

CTCP ĐÁ HOÀNG MAI (HMR)

Giá chào sàn (13/01/2022)	15,700
Giá trị hợp lý	22,000
Lợi nhuận kì vọng	40%

Lượng CP đang lưu hành (trCP)	5.61
Free-float (trCP)	2.04
Vốn hóa (tỷ VND)	88.1
KLGD Trung bình 10 ngày (CP)	-
Beta	-

Chỉ số trượt 12T	HMR	HNX-Index
P/E (lần)	9.71	25.55
P/B (lần)	1.55	2.74
Nợ/VCSH (lần)	0.6	2.43
Biên LN ròng (%)	11.22%	21.42%
ROE (%)	21.36%	15.15%
ROA (%)	14.22%	6.99%

Giới thiệu:

- ❖ Công ty cổ phần Đá Hoàng Mai (HMR) được thành lập vào năm 1963, hoạt động trong các lĩnh vực khai thác kinh doanh đá, sản xuất tà vẹt dự ứng lực phục vụ ngành đường sắt và thi công xây lắp đường, hầm tại các công trình đường sắt. Vốn điều lệ hiện tại của HMR là 56 tỷ đồng.
- ❖ Lợi thế sở hữu mỏ đá tại Hoàng Mai, vị trí địa lý thuận lợi gần tuyến đường giao thông và lợi thế là công ty con của CTCP TCT Công trình Đường sắt (RCC – sàn UPCOM), hoạt động kinh doanh của Đá Hoàng Mai không chịu nhiều áp lực cạnh tranh. Hiệu quả kinh doanh của HMR ghi nhận tương đối tích cực so với trung bình ngành, dù quy mô hoạt động còn khiêm tốn.
- ❖ Đá Hoàng Mai đang được hưởng lợi từ các dự án đầu tư công cải tạo ngành đường sắt. Trong ngắn và trung hạn, cả 3 mảng kinh doanh của HMR đang được hưởng lợi từ các dự án sửa chữa, nâng cấp hệ thống đường sắt và dự án đầu tư công trọng điểm xây dựng đường cao tốc Bắc Nam.

Phòng phân tích SHS đánh giá **MUA** đối với cổ phiếu HMR với giá mục tiêu **22,000 đồng/cổ phiếu**, với những luận điểm chính như sau:

- ❖ Hoạt động kinh doanh của HMR đa dạng theo chuỗi giá trị, từ khai thác đá, sản xuất tà vẹt và hoạt động xây lắp, sử dụng đá nguyên liệu. Mảng kinh doanh đá và tà vẹt của HMR có biên lợi nhuận gộp tích cực trên 30%.
- ❖ Trong giai đoạn 2017-2021, tốc độ tăng trưởng CARG doanh thu của HMR đạt 18%, tăng trưởng lợi nhuận đạt 84%. Hoạt động kinh doanh của HMR trong trung hạn dự báo tiếp tục được hưởng lợi từ các dự án đầu tư công.
- ❖ Trữ lượng còn lại tại mỏ đá Hoàng Mai còn khoảng 2.7 triệu tấn có thể đem lại doanh thu lợi nhuận đột biến cho HMR trong trường hợp công ty tận dụng giai đoạn Chính phủ đẩy mạnh các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông.
- ❖ HMR đang định hướng mở rộng mảng xây lắp nhằm tận dụng lợi thế sẵn có và mở rộng nguồn thu ra ngoài lĩnh vực đường sắt.
- ❖ Năm 2021, SHS ước tính HMR đạt 86.5 tỷ đồng doanh thu, tăng 16% và 6.58 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, giảm 21% so với năm trước. EPS điều chỉnh do pha loãng năm 2021 dự báo đạt 1,616 đ/cp.
- ❖ Năm 2022, SHS dự báo HMR đạt 100.2 tỷ đồng doanh thu, tăng 13% và 8.56 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 30% so với năm trước. EPS năm 2022 dự báo đạt 1,525 đ/cp.
- ❖ Cổ phiếu HMR chào sàn ở mức P/E dự phóng 2021 là 9.71x, thấp hơn đáng kể so với mức PE 13.2x của các doanh nghiệp khai thác đá cùng ngành.
- ❖ SHS xác định giá trị hợp lý đối với cổ phiếu HMR là **22,000 đồng/cp**.
- ❖ **Rủi ro đầu tư:**
 - Rủi ro liên quan đến việc gia hạn thời gian khai thác mỏ đá vào cuối năm 2025. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá mức độ rủi ro thấp.
 - Quy mô vốn, tài sản cố định nhỏ là yếu tố hạn chế đối với HMR khi đấu thầu các công trình trong mảng thi công xây lắp.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo

1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1.1. Lịch sử hình thành và phát triển

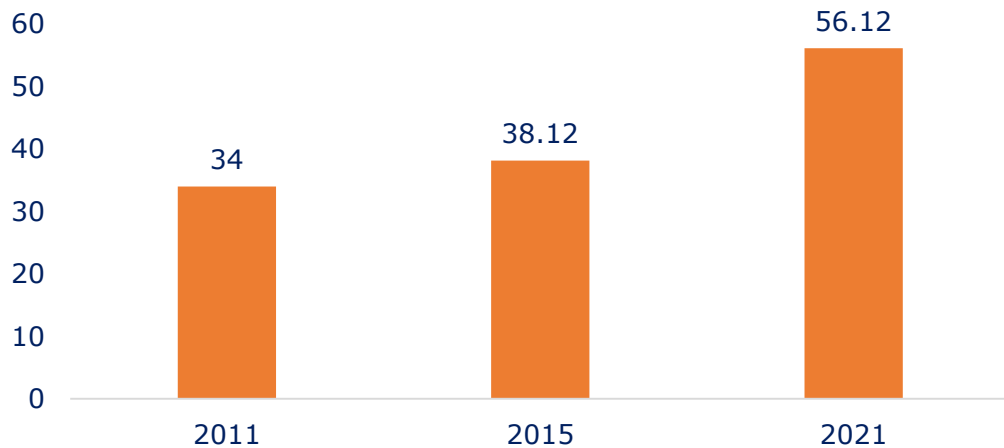
Công ty cổ phần Đá Hoàng Mai (HMR – sàn HNX) tiền thân là Mỏ đá Hoàng Mai được thành lập năm 1963 trực thuộc Bộ Giao thông Vận tải và Tổng cục Đường sắt, đóng tại địa bàn thị xã Hoàng Mai, tỉnh Nghệ An, nằm ngay cạnh tuyến đường sắt thống nhất và quốc lộ 1A trên địa bàn ranh giới hai tỉnh Nghệ An - Thanh Hoá.

Năm 1986, Mỏ đá Hoàng Mai được đổi tên thành Xí nghiệp Đá Hoàng Mai. Từ một công trường khai thác trở thành một xí nghiệp công nghiệp sản xuất đá và tà vẹt, bê tông phục vụ nhu cầu của ngành đường sắt. Năm 2011, Xí nghiệp Đá Hoàng Mai được chuyển thành Công ty TNHH MTV Đá Hoàng Mai thuộc CTCP Tổng công ty Công trình Đường sắt với mức vốn điều lệ 34 tỷ đồng.

Năm 2015, Công ty TNHH MTV Đá Hoàng Mai được chuyển đổi thành công ty cổ phần bằng hình thức phát hành cổ phần tăng vốn và chuyển nhượng một phần vốn góp của chủ sở hữu, giá chào bán 10,000 đồng/cổ phần. Kết thúc quá trình chuyển đổi, công ty tăng vốn điều lệ lên mức 38.12 tỷ đồng, trong đó công ty mẹ CTCP TCT Công trình Đường sắt (RCC – sàn UPCOM) sở hữu 87.87%.

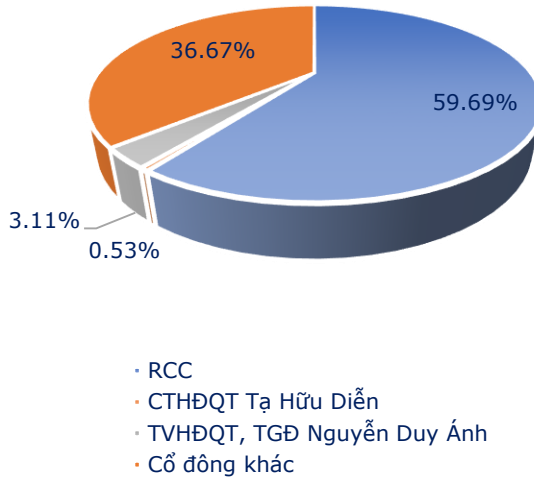
Năm 2021, HMR thực hiện chào bán 1.8 triệu cổ phiếu ra công chúng theo phương thức phân phối qua đại lý với giá 15,200 đồng/cổ phần. Kết thúc đợt chào bán, công ty tăng vốn điều lệ lên mức 56.12 tỷ đồng, tương đương 5,612,444 cổ phần. Tỷ lệ sở hữu của công ty mẹ RCC còn lại là 59.69%.

Vốn điều lệ qua các năm (tỷ đồng)



Nguồn: HMR, SHS Research

1.2. Cơ cấu sở hữu



CTCP TCT Công trình đường sắt (RCC) là công ty mẹ, chiếm tỷ lệ chi phối tại HMR với 59.69% cổ phần. Cổ đông nội bộ sở hữu 3.64% cổ phần HMR. Tỷ lệ sở hữu của cổ đông cá nhân khác là 36.67% cổ phần, tương đương 2 triệu cổ phiếu. Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài tại HMR là 0% do công ty hoạt động trong lĩnh vực khai thác mỏ. Công ty mẹ RCC cam kết sở hữu tối thiểu 20% cổ phần tại HMR trong thời gian 1 năm sau tăng vốn (08/11/2021).

Nguồn: HMR, SHS Research

1.3. Cơ cấu tổ chức

Cơ cấu tổ chức hoạt động của HMR tập trung vào hoạt động kinh doanh chính. Công ty chia thành 3 phần xưởng, phân xưởng khai thác đá, phân xưởng sản xuất tà vẹt bê tông dự ứng lực và bộ phận thi công công trình. HMR không có đầu tư vào công ty con, công ty liên kết, không đầu tư tài chính ngoài ngành.

2. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

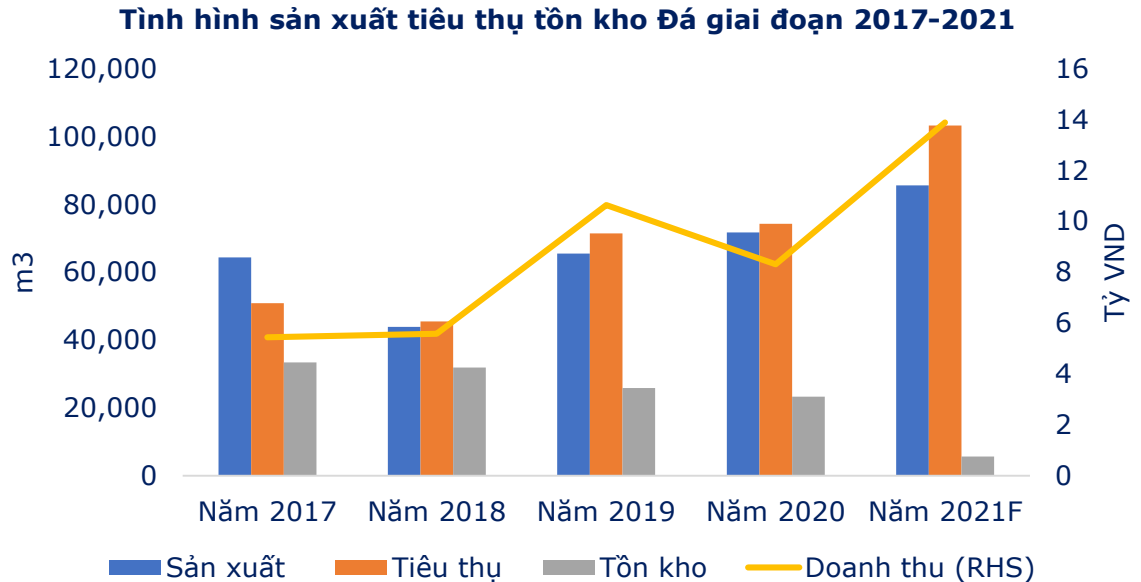
Hoạt động kinh doanh của HMR tập trung vào 4 mảng là khai thác đá xây dựng; sản xuất kinh doanh tà vẹt dự ứng lực; xây lắp công trình đường sắt, công nghiệp, dân dụng; và mảng vận tải, kê lót chằng buộc. Trong đó mảng kinh doanh đá và tà vẹt là mảng đem lại doanh thu lợi nhuận chủ yếu cho HMR.

Khai thác và kinh doanh đá. HMR đang khai thác mỏ đá vôi Hoàng Mai tại thị xã Hoàng Mai, tỉnh Nghệ An. Khu vực mỏ khai thác có diện tích 7.5 ha, với trữ lượng đá vôi dolomit hóa là 11 triệu tấn, thời hạn khai thác đến cuối tháng 10 năm 2025.

Công ty có lợi thế lớn khi sở hữu vị trí của mỏ và xưởng nghiền đá nằm sát cạnh đường quốc lộ 1A và đường sắt Bắc Nam, thuộc địa phận giáp ranh giữa hai tỉnh Thanh Hoá và Nghệ An. Vị trí địa lý này thuận lợi cho việc lưu chuyển hàng hoá từ nhà máy tới khách hàng, đảm bảo thời gian và tiến độ giao hàng, giúp giảm tối đa chi phí và thời gian đồng thời không bị ảnh hưởng đến giá thành phẩm khi các quy định liên quan đến kiểm soát tải trọng xe và khoảng cách địa lý ngày một chặt chẽ. Mỏ đá có lợi thế là một trong những nguồn đá CaCO3 có chất lượng tốt nhất trên thế giới xét về độ sáng và độ trắng với trữ lượng dồi dào.

Đá thô sau khi khai thác được đưa vào dây chuyền sản xuất để nghiền nhỏ thành đá xây dựng các loại gồm: Đá Hộc, đá dăm 2.5x5; Đá 1x2; Đá 05; Bột; Cấp phối đá dăm loại 1, Cấp phối đá dăm loại 2... 80% sản phẩm đá xây dựng được cung cấp cho các công trình xây dựng tại thị trường nội địa và các công trình đường sắt nội địa. 20% đá xây dựng được sử dụng nội bộ, dùng để sản xuất tà vẹt bê tông dự ứng lực.

Năm 2020, doanh thu thuần sản phẩm đá xây dựng các loại của HMR đạt 8.3 tỷ đồng, giảm 22% so với năm 2019 do công ty tập trung sản xuất tà vẹt phục vụ dự án cải tạo nâng cấp hệ thống đường sắt Bắc Nam. BLNG mảng đá đã tăng mạnh từ mức 14% năm 2019 lên 34% trong năm 2020 nhờ diễn biến tăng giá VLXD, giúp lợi nhuận gộp của mảng đá đạt 2.82 tỷ đồng, tăng 86% so với năm 2019. Trong 9 tháng đầu năm 2021, HMR ghi nhận 10.6 tỷ đồng doanh thu bán đá xây dựng, biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức tích cực 30.5%.



Theo HMR, đến cuối năm 2021, trữ lượng được cấp phép còn lại của mỏ đá là 2.7 triệu tấn. Trữ lượng thực tế của mỏ đá ước tính còn lại là 4.5 triệu tấn. Công ty đánh giá cao khả năng sẽ được cấp phép gia hạn khai thác sau năm 2025. Theo quy định, việc gia hạn lần đầu được 15 năm, gia hạn lần 2 được 7.5 năm nếu còn trữ lượng. Hiện trữ lượng còn lại của mỏ đá đủ để HMR khai thác và kinh doanh trong 20 năm tiếp theo, mỗi năm khoảng 200,000 tấn.

Sản xuất tà vẹt dự ứng lực.

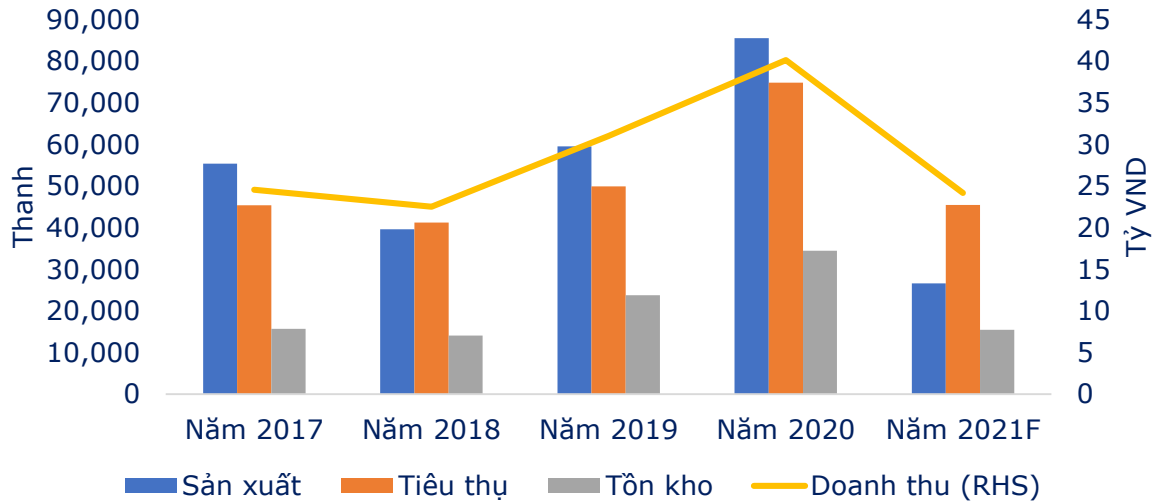
Là mảng sản xuất đặc thù của ngành đường sắt, có tính độc quyền cao. Hiện Việt Nam có 6 nhà máy sản xuất tà vẹt trên cả nước, được phân bố theo từng khu vực địa lý, tại Hà Nội 2 nhà máy, miền Trung 3 nhà máy (trong đó có 2 nhà máy của RCC là HMR và Công ty vật tư Đường sắt) và 1 nhà máy tại Ninh Thuận. Trung bình hàng năm, nhu cầu thay thế thanh tà vẹt của ngành đường sắt khoảng 130,000 – 180,000 thanh. HMR có lợi thế cạnh tranh cao trong mảng sản xuất tà vẹt nhờ ưu thế sở hữu mỏ đá giúp giảm chi phí nguyên liệu và vị trí địa lý thuận lợi ngay cạnh các tuyến đường giao thông trọng điểm. Thị phần của HMR khoảng 25-30%, trung bình mỗi năm cung cấp khoảng 50,000 thanh tà vẹt trong điều kiện bình thường.

Hiện HMR có 01 nhà máy sản xuất tà vẹt bê tông dự ứng lực, đặt tại thị xã Hoàng Mai, năng lực sản xuất hiện tại là 120,000 thanh/năm. Nguồn nguyên liệu sản xuất bao gồm đá 1x2, cát nguyên liệu và sắt thép xây dựng.

Nhằm đáp ứng nhu cầu thay thế tà vẹt của dự án cải tạo nâng cấp hệ thống đường sắt Bắc Nam, HMR đã chủ động tăng công suất sản xuất tà vẹt trong năm 2019-2020. Doanh thu mảng tà vẹt của HRM tăng đột biến trong năm 2019 – 2020, với tốc độ tăng lần lượt 22%

và 78% so với năm 2018. Năm 2021, sản lượng tà vẹt sản xuất của HMR ước sẽ giảm do công ty chủ động tiêu thụ hàng tồn kho, cân đối việc sản xuất tiêu thụ theo nhu cầu thị trường. Việc tích trữ hàng tồn kho trong năm 2019-2020 giúp HMR ghi nhận được biên lợi nhuận tích cực trong 9 tháng đầu năm 2021, đạt 34.14% so với mức 32.77% trong năm 2020, dù sản lượng tiêu thụ thấp hơn.

Tình hình sản xuất tiêu thụ tồn kho Tà vẹt giai đoạn 2017-2021



Hiện nay, Công ty đã và đang thực hiện ký kết một số những hợp đồng bán tà vẹt cho những công ty phụ trách xây dựng công trình đường sắt, tổng giá trị 37.3 tỷ đồng. Chi tiết cụ thể theo bảng sau:

Bảng 1 – Hợp đồng cung cấp tà vẹt đang thực hiện của HMR

TT	Tên Khách hàng	Tên Hợp đồng	Sản phẩm	Thời gian ký kết	Giá trị (Tỷ VND)	Thời gian thực hiện
1	Công ty CP đường sắt Nghĩa Bình	Hợp đồng	Tà vẹt+VC	25/6/2020	7.193	31/12/2020
2	Công ty CP đường sắt Vĩnh Phú	Hợp đồng mua bán vật tư	Tà vẹt+VC	20/7/2020	2.420	31/12/2020
3	CTCP công trình Long Hưng	Hợp đồng kinh tế	Tà vẹt+đá+VC	20/10/2020	2.298	Đến khi kết thúc công trình
4	CTCP đường sắt Vĩnh Phú	Hợp đồng mua bán vật tư	Tà vẹt+VC	20/7/2020	2.420	Đến khi kết thúc công trình
5	Công ty CP công trình Long Hưng	Hợp đồng kinh tế	Tà vẹt+đá+VC	20/10/2020	2.298	Đến khi kết thúc công trình
6	Công ty CP đường sắt Nghệ Tĩnh	Hợp đồng kinh tế	Tà vẹt+VC	6/11/2020	2.429	Đến khi kết thúc công trình
7	Công ty CP công trình cơ giới 798	Hợp đồng kinh tế	Tà vẹt+VC	01/07/2021	2.298	Đến khi kết thúc công trình

TT	Tên Khách hàng	Tên Hợp đồng	Sản phẩm	Thời gian ký kết	Giá trị (Tỷ VND)	Thời gian thực hiện
8	Công ty CP đường sắt Nghĩa Bình	Hợp đồng kinh tế	Tà vẹt+VC	27/08/2021	7.975	Đến khi kết thúc công trình
9	Công ty CP đường sắt Quảng Bình	Hợp đồng kinh tế	Tà vẹt+VC	20/09/2021	7.975	Đến khi kết thúc công trình

Nguồn: BCB HMR

Hoạt động xây lắp.

Mảng xây lắp của HMR được hưởng lợi từ công ty mẹ CTCP TCT công trình Đường sắt và dự án sửa chữa, nâng cấp đường sắt Bắc Nam giai đoạn 2020 – 2021. HMR đang định hướng phát triển mạnh mảng xây lắp, tận dụng lợi thế nguồn nguyên liệu và năng lực thi công, nhằm nắm bắt tốt cơ hội từ chính sách đẩy mạnh đầu tư công, xây dựng các công trình kết cấu hạ tầng giao thông của Chính phủ.

HRM được chuyển giao công nghệ thi công xây lắp các công trình cầu đường sắt, gia cố hầm từ công ty mẹ RCC. Đây là mảng thi công có yêu cầu cao về chuyên môn và kỹ thuật, mang tính độc quyền trong ngành. Là công ty con của Công ty cổ phần Tổng công ty công trình đường sắt RCC, HMR có lợi thế làm tổng thầu triển khai thực hiện những dự án công trình đường sắt thuộc tổng công ty và cũng là nhà cung cấp nguyên vật liệu chính cho các dự án của RCC. Lợi thế từ khai thác đá tại mỏ Đá Hoàng Mai cũng giúp HMR giảm được chi phí đầu vào phục vụ SXKD và tăng tính chủ động trong thi công các công trình xây dựng tại khu vực miền Trung.

Ngành đường sắt giai đoạn năm 2020 – 2021 phát triển tích cực nhờ dự án đầu tư công trị giá 7,000 tỷ đồng sửa chữa nâng cấp hệ thống đường sắt Bắc Nam. CTCP TCT Công trình Đường Sắt đã trúng các gói thầu trị giá 830 tỷ đồng từ chủ đầu tư Ban Quản lý dự án đường sắt. Trong đó, đá Hoàng Mai được giao 3 gói thầu với tổng giá trị 109.8 tỷ đồng. Hiện một số công trình trọng điểm mà công ty đang thi công là Gói thầu số 5 - làm đường sắt chính tuyến ở Nghệ An, Gói thầu số 19 - làm đường sắt trong nhà ga tại Bình Thuận và Gói thầu số 11A, thi công, gia cố hầm, đoạn Vinh – Nha Trang.

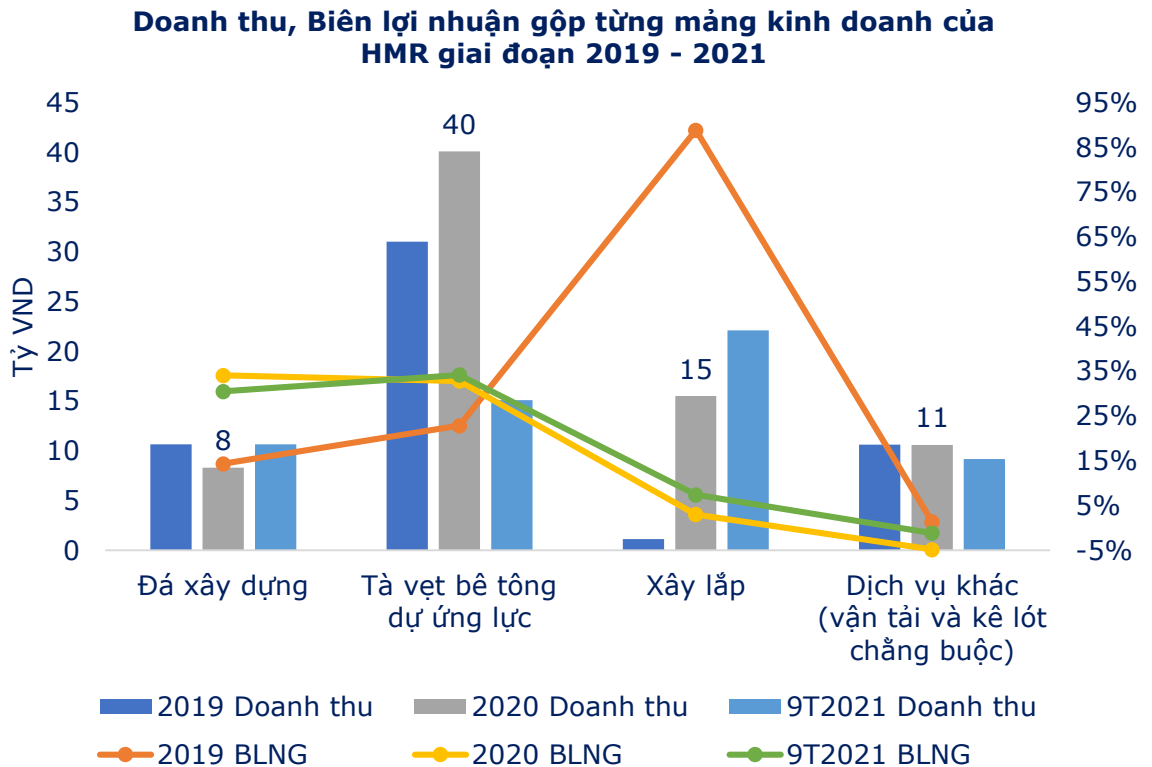
Bảng 2 – Chi tiết một số dự án đường sắt HMR được giao

TT	Tên công trình	Chủ đầu tư	Giá trị dự án (Tỷ VND)
1	Gói thầu XL-HNV-05: Nâng cấp ke ga, mái che ga Chợ Sy, Ga Vinh; Nâng cấp, cải tạo các khu gian từ Trường Lâm - Vinh (Km237+790-Km319+020); Thuộc dự án: Cải tạo, nâng cấp các công trình thiết yếu đoạn Hà Nội - Vinh, tuyến Đường sắt Hà Nội - TP HCM	Ban QLDA ĐS	45
2	Gói thầu số XL-NTSG-19 Cải tạo, nâng cấp các công trình thiết yếu đoạn Km1540+815 đến Km1568+400 thuộc tỉnh Bình Thuận. Thuộc dự án Cải tạo, nâng cấp các công trình thiết yếu đoạn Nha Trang - Sài Gòn, tuyến Đường sắt Hà Nội - TP. Hồ Chí Minh	Ban QLDA ĐS	25.3
3	Gói thầu số 11A: Thi công xây dựng gia cố hạng mục các công trình hầm số 1, hầm số 2, hầm số 3, Phủ Cũ, Chí Thạnh, Vũng Rô 1, Vũng Rô 4 và Bãi Gió. Thuộc dự án Gia cố các hầm yếu kết hợp mở mới các ga và cải tạo kiến trúc tầng trên đoạn Vinh - Nha Trang, tuyến Đường sắt Hà Nội-TP HCM.	Ban QLDA 85	39.5

Nguồn: HMR

Trong năm 2020 và 9 tháng đầu năm 2021, HMR mới ghi nhận 37.6 tỷ đồng doanh thu từ mảng xây lắp, biên lợi nhuận gộp 7.4%. Giá trị dự án còn lại là 72.2 tỷ đồng, sẽ được ghi nhận trong Q4.2021 và năm 2022.

Dịch vụ vận tải và kê lót chằng buộc là dịch vụ gia tăng đính kèm trong hoạt động khai thác, sản xuất đá xây dựng và sản xuất tà vẹt. Đây là mảng dịch vụ mang tính hỗ trợ, HMR không ghi nhận lợi nhuận từ mảng này.

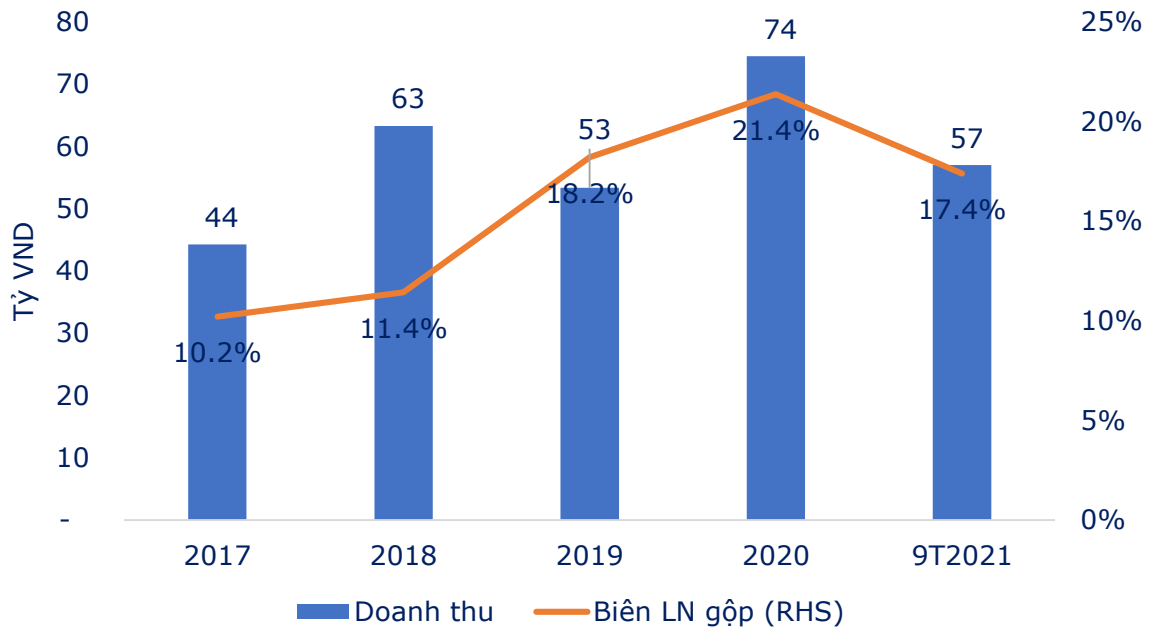


3. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

KẾT QUẢ KINH DOANH

Nắm bắt tốt cơ hội từ chính sách đẩy mạnh đầu tư công, xây dựng các công trình kết cấu hạ tầng giao thông của chính phủ, Công ty cổ phần Đá Hoàng Mai đã đẩy mạnh hoạt động khai thác, sản xuất đá xây dựng các loại, tà vẹt đường sắt và triển khai các gói thầu xây lắp công trình đường sắt. Công ty ghi nhận đà tăng trưởng tốt qua các năm, cụ thể doanh thu năm 2020 đạt 74 tỷ đồng, tăng xấp xỉ 40% so với năm 2019.

Biên lợi nhuận gộp của HMR tăng mạnh trong năm 2019-2020, từ mức 11.4% năm 2018 tăng lên 18.2% trong năm 2019 và 21.4% trong năm 2020. Nguyên nhân do diễn biến tăng giá vật liệu xây dựng và mảng kinh doanh tà vẹt dự ứng lực, đá xây dựng – mảng có biên lợi nhuận tích cực – đã tăng mạnh trong tỷ trọng doanh thu của HMR, nhờ dự án cải tạo tuyến đường sắt Bắc Nam.

Doanh thu, Biên lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh của HRM giai đoạn 2017-2021


Nguồn: SHS Research

Lũy kế 9 tháng năm 2021, HMR ghi nhận 56.97 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng trưởng 62% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt 4.87 tỷ đồng, tăng 34% so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp của HMR giảm xuống 17.4% trong 9 tháng đầu năm do công ty đẩy mạnh mảng xây dựng hạ tầng, khiến doanh thu mảng xây lắp có trọng số cao hơn trong tổng doanh thu. Biên lợi nhuận gộp mảng đá và tà vẹt dự ứng lực vẫn duy trì tương đối tích cực. Tính chung 9 tháng đầu năm, HMR hoàn thành 76% kế hoạch doanh thu, 57% kế hoạch lợi nhuận năm 2021.

Bảng 3 - Kết quả hoạt động kinh doanh 9T/2021 của HMR

Tỷ đồng	Q3/2021	Q3/2020	% thay đổi	9T/2021	9T/2020	% thay đổi	% KH 2021
Doanh thu thuần	24.38	17.75	37.4%	56.97	35.12	62.2%	76.0%
Giá vốn	19.97	13.42	48.8%	47.06	26.85	75.3%	
Lợi nhuận gộp	4.41	4.34	1.6%	9.91	8.27	19.8%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	18.1%	24.5%	-26.0%	17.4%	23.5%	-26.1%	
Doanh thu tài chính	0	0		0	0		
Chi phí tài chính	0	0.02	-100.0%	0.01	0.09	-88.9%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	0	0		0.01	0.09	-88.9%	
Chi phí bán hàng	0	0		0	0		
Chi phí QLDN	1.27	1.58	-19.6%	3.65	3.76	-2.9%	
Lợi nhuận trước thuế	3.2	2.85	12.3%	6.24	4.54	37.4%	
Lợi nhuận ròng	2.56	2.28	12.3%	4.87	3.63	34.2%	57.3%

Nguồn: BCTC HMR, SHS tổng hợp

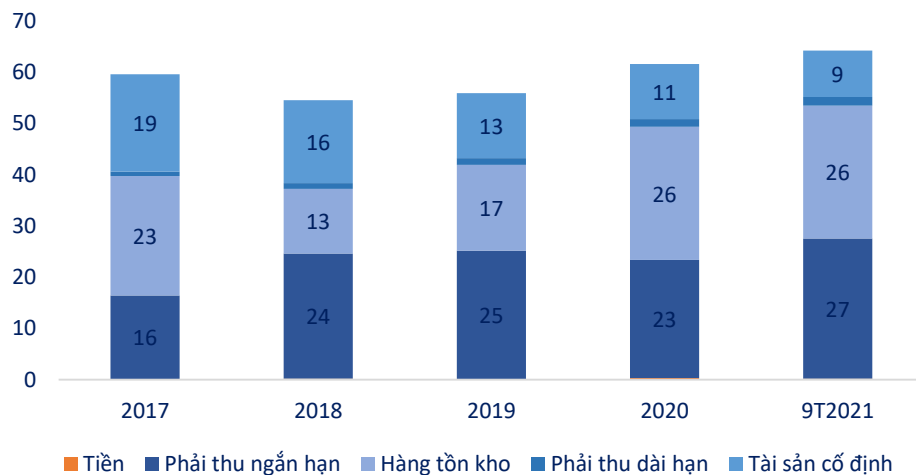
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Cơ cấu tài sản nguồn vốn

Tổng tài sản của HRM không có nhiều biến động trong giai đoạn 2017-2021. Tài sản của công ty tập trung vào hoạt động kinh doanh chính, chủ yếu là khoản phải thu ngắn hạn, hàng tồn kho và tài sản cố định là nhà xưởng, máy móc thiết bị phục vụ sản xuất, thi công. Với đặc thù hoạt động kinh doanh của HMR tập trung trong ngành đường sắt, hiện đang được chú trọng đầu tư nâng cấp, khoản phải thu của công ty không tiềm ẩn nợ xấu.

Cơ cấu tài sản của HMR

Đơn vị tính: tỷ đồng

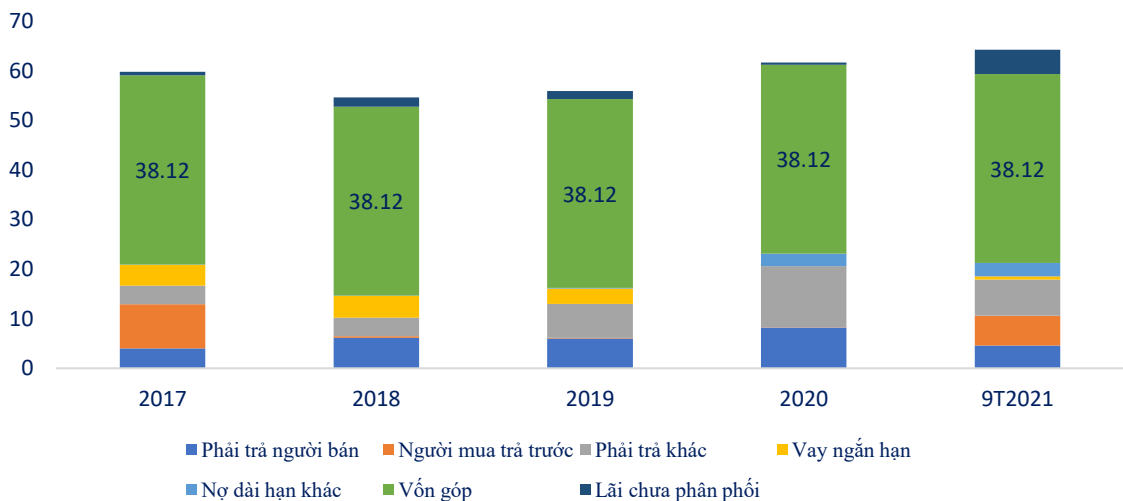


Nguồn: HMR, SHS Research

Công ty có tình hình tài chính lành mạnh, tại thời điểm 30/09/2021, nguồn vốn phục vụ hoạt động kinh doanh của HMR chủ yếu là nguồn vốn chủ. Công ty hầu như không vay nợ ngân hàng, khoản mục nợ phải trả chủ yếu là nợ thương mại. Nợ vay ngắn hạn tại thời điểm cuối Q3.2021 chỉ là 0.62 tỷ đồng, chiếm 0.97% tổng nguồn vốn. Tỷ lệ nợ phải trả/Tổng nguồn vốn của HMR là 33%.

Cơ cấu nợ phải trả của HMR

Đơn vị tính: tỷ đồng



Nguồn: HMR, SHS Research

4. CƠ HỘI TỪ CHÍNH SÁCH ĐẨY MẠNH ĐẦU TƯ CÔNG, PHÁT TRIỂN CƠ SỞ HẠ TẦNG GIAO THÔNG CỦA CHÍNH PHỦ

Trong giai đoạn 2019 – 2021, HMR đang được hưởng lợi từ dự án cải tạo, nâng cấp tuyến đường sắt Hà Nội - TP HCM với tổng nguồn vốn đầu tư 7,000 tỉ đồng. Cuối năm 2021, HMR đã tăng vốn điều lệ thêm 18 tỷ đồng, thu về 27.36 tỷ đồng nhằm đầu tư máy móc thiết bị, bổ sung vốn lưu động và tăng năng lực trong các gói thầu thi công xây lắp.

Theo kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-2025, Bộ GTVT dự kiến tiếp tục bố trí hơn 10,400 tỉ đồng vốn trung hạn để triển khai các dự án đầu tư, nâng cấp đường sắt. 5 dự án sẽ được ưu tiên bố trí vốn để thực hiện trong giai đoạn này có tổng mức đầu tư 4,114 tỷ đồng, cụ thể:

Bảng 4 – Chi tiết các dự án được ưu tiên đầu tư của ngành đường sắt giai đoạn 2021 – 2025

Đơn vị: Tỷ VND

Dự án	Tổng mức đầu tư	Nhu cầu vốn GD 2021-2025
Dự án Đầu nối ray giữa ga Lào Cai với ga Hà Khẩu Bắc (Trung Quốc)	614	583
Dự án Cải tạo nâng cấp đoạn Hà Nội - Vinh, tuyến đường sắt Hà Nội - TP.HCM	850	808
Dự án Cải tạo nâng cấp đoạn Vinh - Nha Trang, tuyến đường sắt Hà Nội - TP.HCM	1,200	1,020
Dự án Cải tạo nâng cấp đoạn Nha Trang -Sài Gòn, tuyến đường sắt Hà Nội - TP.HCM	1,100	935
Dự án Cải tạo nâng cấp các ga trên các tuyến đường sắt phía Bắc	350	333
Tổng	4,114	3,679

Nguồn: SHS Research

Với lợi thế là công ty con của TCT Công trình Đường sắt, HMR sẽ được hưởng lợi lợi trực tiếp từ kế hoạch đầu tư công này, đối với mảng sản xuất tà vẹt, đá nguyên liệu và thi công xây lắp.

Đối với dự án Đầu tư công tuyến đường cao tốc Bắc Nam. HMR được đánh giá được hưởng lợi trực tiếp từ Dự án đầu tư công đầu tư tuyến đường cao tốc Bắc Nam, tập trung vào 3 tuyến cao tốc QL45 – Nghi Sơn; Nghi Sơn – Diễn Châu và Diễn Châu – Bãi Vọt, có vị trí địa lý gần doanh nghiệp. Ba dự án trên có tổng mức đầu tư gần 24,000 tỷ đồng, đang trong giai đoạn chuẩn bị thi công, dự kiến hoàn thành vào năm 2023.



Cao tốc QL45 - Nghi Sơn: Dài 43km, đi qua địa phận tỉnh Thanh Hóa. Dự án có tổng mức đầu tư khoảng 5,534 tỷ đồng, sử dụng nguồn vốn ngân sách Nhà nước. Thời gian tổ chức thi công xây dựng dự án trong khoảng 2 năm.

➢ Cao tốc Nghi Sơn - Diễn Châu: Dài 50km, đi qua hai tỉnh Thanh Hóa, Nghệ An. Dự án có tổng mức đầu tư khoảng 7,293 tỷ đồng, sử dụng nguồn vốn ngân sách Nhà nước, thời gian thi công dự án trong khoảng 2 năm.

➢ Cao tốc Diễn Châu - Bãi Vọt: Dài khoảng 50km, đi qua địa phận 2 tỉnh Nghệ An (44,4km) và Hà Tĩnh (4,9km). Công trình có tổng vốn đầu tư khoảng 11,157 tỷ đồng gồm: Vốn nhà đầu tư huy động khoảng 5,090 tỷ đồng và vốn Nhà nước tham gia thực hiện khoảng 6,067.73 tỷ đồng, thời gian hoàn thành dự kiến vào năm 2023.

Nhu cầu đá tại 3 dự án trên dự kiến khoảng hơn 2 triệu m³. HMR đang xúc tiến các công việc để ký hợp đồng cung cấp đá nguyên liệu cho dự án. Công ty đánh giá tích cực về triển vọng thu được hợp đồng nhờ vị trí địa lý thuận lợi, chất lượng đá tốt và việc sở hữu mỏ đá giúp HMR có được mức giá cạnh tranh. Đối với mảng xây lắp, Công ty kỳ vọng có thể nhận được một số gói thầu thi công, tận dụng nhân lực và lợi thế năng lực thi công sẵn có.

Dự án đường sắt tốc độ cao Bắc Nam. Theo quy hoạch mạng lưới đường sắt giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050, trong 10 năm tới Việt Nam sẽ đầu tư xây dựng mới tuyến đường sắt tốc độ cao Bắc Nam, trong đó ưu tiên triển khai thác trước đoạn Hà Nội - Vinh, Nha Trang - TP HCM. Cụ thể, Bộ Giao thông Vận tải đề xuất dự án đường sắt tốc độ cao Bắc Nam dài 1,559 km, tốc độ thiết kế đoàn tàu 350 km/giờ, tốc độ khai thác 320 km/giờ; được xây dựng để khai thác riêng tàu chở khách. Dự án đường sắt Bắc Nam quốc gia hiện nay sẽ được cải tạo để chở hàng. Tổng mức đầu tư dự án dự kiến trên 58 tỷ USD (tương đương 1.3 triệu tỷ đồng). Giai đoạn một (trước năm 2030) sẽ đầu tư hai đoạn Hà Nội - Vinh và TP HCM - Nha Trang, tổng mức đầu tư khoảng 112,000 tỷ đồng. Trong nhiệm kỳ 2021-2026, Chính phủ sẽ báo cáo Bộ Chính trị, trình Quốc hội thông qua chủ trương đầu tư. Sau đó, Bộ sẽ lập báo cáo khả thi, duyệt thiết kế, giải phóng mặt bằng và khởi công một số gói thầu trong 2 đoạn Hà Nội - Vinh, TP HCM - Nha Trang. Theo tính toán, việc di chuyển bằng đường sắt cao tốc tốc độ cao sẽ có lợi thế về thời gian so với máy bay, tiết kiệm được thời gian chờ đợi kiểm tra an ninh, giá vé cạnh tranh so với máy bay. Xét thêm về tính thuận tiện đi lại và tính đúng giờ, đường sắt tốc độ cao được cho là sẽ hấp dẫn với hành khách.

5. DỰ BÁO KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Dự phóng KQKD

Năm 2021, SHS ước tính HMR đạt 86.5 tỷ đồng doanh thu, tăng 16%, chủ yếu do đóng góp của mảng xây lắp nhờ các dự án đang triển khai. Lợi nhuận sau thuế dự báo đạt 6.58 tỷ đồng, giảm 21% so với năm trước.

Doanh thu tăng, tuy nhiên lợi nhuận giảm do biên lợi nhuận mảng xây lắp thấp hơn, doanh thu mảng tà vẹt – vốn có biên lợi nhuận cao – giảm so với năm trước và một số chi phí quản lý tăng do tình hình dịch bệnh Covid 19. EPS điều chỉnh do pha loãng năm 2021 dự báo đạt 1,616 đồng/cổ phiếu.

Năm 2022, SHS dự báo HMR đạt 100.2 tỷ đồng doanh thu, tăng 13% và 8.56 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 30% so với năm trước. EPS năm 2022 dự báo đạt 1,525 đồng/cổ phiếu, dựa trên những cơ sở sau:

- ❖ Mảng tà vẹt cung cấp tương đối ổn định, dự báo doanh thu tăng trưởng 15%/năm nhờ diễn biến tăng giá và nhu cầu đầu tư cải tạo tuyến đường sắt Bắc Nam trong trung hạn.
- ❖ Mảng đá dự kiến sản lượng tăng trưởng mạnh trong năm 2022-2023 nhờ nhu cầu đá phục vụ dự án đường cao tốc Bắc Nam với kế hoạch doanh thu tăng trưởng 15%/năm.
- ❖ Mảng thi công xây lắp: HMR dự kiến ghi nhận doanh thu mảng xây lắp đột biến trong năm 2022, đạt 20% nhờ các gói thầu đang thi công. Công ty lên kế hoạch tập trung vào mảng xây lắp tận dụng cơ hội của gói đầu tư hạ tầng, với doanh thu tăng trung bình 10%/năm.
- ❖ Biên lợi nhuận gộp HMR thu được dự kiến tương đương năm 2021 nhờ Đá Hoàng Mai chủ động được nguồn nguyên liệu, giá thép có xu hướng giảm và nhu cầu đất đá phục vụ thi công ở mức cao.
- ❖ Chi phí QLDN không thay đổi nhiều so với năm trước, tuy nhiên tỷ lệ chi phí QLDN/Doanh thu được cải thiện hơn nhờ định hướng tiết giảm chi phí.
- ❖ Doanh thu và chi phí tài chính dự báo không đáng kể do công tác quản lý vốn lưu động của HMR tốt, không cần sử dụng vốn vay.
- ❖ Theo đó, dự báo LNST đạt 8.56 tỷ đồng, EPS dự báo đạt 1,525 đồng/cổ phiếu.

Định giá cổ phiếu

Để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu HMR, SHS sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF kết hợp phương pháp so sánh P/E với các công ty cùng ngành với tỷ lệ 60:40. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu HMR là:

Phương pháp	Trọng số	Giá hợp lý
FCFF	60%	22,339
P/E	40%	21,349
Giá cổ phiếu (làm tròn)		22,000

Như vậy, **SHS định giá cổ phiếu HMR** ở mức 22,000 đồng/cổ phiếu (làm tròn). So sánh với mức giá chào sàn 15,700 đồng/cổ phiếu của HMR, giá chào sàn của HMR đang thấp hơn 40% so với mức định giá hợp lý.

Rủi ro đầu tư

- ❖ Rủi ro liên quan đến việc gia hạn khai thác mỏ đá vào thời điểm cuối năm 2025. Tuy nhiên theo đánh giá của SHS, mức độ rủi ro ở mức thấp.
- ❖ Quy mô vốn, tài sản cố định nhỏ là yếu tố hạn chế đối với HMR khi đấu thầu các công trình trong mảng thi công xây lắp. Công ty nhận được dự án nhờ công ty mẹ RCC dù năng lực thi công được đánh giá tương đối tốt.

PHỤ LỤC

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh				
(tỷ đồng)	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu	53.3	74.5	86.5	100.2
Giá vốn hàng bán	43.6	58.6	71.0	81.5
Lợi nhuận gộp	9.7	15.9	15.5	18.7
Chi phí hoạt động	5.1	6.2	7.3	8.0
Lợi nhuận hoạt động	4.6	9.7	8.2	10.6
Doanh thu tài chính	0.0	0.0	0.1	0.1
Chi phí tài chính	0.2	0.1	0.0	0.0
Lợi nhuận khác	-0.2	0.1	0.0	0.0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0.0	0.0	0.0	0.0
Lợi nhuận trước thuế	4.2	9.7	8.2	10.7
Thuế TNDN	0.5	1.4	1.6	2.1
Lợi nhuận sau thuế	3.7	8.4	6.6	8.6
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST của cty mẹ	3.7	8.4	6.6	8.6
% Biên LNST	6.9%	11.2%	7.6%	8.5%
EPS (Đồng)	968	2,193	1,616	1,525

Các chỉ số tài chính				
(tỷ đồng)	2019A	2020A	2021F	2022F
Chỉ số định giá				
Chỉ số P/E	-	9.58	10.43	8.72
EV/EBITDA	-	6.53	3.90	4.10
Chỉ số P/B	-	2.08	1.18	1.26
Chỉ số P/S	-	1.08	0.79	0.75
Tỷ suất cổ tức tiền mặt	0%	0%	13%	13%
Chỉ số sinh lời (%)				
Biên LN gộp	18.21	21.37	17.91	18.63
Biên EBITDA	14.29	16.40	13.00	14.27
Biên LN ròng	6.92	11.23	7.61	8.54
Tỷ số LN/VCSH	9.56	21.70	11.30	14.40
Chỉ số đòn bẩy (lần)				
Chỉ số thanh toán lãi vay	21	96.7	-	-
Tỷ số nợ vay/tổng vốn	0.06	0.00	0.00	0.00
Tỷ số nợ vay/VCSH	0.08	0.00	0.00	0.00
H.số TT hiện hành	2.79	2.40	3.25	2.79
H.số thanh toán nhanh	1.68	1.13	2.24	1.78

Bảng cân đối kế toán				
(tỷ đồng)	2019A	2020A	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	41.9	49.3	75.9	75.0
Tiền/tương đương tiền	0.1	0.3	24.8	16.0
Các khoản phải thu	25.0	23.0	27.5	31.8
Hàng tồn kho	16.8	26.0	23.7	27.2
Đầu tư ngắn hạn	0.0	0.0	0.0	0.0
Tài sản khác	0.0	0.0	0.0	0.0
Tài sản dài hạn	14.0	12.3	8.1	14.0
Tài sản cố định	12.7	10.8	8.1	14.0
Đầu tư dài hạn	1.3	1.5	0.0	0.0
Xây dựng cơ bản dở dang	0.0	0.0	0.0	0.0
Tài sản khác	0.0	0.0	0.0	0.0
Tổng tài sản	55.9	61.6	84.0	89.0
Nợ ngắn hạn	15.0	20.6	23.3	26.9
Khoản phải trả	6.0	8.2	10.1	11.6
Vay nợ ngắn hạn	3.1	0.0	0.0	0.0
Nợ khác	5.9	12.4	13.2	15.2
Nợ dài hạn	2.3	2.5	2.4	2.7
Vay nợ dài hạn	0.0	0.0	0.0	0.0
Nợ khác	2.3	2.5	2.4	2.7
Tổng nợ	17.3	23.1	25.7	29.6
Vốn chủ sở hữu	38.6	38.5	58.3	59.4
Vốn góp	38.1	38.1	56.1	56.1
Cổ phiếu quỹ	0.0	0.0	0.0	0.0
Lợi nhuận giữ lại	0.5	0.4	2.1	3.3
Vốn khác	0.0	0.0	0.0	0.0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.0	0.0	0.0	0.0
Tổng nợ và vốn CSH	55.9	61.6	84.0	89.0

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
(tỷ đồng)	2019A	2020A	2021F	2022F
LCTT từ HĐ kinh doanh	1.5	6.1	11.7	8.1
LCTT từ HĐ đầu tư	-0.2	-0.4	-0.3	-9.5
LCTT từ HĐ tài chính	-1.4	-5.6	13.1	-7.3
LCTT trong kỳ	-0.1	0.2	24.4	-8.7
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	0.2	0.1	0.3	24.8
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	0.1	0.3	24.8	16.0

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội**Trụ sở chính tại Hà Nội**

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex, Số 41
Ngô Quyền, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 1&3, Tòa nhà AS, 236-238
Nguyễn Công Trứ, P, Nguyễn
Thái Bình, Quận I

Tel: (84-8)-3915 1368

Fax: (84-8)-3915 1369

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, số
1-3 Lê Đình Lý, Đà Nẵng

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779

Kiểm duyệt**Ngô Thế Hiển**

Phó Trưởng phòng Phân tích

Hien.nth@shs.com.vn

Thực hiện**Đoàn Thị Ánh Nguyệt**

Chuyên viên phân tích

Nguyet.dta@shs.com.vn

Bùi Mạnh Kiên

Chuyên viên phân tích

Kien.bm@shs.com.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Những quan điểm được trình bày trong báo cáo đã phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích về công ty này, Chúng tôi xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan tới các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ cổ phiếu, Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo, Ngoài yếu tố nội tại, tâm lý thị trường có thể ảnh hưởng tới biến động giá cổ phiếu, Quá trình định giá doanh nghiệp cũng có thể có những thay đổi tùy thuộc vào diễn biến nền kinh tế vĩ mô, chính sách của nhà nước đối với ngành nghề kinh doanh, sự phát triển chung của ngành và biến động liên quan đến tình hình hoạt động, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Việc diễn giải các khuyến nghị này cần được thực hiện một cách linh hoạt và chúng tôi không có bất cứ trách nhiệm nào nếu việc sử dụng khuyến nghị này gây ra thiệt hại cho nhà đầu tư.