB là có, trong bối cảnh dự báo về nhu cầu trên hầu hết các thị trường chủ đạo đều hồi phục.

Đầu ra - Triển vọng khả quan nhờ đẩy mạnh xây dựng hạ tầng

VLB chỉ giao hàng trực tiếp tại mỏ hoặc các bến thủy nội địa của công ty. Do đó, không thể xác định và phân tách doanh thu theo nhóm nhu cầu tiêu thụ, bởi không thể xác định khách hàng sử dụng cuối cùng. Song, sản phẩm đá xây dựng của các doanh nghiệp đá như VLB chủ yếu cung ứng cho (1) các dự án công trình hạ tầng; và (2) xây dựng bất động sản thương mại và dân dụng.

BVSC đánh giá trong bối cảnh hiện nay khi thị trường bất động sản phía Nam, đặc biệt là Tp.HCM thiếu nguồn cung trầm trọng cùng với hoạt động đầu tư công được đẩy mạnh, cơ cấu doanh thu đến từ các dự án xây dựng hạ tầng sẽ chiếm trọng yếu hơn so với hoạt động xây dựng thương mại và dân dụng.

Vị trí của các mỏ đá - Yếu tố tiên quyết tác động đến triển vọng KQKD

Sản phẩm đầu ra của các doanh nghiệp khai thác đá như VLB có tính chuẩn hóa theo tiêu chuẩn của Bộ Xây Dựng, do đó, giá bán thường không quá chênh lệch, khác biệt lớn nhất là vị trí. Các nhà thầu xây dựng sẽ ưu tiên các mỏ đá gần công trình nhằm giảm thiểu chi phí vận chuyển. Theo ước tính của BVSC, nếu di chuyển với quãng đường **từ 70km trở lên bằng đường bộ, chi phí vận chuyển có thể tương đương với giá mua**. Do đó, các mỏ đá thường cung ứng lân cận nếu di chuyển bằng đường bộ. Với các mỏ đá gần sông và có bến thủy nội địa, đây là ưu thế khi có thể di chuyển xa hơn với chi phí thấp hơn bằng xà lan theo đường sông.

Mô phỏng vị trí các mỏ đá của VLB và các dự án hạ tầng trọng điểm lân cận



Mỏ Tân Cảng 1 có vị trí nằm gần QL.1A, thuận tiện di chuyển về nhiều dự án trọng điểm quan trọng, như Sân Bay Long Thành, cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu, dự án Vành Đai 3, ... với khoảng cách gần (~15km). Điều này giúp mỏ Tân Cảng 1 hay cụm mỏ Tân Cảng nói chung, được ưu tiên lựa chọn cung cấp đá cho các dự án trọng điểm kể trên.

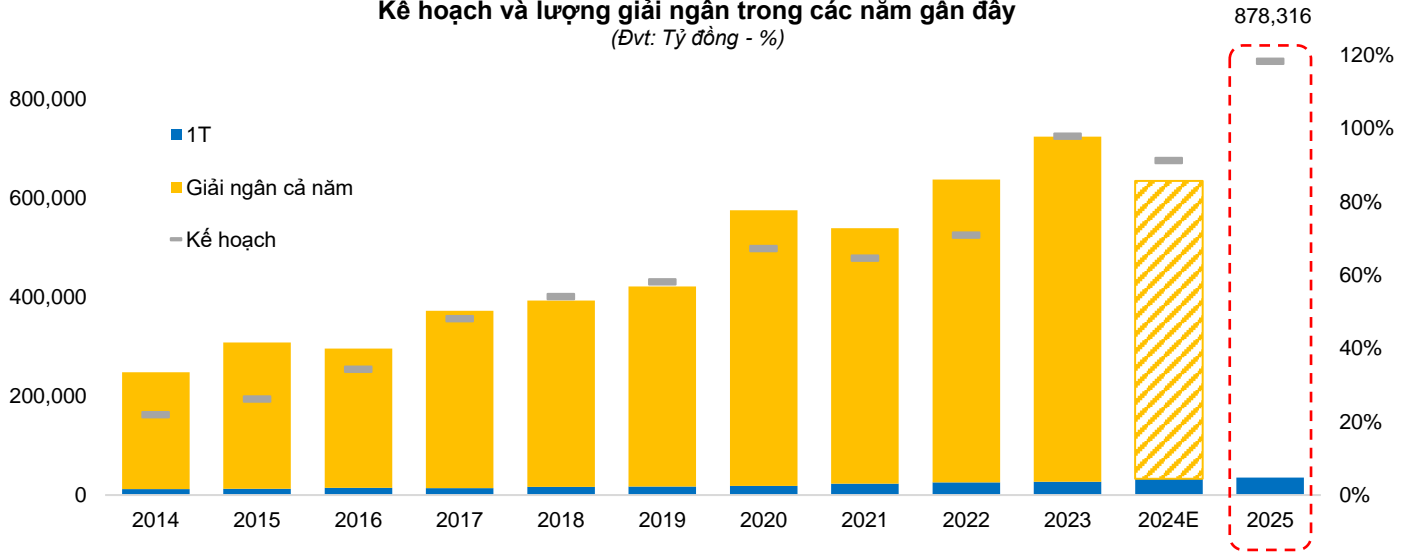
Mỏ Thành Phú 1 và mỏ Thiên Tân 2 lại có lợi thế về đường thủy khi sát sông Đồng Nai và gần 2 bến thủy nội địa là bến thủy Thành Phú và bến thủy Thiên Tân. Vị trí này có thể vận chuyển đá xây dựng xuống khu vực TP. Hồ Chí Minh và ĐBSCL dễ dàng bằng đường thủy. Từ đó, giúp dễ dàng cung ứng đá xây dựng cho các dự án hạ tầng tại khu vực này, đặc biệt là dự án cao tốc trọng điểm Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng. Ngoài ra, trong bối cảnh đẩy mạnh tiến độ các dự án trọng điểm tại khu vực Đông Nam Bộ, như Sân Bay Long Thành, Vành Đai 3, ... nhu cầu tiêu thụ gia tăng có thể sẽ đẩy về các cụm mỏ Thiên Tân và Thành Phú để đảm bảo sản lượng cung ứng cho dự án.

Với mỏ Soklu 2, mỏ hết thời hạn cấp phép vào T2.2025 trong bối cảnh dự án kỳ vọng nhất là cao tốc Dầu Giây - Tân Phú vẫn đang trong tiến độ GPMB. Về khả năng xin gia hạn giấy phép, BVSC đánh giá không tích cực sau khi đã bị trả hồ sơ trong năm 2023 và động thái rà soát những sai phạm trong cấp phép của 2 mỏ trên. Do đó, BVSC bỏ qua đánh giá đối với mỏ đá Soklu 2.

Xây dựng hạ tầng - Vị trí địa lý thuận lợi là cơ sở cho tăng trưởng doanh thu trên nền cao

Kế hoạch giải ngân đầu tư công lớn nhất trong 10 năm gần nhất. 2025 là năm cuối của kế hoạch đầu tư trung hạn 2021-2025. BVSC nhận định, tiến độ các dự án đầu tư trọng điểm sẽ được đẩy nhanh để hoàn thành các chỉ tiêu đã đề ra trong nhiệm kỳ. Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công năm 2025 lên đến **873.316 tỷ đồng**, tăng **38,2%** so với 2024.

Kế hoạch và lượng giải ngân trong các năm gần đây
(Đvt: Tỷ đồng - %)



Nguồn: Bộ Tài Chính, GSO, BVSC tổng hợp

Hưởng lợi từ các dự án trọng điểm quanh khu vực Đồng Nai. Với quyết tâm của Chính phủ trong việc đẩy nhanh tiến độ trong năm 2025, nhu cầu tiêu thụ VLXD được dự báo không những duy trì ở mức cao mà còn tiếp tục gia tăng. Cụm mỏ Tân Cang nằm rất gần hai dự án đầu tư công trọng điểm là Sân Bay Long Thành và Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu, gần hơn hai cụm mỏ khác tại Đồng Nai là Thạnh Phú và Thiên Tân. Từ đó, khiến sản lượng đầu ra của mỏ Tân Cang 1 tiếp tục duy trì ở nền cao, thậm chí tăng trưởng nhẹ. Theo phát biểu của đại diện Chính phủ, trong năm 2025, chỉ tính riêng đá xây dựng thì dự án sân bay Long Thành có nhu cầu khoảng 4,9 triệu m³; cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu cần khoảng 1,2 triệu m³; Vành đai 3 TP.HCM cần khoảng 2,3 triệu m³.

Mặt khác, các mỏ đá trong cụm mỏ Tân Cang hiện đang hoạt động với công suất cao, thậm chí đạt công suất tối đa. Do đó, khả năng cung cấp đá từ cụm mỏ Tân Cang có thể sẽ không đủ. BVSC kỳ vọng nhu cầu gia tăng có thể sẽ đẩy lực tiêu thụ lan đến các mỏ xa hơn như cụm mỏ Thiên Tân và Thạnh Phú, trong bối cảnh VLB đều có mỏ đá trong 2 cụm mỏ này.

Tiến độ dự án trọng điểm tại ĐBSCL bị chậm do thiếu cát đắp. Nhờ vị thế gần bến thủy nội địa tại sông Đồng Nai, mỏ đá Thiên Tân 2 và Thạnh Phú 1 cũng thuận tiện vận chuyển về khu vực ĐBSCL, để cung cấp đá cho dự án cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng. Dự án này hiện đang bị chậm tiến độ do tình trạng thiếu cát đắp trầm trọng, khi chỉ xác định được 23/29 triệu m³ cát. Xét riêng trên dự án thành phần 4 tại tỉnh Sóc Trăng, đã có 4/6 mỏ bắt đầu cung cấp cát cho dự án, với khối lượng đạt 2,0/6,6 triệu m³ đến hết T6.25.

BVSC kỳ vọng, tiến độ của dự án sẽ nhanh hơn so với 2024, nhờ (1) Quyết tâm của chính phủ và địa phương trong công tác tìm kiếm nguồn cát đắp thay thế, hiện đã tính tới phương án sử dụng cát ven biển, với kết quả ban đầu tương đối khả quan; (2) Kỳ vọng cả 6/6 mỏ sẽ cung cấp đầy đủ cát cho dự án thành phần 4, đảm bảo một phần tiến độ xây dựng; và (3) Tiến độ trong năm 2024 đã tương đối chậm.

Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô	Bắt đầu	Kết thúc
Dự án còn thực hiện trong năm 2025				
Dự án Vành Đai 3 - HCMC	75.000	76 km	T6/2023	T6/2026
Sân bay Long Thành - Giai đoạn 1	114.000	1.810 ha	Q4/2023	2025-2027
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	44.691	188 km	T6/2023	2027-2028
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	17.837	54 km	T6/2023	T6/2025
Cao tốc HCMC - Long Thành mở rộng	14.955	22 km	Q3/2025	2027-2028
Cao tốc Mộc Bài - HCMC	19.600	51 km	T6/2025	2027
Cao tốc Dầu Giây - Tân Phú	8.981	60 km	2025	2027-2028
Cao tốc Cao Lãnh - An Hữu	5.111	27 km	T6/2023	2027
Cao tốc Cần Thơ - Cà Mau	27.500	110 km	T1/2023	2025
Các dự án khác				
Đại dự án cao tốc đường sắt Bắc Nam	1.718.833	1.541 km	2027	2035
Sân bay Long Thành - Giai đoạn 2	226.180	3.190 ha		
Sân bay Long Thành - Giai đoạn 3				
Cao tốc Chợ Thành - Đức Hòa	2.292	84 km		
Cao tốc Đức Hòa - Mỹ An	2.336	81 km		
Cao tốc Mỹ An - Cao Lãnh	4.500	26 km		
Cao tốc Hà Tiên - Rạch Giá - Bạc Liêu	33.250	212 km		
Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận mở rộng	N/A	54 km		

Nguồn: BVSC tổng hợp

Ghi chú: Do hạn chế về thông tin, dữ liệu chủ yếu mang tính chất tham khảo và có thể có sai lệch so với thực tế

Trong tương lai xa hơn, BVSC nhận thấy, nhiều dự án đã được lên kế hoạch và khởi công sẽ đảm bảo nguồn đầu ra cho các mỏ đá của VLB. Đối với khu vực Đồng Nai, Sân bay Long Thành giai đoạn 2 & 3; cao tốc Chợ Thành - Đức Hòa; cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận mở rộng (GD2); ... sẽ đảm bảo nhu cầu tiêu thụ quanh khu vực tỉnh Đồng Nai.

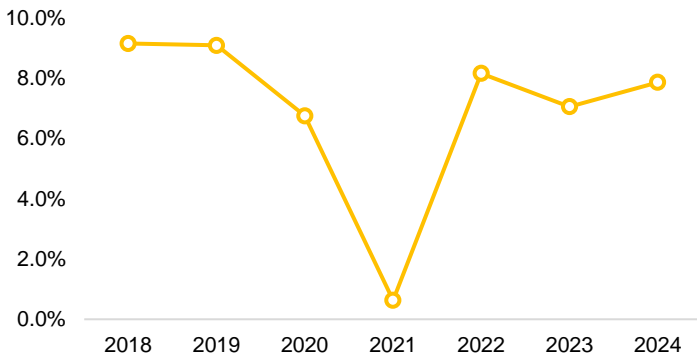
Với khu vực ĐBSCL, các dự án cao tốc trải dài từ Đức Hòa đến Cần Thơ sẽ đòi hỏi lượng đá xây dựng rất lớn, hỗ trợ tích cực cho sức tiêu thụ đầu ra của mỏ Thiên Tân 2 và Thạnh Phú 1.

Xây dựng thương mại và dân dụng - Bước vào chu kỳ hồi phục và tăng trưởng

Tăng trưởng thực nhóm Xây dựng - Công nghiệp được dự báo ở mức 8,2%. Theo BMI Research (thuộc Fitch Group) dự báo tăng trưởng thực ngành Xây dựng - Công nghiệp đạt khoảng 8,2%. BVSC đánh giá kỳ vọng này là khả thi, nhờ (1) Thị trường Bất động sản thương mại được dự báo sẽ cải thiện trở lại; (2) Tiếp đà thu hút lượng lớn vốn FDI từ năm 2024 nhờ làn sóng chuyển dịch từ Trung Quốc sang; và (3) Với kỳ vọng tăng trưởng kinh tế cao, thu nhập người dân được kỳ vọng sẽ cải thiện trong năm 2025, từ đó gia tăng năng lực đầu tư vào nhà ở của người dân.

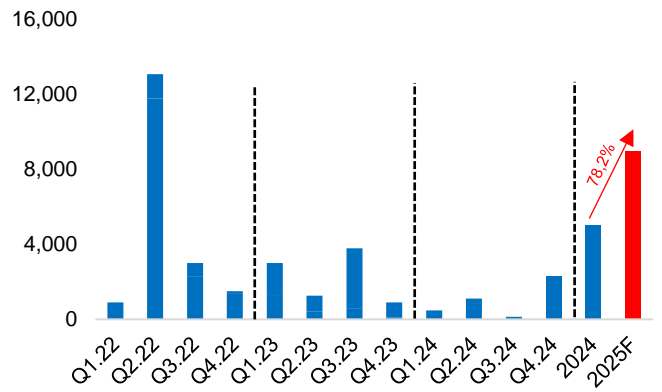
Triển vọng từ năm bản lề trong chu kỳ hồi phục của thị trường bất động sản. Kể từ T8.24, bộ ba Luật BĐS sửa đổi đã chính thức có hiệu lực. Động thái trên được kỳ vọng, sẽ là tiền đề để gỡ rối những vấn đề pháp lý còn tồn đọng, giúp thị trường bất động sản có hành lang pháp lý chuẩn mực và minh bạch hơn. Qua đó, giúp các chủ đầu tư tự tin hoạt động tích cực trở lại, mở đường cho sự hồi phục trong tương lai. BVSC nhận định, năm 2025 sẽ là năm khởi đầu cho chu kỳ hồi phục của thị trường bất động sản, cũng như hoạt động xây dựng dân dụng nội địa. Qua đó, trực tiếp kích thích nhu cầu chi tiêu vật liệu xây dựng trong nước. Theo ước tính của CBRE, nguồn cung căn hộ mới tại Tp.HCM trong 2025 là **9.000 căn**, tăng **78,2%** so với năm 2024.

Tăng trưởng thực ngành Xây dựng qua các năm giai đoạn 2018-2024



Nguồn: Tổng cục Thống kê, BVSC tổng hợp

Nguồn cung mở bán căn hộ mới tại Tp.HCM (Đvt: căn hộ)

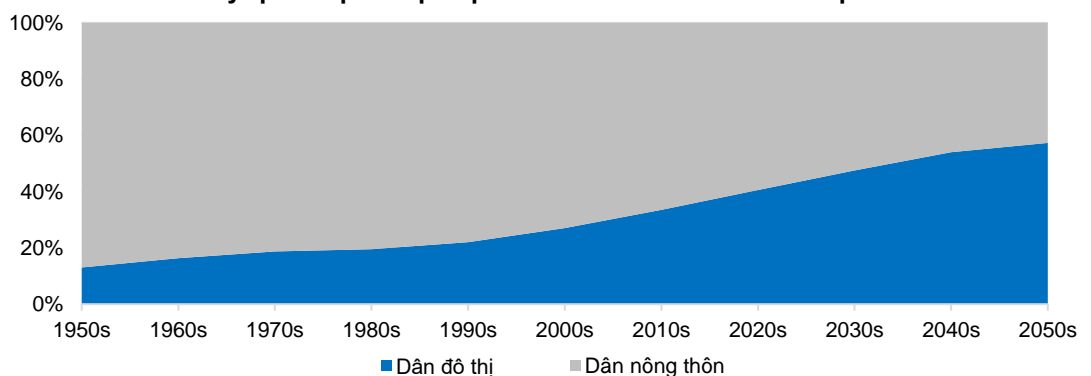


Nguồn: CBRE, BVSC tổng hợp

Làn sóng chuyển dịch FDI sang Việt Nam. BVSC đánh giá 2025 vẫn là một năm mà vốn đầu tư FDI đổ về là lớn, mặc dù có thể sẽ giảm tốc so với mặt bằng cao trong 2024. Động thái trên được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tiến độ cũng như số lượng dự án khu công nghiệp khởi công mới, tại các thủ phủ công nghiệp phía Nam như Bình Dương, Đồng Nai hay Tp. Hồ Chí Minh. Từ đó, phần nào gia tăng nhu cầu tiêu thụ VLXD tại khu vực Đông Nam Bộ.

Mục tiêu đô thị hóa cao thúc đẩy nhu cầu nâng cấp hạ tầng và xây dựng dân dụng. Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam vẫn còn thấp so với các quốc gia phát triển trong khu vực, điển hình là Thái Lan. Với mục tiêu gia tăng tỷ lệ đô thị hóa đến năm 2030 đạt 50%, nhu cầu nâng cấp cơ sở hạ tầng và xây dựng dân dụng trong trung và dài hạn vẫn còn rất lớn. Từ đó, đảm bảo cho triển vọng về nhu cầu sử dụng VLXD, ít nhất đến hết 2050.

Tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam theo ước tính và kế hoạch



Với tất cả các yếu tố trên, BVSC đánh giá, nhu cầu tiêu thụ đá tại các mỏ đá của VLB sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao, thậm chí là tăng trưởng nhẹ, nhờ:

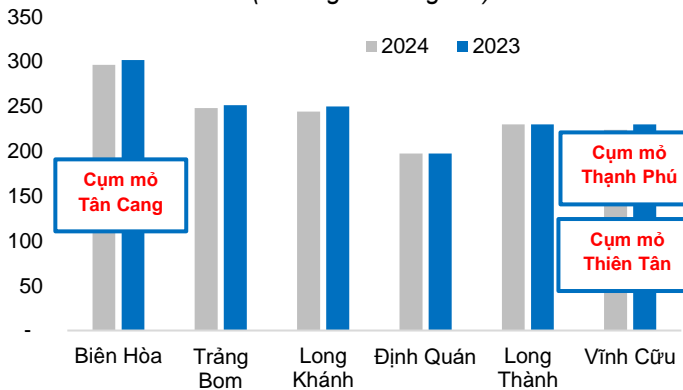
- Tiến độ đầu tư công được đẩy mạnh trong năm cuối của Kế hoạch trung hạn 2021-2025 cùng vị trí thuận lợi các mỏ đá thuận lợi có thể cung cấp cho nhiều dự án trọng điểm;
- Thị trường BĐS bước vào năm bản lề sau 2H.24 thẩm thấu luật và các quy định mới;
- Làn sóng dịch chuyển FDI kể từ năm 2024 sẽ thúc đẩy tiến độ cũng như số lượng nhiều dự án KCN tại khu vực Đông Nam Bộ khởi công;
- Tỷ lệ đô thị hóa còn thấp, gia tăng nhu cầu cải thiện và nâng cấp hạ tầng cũng như xây dựng dân dụng và thương mại.

BVSC ước tính, tổng sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ **1,7% y/y** trong 2025, một phần do mỏ Soklu 2 hết hạn trong T2.2025. Loại bỏ ảnh hưởng từ mỏ Soklu 2, tổng sản lượng của 3 mỏ còn lại được dự báo tăng trưởng **9,8% y/y**, từ mức nền cao trong 2024.

Giá bán trung bình - Cải thiện theo nhu cầu tiêu thụ chung

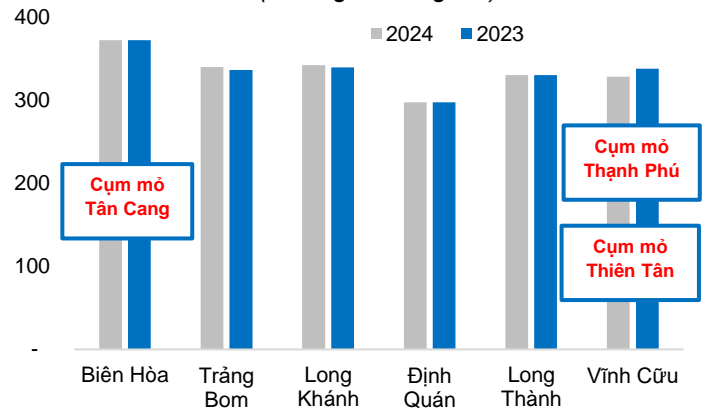
Giá bán đá thường mang tính khu vực, diễn biến theo nhu cầu tiêu thụ chung trong khu vực. Sản phẩm đá có tính chuẩn hóa cao nên mức độ chênh lệch giá bán trong cùng khu vực là không đáng kể. BVSC ước tính, giá bán trung bình của VLB sẽ tăng **3,0% y/y** theo diễn biến chung trong hai khu vực Biên Hòa và Vĩnh Cửu, nhờ dự báo nhu cầu tiêu thụ chung gia tăng.

Giá bán đá 0x4 một số khu vực ở Đồng Nai
(Đvt: nghìn đồng/m³)



Nguồn: Sở Xây dựng tỉnh Đồng Nai, BVSC tổng hợp

Giá bán đá 1x2 một số khu vực ở Đồng Nai
(Đvt: nghìn đồng/m³)



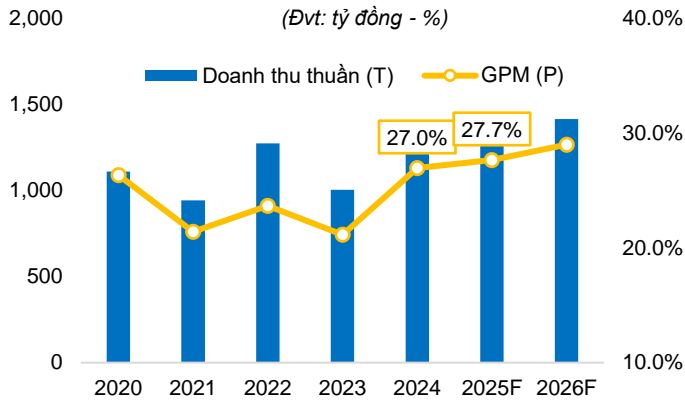
Nguồn: Sở Xây dựng tỉnh Đồng Nai, BVSC tổng hợp

Phân tích tình hình tài chính của Doanh nghiệp

Doanh thu và biên LNG tiếp đà cải thiện, hiệu quả kinh doanh tốt

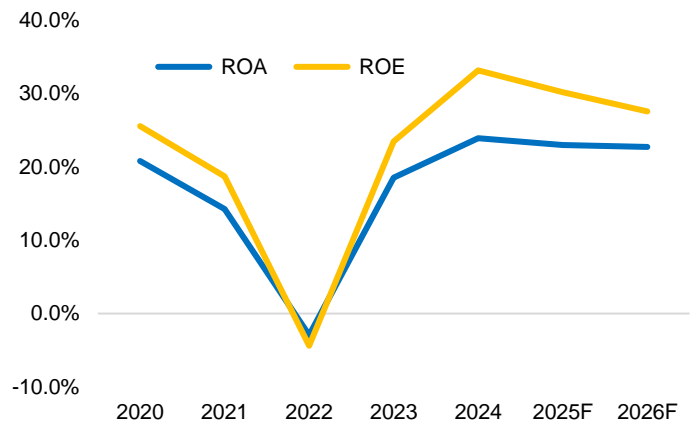
Doanh thu thuần năm 2024 hồi phục rõ rệt nhờ nhu cầu tăng trưởng mạnh trên các thị trường chủ đạo. Biên LNG hồi phục về quanh mức 27,0%, dự kiến tiếp đà cải thiện trong những năm tiếp theo. ROE và ROA ngoại trừ năm 2022 phải nộp bù phí cấp quyền khai thác, các năm còn lại duy trì ở mức hấp dẫn. ROE và ROA năm 2024 lần lượt ghi nhận ở mức 33,2% và 23,9%.

Doanh thu thuần và biên LNG giai đoạn 2020-2026F
(Đvt: tỷ đồng - %)



Nguồn: VLB, BVSC tổng hợp và dự phóng

Diễn biến ROE và ROA qua các năm

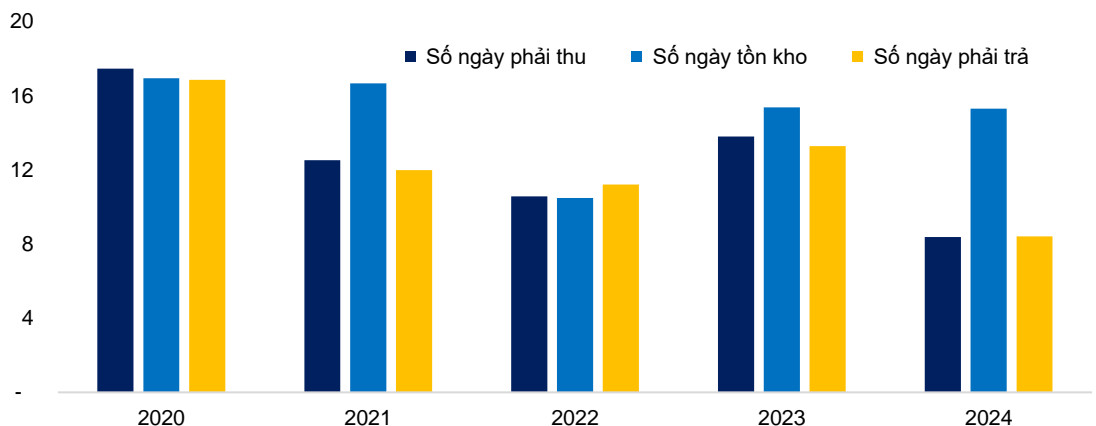


Nguồn: VLB, BVSC tổng hợp và dự phóng

VLB có hiệu quả quản lý tốt

Mức độ chiếm dụng vốn của VLB tương đối thấp. Trong năm 2024, số ngày phải thu chỉ khoảng hơn 8 ngày, tương ứng với vòng quay phải thu 43,6 vòng/năm, giảm 5 ngày so với 2023. Bên cạnh đó, số ngày tồn kho của VLB cũng tương đối thấp khoảng 15 ngày do thành phẩm đá chế biến của VLB đã được ký hợp đồng trước đó, cùng với giới hạn về diện tích bãi chế biến.

Thông số hiệu quả hoạt động của VLB qua các năm
(Đvt: ngày)



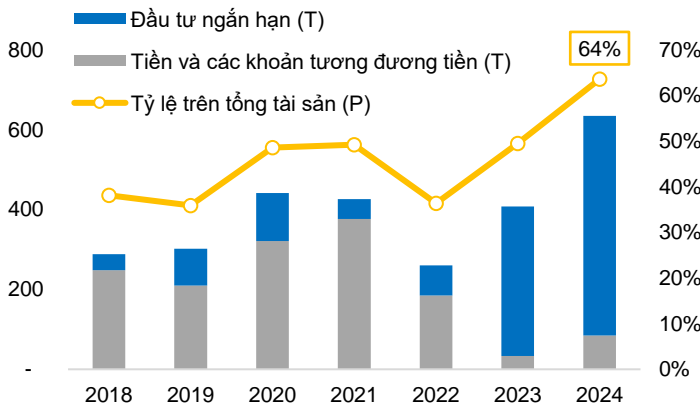
Nguồn: VLB, BVSC tổng hợp

Bảng cân đối kế toán lành mạnh, vị thế tài chính tốt

VLB đã tích lũy được một khoản lớn tiền gửi có kỳ hạn tại ngân hàng lên đến hơn 550 tỷ đồng cùng 85 tỷ đồng tiền và các khoản tương đương tiền, tính đến hết 2024. Tổng giá trị trên chiếm đến **64%** cơ cấu tài sản của VLB. Qua đó, giúp doanh nghiệp có nguồn thu từ lãi tiền gửi tương đối ổn định qua các năm.

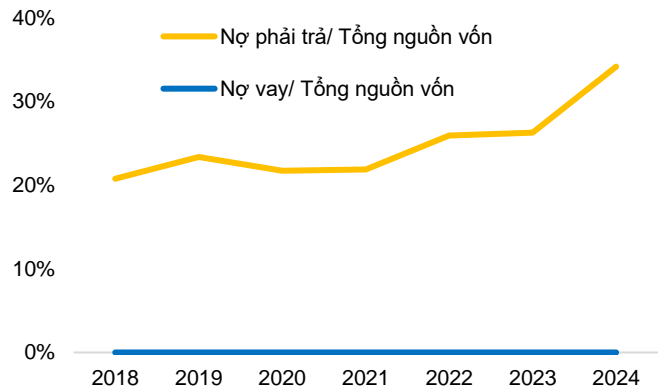
VLB hiện không có bất kỳ khoản nợ vay ngắn hay dài hạn nào, chủ yếu là các khoản nợ chiếm dụng vốn từ đối tác. Tỷ lệ nợ phải trả/tổng nguồn vốn chỉ khoảng 33%. Vị thế nợ thấp cùng với nguồn tiền dự trữ cao, giúp vị thế tài chính của VLB tương đối vững mạnh.

Tiền và đầu tư ngắn hạn của VLB
(Đvt: tỷ đồng - %)



Nguồn: VLB, BVSC tổng hợp

Tỷ lệ nợ phải trả và nợ vay trên nguồn vốn



Nguồn: VLB, BVSC tổng hợp

Chi tiết dự phóng kết quả kinh doanh 2025

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2025F	2024	% yoy	Diễn giải
Doanh thu	1.360	1.304	4,3%	
Tiêu thụ đất đá	957	914	4,7%	BVSC dự phòng tổng sản lượng đầu ra đá xây dựng trên các xí nghiệp đá của VLB tăng 1,7% y/y trong khi diễn biến giá bán sẽ tích cực trở lại theo tình hình chung, tăng 3,0% y/y.
Kinh doanh VLXD	341	328	4,0%	
Xây dựng hạ tầng	0	0	0,0%	
Khác (Vận tải, cơ giới, ...)	61	61	0,0%	
Lợi nhuận gộp	376	352	7,0%	Biên LNG cải thiện 0,7% lên mức 27,7% trên cơ sở kỳ vọng giá bán hồi phục và sản lượng tiếp đã tăng trưởng.
Doanh thu tài chính	23	20	17,3%	Thu nhập từ lãi tiền gửi tăng nhờ lượng tiền mặt và khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (chủ yếu là tiền gửi ngân hàng) còn lại cuối năm 2024 cao hơn 2,6 lần so với cùng kỳ 2023.
Chi phí tài chính	-	-	-	
Thu nhập/(Chi phí) ròng khác	-	(9)	-	
LNTT	305	275	10,6%	
LNST-CĐTTS	244	218	11,8%	

Nguồn: VLB, BVSC dự phóng

Định giá

BVSC sử dụng kết hợp định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF - FCFE) và phương pháp hệ số giá so sánh (P/E) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu VLB. Giá hợp lý xác định theo trọng số cả hai phương pháp là **51.700 đồng/cp**.

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng	Mục tiêu	Giá trị
DCF - FCFE	52.500	70%		36.800
P/E	49.800	30%	9,6x	14.900
Giá mục tiêu (đồng/cp)				51.700

Định giá theo phương pháp DCF

BVSC xác định giá trị hợp lý theo phương pháp DCF - FCFE để xác định giá trị doanh nghiệp của hoạt động chủ đạo là khai thác, chế biến và kinh doanh đá xây dựng. Điều chỉnh tăng/giảm tài sản và nợ trên báo cáo tài chính Q4.2024, BVSC ước tính giá mục tiêu ở mức **52.500 đồng/cp**.

Định giá theo phương pháp P/E

BVSC xác định giá mục tiêu theo phương pháp P/E ở mức **49.800 đồng/cp**, tương ứng với mức P/E mục tiêu là **9,6x**. P/E mục tiêu được xác định dựa trên trung bình có hệ số của các mẫu sau:

- P/E của các doanh nghiệp nội địa hoạt động trong cùng lĩnh vực sau khi đã chiết khấu, bởi sự khác nhau về quy mô doanh nghiệp cũng như cơ cấu kinh doanh.
- P/E trung bình của VLB trong giai đoạn 2 năm gần nhất sau năm 2022 LNST âm.

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá trị	Chiết khấu	Mục tiêu
P/E trung bình các doanh nghiệp nội địa	50%	11.9x	25%	8,9x
P/E trung bình VLB trong 2 năm gần nhất	50%	11.5x	10%	10,3x
P/E mục tiêu				9,6x
Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (đồng/cp)				5.190
Giá mục tiêu (đồng/cp)				49.800

Chi tiết giá trị thống kê của các mẫu dùng trong định giá P/E:

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	Chiết khấu	Mục tiêu
Doanh nghiệp nội địa (Tỷ trọng: 50%)			11,9x	25%	8,9x
CTCP Khoáng sản và Xây dựng Bình Dương	KSB VN	2.060	48,7x	80%	9,7x
CTCP Hóa An	DHA VN	623	12,0x		12,0x
Tổng công ty VLXD số 1	FIC VN	1.786	31,1x	70%	9,3x
VICEM Hà Tiên	HT1 VN	4.503	46,0x	70%	13,8x
P/E trung bình VLB trong 2 năm gần nhất (Tỷ trọng: 50%)			11,5x	10%	10,3x
CTCP Xây dựng và Sản xuất VLXD Biên Hòa	VLB VN	1.930	11,5x		

Nguồn: FiinPro, Bloomberg, BVSC ước tính và tổng hợp

Khuyến nghị

Năm 2024 chứng kiến một năm tăng trưởng vượt bậc của VLB khi LNST ghi nhận ở mức đỉnh lịch sử. Theo BVSC, kết quả kinh doanh trong năm 2025 của VLB sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao, thậm chí tăng trưởng nhẹ trên nền cao, nhờ (1) Kế hoạch giải ngân Đầu tư công cao cùng với quyết tâm của Chính phủ trong năm cuối nhiệm kỳ 2021-2025; (2) Thị trường bất động sản tại khu vực phía Nam, đặc biệt là TP. Hồ Chí Minh, được kỳ vọng sẽ cải thiện trở lại và bước năm bản lề của chu kỳ hồi phục; và (3) Giá bán tại khu vực Đồng Nai dự báo sẽ cải thiện trở lại dựa trên yếu tố nhu cầu gia tăng, giúp biên LNG của VLB tiếp đà hồi phục. Về mặt nguồn cung, dù mỏ Soklu 2 đã hết hạn cấp phép trong T2.2025, song BVSC đánh giá mức độ ảnh hưởng không lớn, do sản lượng tiêu thụ của mỏ chỉ chiếm 3,6% tổng sản lượng đầu ra của VLB.

VLB thường có kế hoạch trả cổ tức bằng tiền đều, với tỷ lệ thực hiện 20% mỗi năm, trừ năm LNST âm trong 2022. Hiện nay, VLB đã công bố kế hoạch trả cổ tức bằng tiền với tỷ lệ 20% và đã thực hiện. Dù LNST năm 2024 đạt đỉnh lịch sử, song xét thấy năm 2020, LNST cũng tăng mạnh **39% y/y**, nhưng tỷ lệ thực hiện cũng chỉ 20%. Trên cơ sở thận trọng, BVSC dự báo VLB sẽ không tiếp tục chia cổ tức trong 2025.

BVSC ước tính giá mục tiêu của VLB đạt mức **51.700 đồng/cp**, với mức upside **+14,6%** so với giá trị trường ngày 03/3/2025. Khuyến nghị **NEUTRAL**, do giá thị trường đã phản ánh phần lớn câu chuyện tích cực.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	1.275	1.003	1.304	1.360
Giá vốn	(973)	(791)	(952)	(984)
Lợi nhuận gộp	302	212	352	376
Doanh thu tài chính	12	20	20	23
Chi phí tài chính	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	(23)	143	218	244

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Tiền, khoản tương đương tiền	260	408	635	748
Các khoản phải thu ngắn hạn	37	38	21	37
Hàng tồn kho	28	39	41	41
Tài sản cố định hữu hình	64	58	44	34
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tổng tài sản	715	824	999	1.119
Nợ vay ngắn hạn	185	217	330	299
Nợ vay dài hạn	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	530	607	657	807
Tổng nguồn vốn	715	824	999	1.119

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	35,3%	-21,3%	30,0%	4,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-118,4%	-712,9%	52,9%	11,8%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	23,7%	21,1%	27,0%	27,7%
Lợi nhuận thuần biên	-1,8%	14,2%	16,7%	17,9%
ROA	-2,9%	18,5%	23,9%	23,0%
ROE	-4,4%	23,5%	33,2%	30,2%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	(495)	3.038	4.646	5.192
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.266	12.944	14.006	17.197

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Minh Khôi** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

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

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định

Định nghĩa

OUTPERFORM

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%

NEUTRAL

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%

UNDERPERFORM

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

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

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng, CFA

Ngân hàng, Bảo hiểm

hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú, CFA

Hàng tiêu dùng, CNTT

phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Khu công nghiệp

thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép

minhtnn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng

anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không

dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường

hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương, CFA

Năng lượng, Chứng khoán, Cao su, VLXD

duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không

thanhnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi

Vật liệu xây dựng

khoinm@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888