

CÔNG TY CỔ PHẦN HÓA AN (HSX: DHA)
Vũ Yến Nhi

Chuyên viên Tư vấn đầu tư

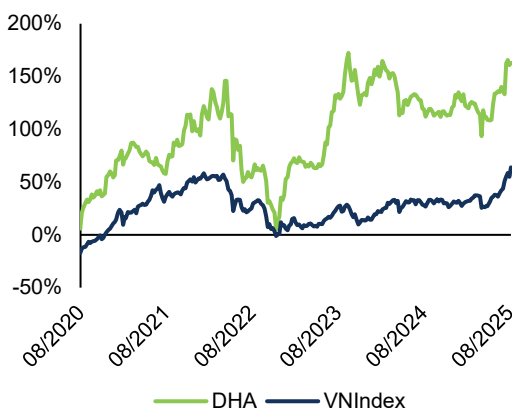
 Email: nhivy@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

Biểu đồ 1: Biến động giá cổ phiếu DHA & VNIndex


Giá hiện tại:

49.200

Giá mục tiêu:

50.500

Tăng/(Giảm):

+2,8%

Khuyến nghị

THEO DÕI
HƯỞNG LỢI TỪ SÓNG ĐẦU TƯ CÔNG TRONG BỐI CẢNH CUNG ĐÁ KHAN HIẾM

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu **Công ty Cổ phần Hóa An (HSX: DHA)** bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do với mức giá mục tiêu là **50.500** đồng/cp, cao hơn **2,8%** so với mức giá đóng cửa tại ngày 21/08/2025 ([chi tiết](#)). Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DHA, quý nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu DHA ở mức giá 43.900 đồng/cp, với tỷ suất sinh lời kỳ vọng đạt 15%.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

➤ Trong giai đoạn dự phóng, tổng sản lượng tiêu thụ tại mỏ Tân Cang 3 và Núi Gió (đóng góp 84% doanh thu và 82% sản lượng) dự kiến đạt đỉnh vào năm 2025F, sau đó giảm dần với CAGR -9,5%/năm ([chi tiết](#)):

Hoạt động giải ngân vốn đầu tư công dự kiến tăng 44% YoY năm 2025, kéo nhu cầu đá khu vực tăng 4 triệu m³ (+51% YoY), là động lực chính thúc đẩy tổng sản lượng tại mỏ Núi Gió và Tân Cang 3 tăng 28% YoY. Sản lượng mỏ Tân Cang 3 tăng 84.000 m³ (+15% YoY), đạt đỉnh năm 2025, sau đó giảm trung bình 7%/năm giai đoạn 2026F – 2029F khi các dự án hạ tầng hiện có dần hoàn tất. Sản lượng mỏ Núi Gió tăng 188.000 m³ (+74% YoY) năm 2025 nhờ mở rộng vùng tiêu thụ, sau đó đi ngang giai đoạn 2026F – 2027F trước khi giảm về mức nền thấp như giai đoạn 2020 – 2024.

➤ Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện trong giai đoạn 2025F – 2027F nhờ giá tăng do thiếu nguồn cung từ chậm cấp phép và xử lý thủ tục đất đai; sau đó giảm 2 đpt/năm ở những năm dự phóng còn lại ([chi tiết](#)):

Biên lợi nhuận gộp 2025F – 2027F dự báo tăng 1 đpt/năm nhờ giá bán đá cải thiện mạnh và giảm khai thác ở mỏ Thanh Phú 2 (biên lợi nhuận thấp). Giá bán tăng do nguồn cung khu vực khan hiếm từ tình trạng chậm cấp phép và giải quyết thủ tục đất đai, đặc biệt năm 2025F giá bán bình quân tăng 7,6% YoY. Từ 2028F, biên lợi nhuận gộp dự phóng giảm khoảng 2 đpt/năm khi giá bán giảm bởi nguồn cung kỳ vọng phục hồi.

➤ DHA duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt cao nhờ dòng tiền kinh doanh dồi dào và nhu cầu đầu tư thấp ([chi tiết](#)):

Chúng tôi kỳ vọng DHA duy trì mức cổ tức 30% – 50% vốn điều lệ, tương đương 93% – 110% lợi nhuận sau thuế và bình quân 8%/năm giá trị thị trường trong giai đoạn 2025F – 2029F, được hỗ trợ bởi dòng tiền kinh doanh lớn, không có nợ vay, nguồn tiền mặt tích lũy lớn và ít áp lực đầu tư mới.

YẾU TỐ THEO DÕI

➤ Tiến độ mua lại và vận hành mỏ Tây Kà Rôm 1 ([chi tiết](#)):

DHA đang thực hiện mua lại mỏ Tây Kà Rôm 1 để khai thác. Trong kịch bản dự án được đưa vào vận hành sớm trong 2025F – 2026F, mỏ này sẽ là động lực tăng trưởng kết quả kinh doanh cho DHA khi nâng tổng trữ lượng lên 27 triệu m³ (+48% so với hiện tại) và tăng hơn 700.000 m³ thành phẩm (+44% so năm 2024), với giả định mỏ hoạt động hết công suất cả năm.

Thông tin giao dịch 21/08/2025

Giá đóng cửa (VNĐ/cp)	49.200
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	52.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	34.550
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)	15,1
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	14,7
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	160.921
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	10,88%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	736
EPS Trailing 12 tháng (VNĐ/cp)	5.466
P/E Trailing 12 tháng	9,15

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ Phần Hóa An
Địa chỉ	20C, Khu phố Cầu Hang - phường Biên Hòa - Tỉnh Đồng Nai
Doanh thu chính	Các loại đá xây dựng kích cỡ 1x2, 0x4, 2x4, 4x6, 5x7 và đá mi
Chi phí chính	Chi phí thuê nổ mìn, bốc đất và vận chuyển

Cơ cấu cổ đông (01/07/2025) (%)

Tổng Công ty VLXD số 1	23,7%
La Mỹ Phương	9,1%
Nguyễn Tấn Lộc	7,3%
Các cổ đông khác	59,9%

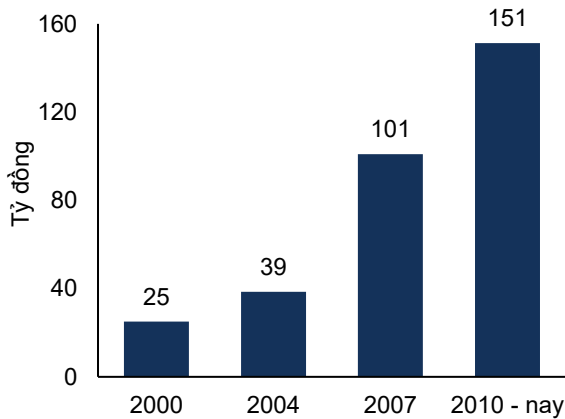
A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Công ty Cổ phần Hóa An (HSX: DHA) tiền thân là Xí nghiệp đá Hóa An, trực thuộc Bộ Xây dựng. Doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực khai thác và chế biến đá xây dựng tại khu vực tỉnh Đồng Nai. Hiện nay doanh nghiệp đang sở hữu và khai thác tại 3 mỏ đá với tổng công suất cấp phép hơn 1,6 triệu m³ đá nguyên khối, tương đương 2,1 – 2,2 triệu m³ đá thành phẩm mỗi năm.

I. Lịch sử hình thành và quá trình tăng vốn

Biểu đồ 2: DHA giữ nguyên vốn điều lệ từ 2010 đến nay



Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

1980: Thành lập Xí nghiệp đá Hóa An, trực thuộc Tổng Công ty vật liệu xây dựng số 1 (Bộ Xây dựng).

2000: Chuyển thành công ty cổ phần với vốn điều lệ 25 tỷ đồng.

2004: Niêm yết trên sàn HSX với mã cổ phiếu DHA, vốn điều lệ 38,5 tỷ đồng, khai thác tại mỏ đá Hóa An.

2007 - 2010: Tăng vốn điều lệ lên 101 tỷ đồng và 151,2 tỷ đồng, đưa mỏ Thường Tân vào hoạt động từ năm 2007.

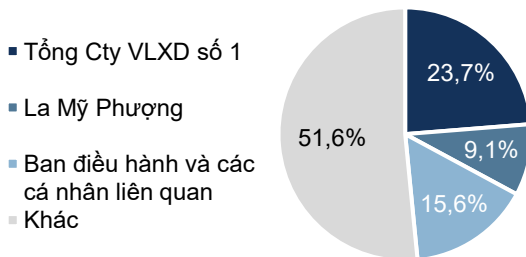
2011: 3 mỏ đá Núi Gió, Tân Cang 3 và Thạnh Phú 2 chính thức đi vào hoạt động.

2016: Mỏ đá Hóa An và Thường Tân dừng hoạt động.

2017 - nay: Doanh nghiệp tiếp tục khai thác tại 3 mỏ đá Núi Gió, Tân Cang 3 và Thạnh Phú 2 với tổng sản lượng tăng trưởng kép trung bình 6,7%/năm giai đoạn 2017 – 2023.

II. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 3: Cơ cấu cổ đông của DHA tại ngày 01/07/2025

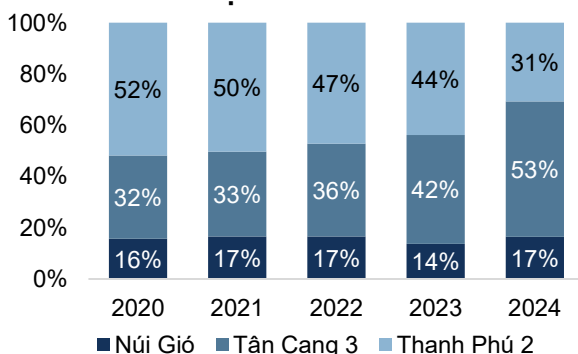


Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

Cơ cấu cổ đông của DHA có tỷ lệ sở hữu tập trung vào nhóm cổ đông nội bộ và các bên liên quan. Cổ đông lớn nhất là Tổng Công ty VLXD số 1 (FICO), nắm 23,7% cổ phần, do Chủ tịch HĐQT của DHA kiêm Tổng giám đốc FICO điều hành, và có khả năng ảnh hưởng lớn đến định hướng hoạt động của doanh nghiệp. Ban điều hành và các cá nhân liên quan nắm giữ khoảng 15,6% cổ phần DHA. Tỷ lệ cổ phần tự do chuyển nhượng chiếm 51,6%, giúp cổ phiếu DHA duy trì thanh khoản ở mức trung bình, với khối lượng giao dịch bình quân 30 ngày gần nhất khoảng 181.700 cổ phiếu (chiếm 1,1% tổng khối lượng lưu hành).

III. Hoạt động kinh doanh chính

Biểu đồ 4: Cơ cấu doanh thu của DHA giai đoạn 2020 – 2024



Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

Doanh thu của DHA đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi, cụ thể là khai thác và kinh doanh đá xây dựng tại 3 mỏ Núi Gió, Tân Cang 3 và Thạnh Phú 2. Trong 5 năm gần nhất, Mỏ Thạnh Phú 2 chiếm tỷ trọng lớn nhất, bình quân đóng góp 45% doanh thu của DHA. Tuy nhiên, đến 2024, mỏ Tân Cang 3 trở thành là mỏ khai thác chủ lực của DHA, đóng góp 52,8% tổng doanh thu của DHA.

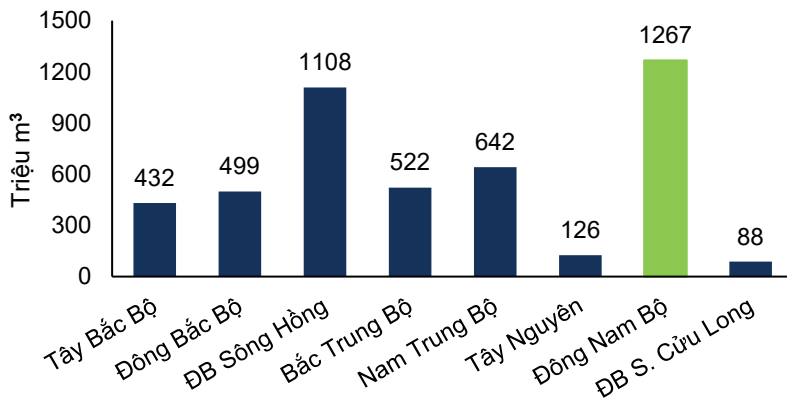
B. TỔNG QUAN NGÀNH ĐÁ TỈNH ĐỒNG NAI

Trong bài, dữ liệu được chúng tôi phân tích theo đơn vị hành chính cấp tỉnh mới của tỉnh Đồng Nai và một số địa phương thuộc vùng Đông Nam Bộ, căn cứ theo [Nghị quyết số 202/2025/QH15](#), có hiệu lực từ ngày 01/7/2025. Do đặc thù có trọng tải lớn và chi phí vận chuyển cao nên đá xây dựng chủ yếu được tiêu thụ tại khu vực lân cận mỏ, chúng tôi đánh giá việc hợp nhất đơn vị hành chính không làm thay đổi thị trường tiêu thụ đá của các mỏ DHA.

I. Tỉnh Đồng Nai dẫn đầu về trữ lượng đá xây dựng cả nước

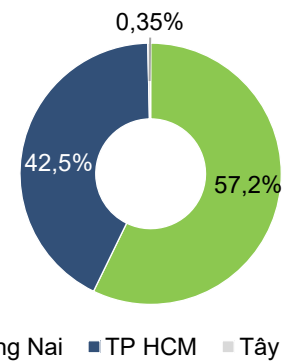
Đồng Nai là tỉnh có trữ lượng và đá xây dựng lớn nhất Đông Nam Bộ - khu vực có trữ lượng đá lớn nhất cả nước. Hiện nay, với trữ lượng hơn 700 triệu m³ đá nguyên khối, tỉnh Đồng Nai sở hữu 57,2% trong tổng trữ lượng đá xây dựng ở khu vực Đông Nam Bộ. Trong đó hai khu vực trọng điểm là huyện Vĩnh Cửu và thành phố Biên Hòa (trước sáp nhập) chiếm tới 44% trữ lượng đá toàn tỉnh. Tính đến cuối năm 2024, trữ lượng đá có thể khai thác tại Đồng Nai còn khoảng hơn 465 triệu m³. Ngoài ra từ đầu năm 2025, tỉnh cũng đang quy hoạch 26 khu vực đá xây dựng mới với tổng diện tích 714 ha, dự báo trữ lượng là 56 triệu m³, cho thấy tiềm năng khai thác trong tương lai.

Biểu đồ 5: Trữ lượng đá khu vực Đông Nam Bộ lớn nhất cả nước



Nguồn: Bộ TN&MT, FPTS tổng hợp.

Biểu đồ 6: Tỉnh Đồng Nai (sau sáp nhập) sở hữu phần lớn trữ lượng đá khu vực Đông Nam Bộ



Nguồn: Sở TN&MT các tỉnh, FPTS tổng hợp.

II. Lợi thế vị trí giúp ngành đá tỉnh Đồng Nai hưởng lợi từ làn sóng đầu tư hạ tầng phía Nam

Hình 1: Các mỏ đá lớn tỉnh Đồng Nai gần các dự án lớn và các tuyến giao thông thuận lợi ([quay lại](#))

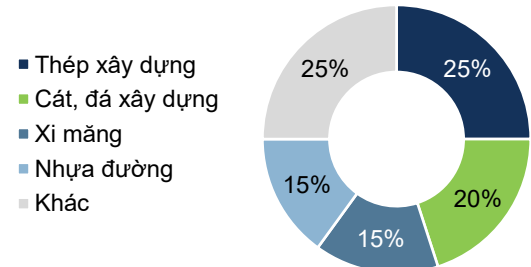


Nguồn: FPTS tổng hợp.

Vị trí địa lý chiến lược là lợi thế lớn của ngành đá xây dựng tỉnh Đồng Nai. Các cụm mỏ như Tân Cang, Phước Tân – Tam Phước (Biên Hòa) và Thiện Tân – Thạnh Phú (Vĩnh Cửu) nằm gần các trục giao thông huyết mạch như Quốc lộ 51, Quốc lộ 1A, cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây và sông Đồng Nai, giúp tối ưu chi phí vận chuyển cả đường bộ lẫn đường thủy. Đặc biệt, cụm Tân Cang có lợi thế vượt trội khi nằm sát Sân bay Long Thành, Vành đai 3 TP.HCM và các dự án cao tốc khác, phù hợp để cung ứng nhanh và hiệu quả cho các dự án trong bán kính gần từ 20 – 50 km.

Bên cạnh đó, tỉnh Đồng Nai nằm ở vị trí trung tâm của khu vực phát triển hạ tầng phía Nam, nên các doanh nghiệp đá thuộc tỉnh Đồng Nai có tiềm năng tăng trưởng lớn nhờ nhu cầu từ hàng loạt các dự án hạ tầng trọng điểm đang và sẽ triển khai khu vực Nam Bộ. Theo thông tin từ Bộ Xây dựng, chi phí cho vật liệu xây dựng chiếm 60 – 70% tổng chi phí đầu tư công. Trong đó, chi phí cát và đá xây dựng chiếm khoảng 20% tổng chi phí nguyên vật liệu.

Biểu đồ 7: Cát – đá xây dựng chiếm 20% chi phí nguyên vật liệu cho các dự án hạ tầng



Nguồn: Bộ Xây dựng.

Bảng 1: Tổng hợp các dự án sử dụng đá khu vực tỉnh Đồng Nai ([quay lại sản suất](#)) ([quay lại triển vọng doanh nghiệp](#))

Dự án	Tổng đầu tư (nghìn tỷ)	Quy mô	Nhu cầu ước tính (nghìn m ³)	Tiến độ	Dự kiến hoàn thành	Mỏ đá ở tỉnh Đồng Nai có thể sử dụng
Sân bay Long Thành giai đoạn 1	114	1.810 ha	17.990	Tăng tốc thi công	2025	Tân Cang, Phước Bình
Vành đai 3 TP HCM	75	73 km	4.400	Hoàn thành 30 - 40%	2026	Tân Cang, Núi Nứa, Thiện Tân, Thạnh Phú
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	17,8	57 km	756	Tăng tốc thi công	2025	Tân Cang, Núi Nứa
Cao tốc An Hữu – Cao Lãnh	5,5	27 km	356	Hoàn thành 65%	2026	Thiện Tân, Thạnh Phú
Cao tốc Châu Đốc – Sóc Trăng – Cần Thơ	44,7	155 km	4.520	Hoàn thành 30 – 50%	2027	Thiện Tân, Thạnh Phú, Tân Cang
Các tuyến Metro TP. HCM	~ 800	183 km	N/a	GPMB một số tuyến Metro	N/a	Tân Cang
Cao tốc Dầu Giây – Tân Phú	8,3	60 km	792	Khởi công	2026	Núi Nứa, Soklu, Gia Canh
Cao tốc Đức Hòa – Mỹ An	29	68 km	1.069	Khởi công	N/a	Tân Cang, Thiện Tân, Thạnh Phú
Cao tốc HCM – Long Thành mở rộng	15	22 km	467	Phê duyệt	2027	Tân Cang
Cao tốc Mộc Bài - HCM	21	50 km	660	Phê duyệt	2027	Tân Cang, Thiện Tân, Thạnh Phú

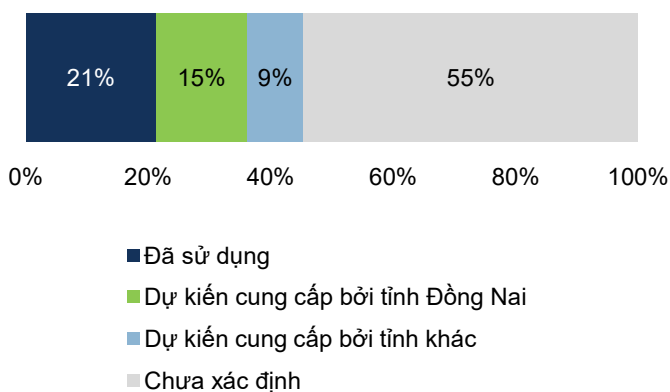
Nguồn: Bộ Giao thông Vận tải; FPTS tổng hợp.

III. Nguồn cung đá gặp khó khăn bởi vướng mắc thủ tục pháp lý dự trữ lượng dồi dào

Dù giữ vai trò trọng yếu trong việc cung ứng đá xây dựng khu vực miền Nam, nhưng vấn đề pháp lý và thủ tục đất đai là rào cản lớn nhất, khiến các doanh nghiệp khai thác trên địa bàn chỉ đang hoạt động một phần nhỏ công suất và làm suy giảm đáng kể lợi thế về trữ lượng của tỉnh Đồng Nai.

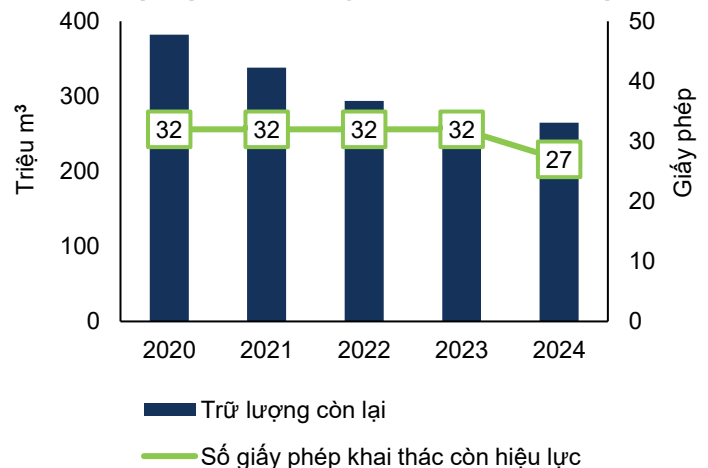
Ngành đá xây dựng tại khu vực phía Nam, đang thiếu hụt nguồn cung nghiêm trọng, làm chậm trễ các dự án hạ tầng trọng điểm quốc gia. Tổng nhu cầu đá các loại cho các dự án đang tiến hành dự kiến hoàn thành trong năm 2025 và 2026 khoảng 21,6 triệu m³. Tổng khối lượng đá đã đưa về công trường đến Q1/2025 là 4,6 triệu m³ (21%), khối lượng cần tiếp tục huy động là gần 17 triệu m³. Trong khi mới chỉ xác định được nguồn hơn 5,2 triệu m³ (24%), nhiều nhất là ở tỉnh Đồng Nai 3,2 triệu m³ (15%), còn lại vẫn chưa xác định được nguồn.

Biểu đồ 8: Tình hình cung cấp đá xây dựng khu vực Đông Nam Bộ cho các dự án đầu tư công trong năm 2025 - 2026



Nguồn: Cổng thông tin Điện tử tỉnh Đồng Nai.

Biểu đồ 9: Trữ lượng và số giấy phép khai thác còn hiệu lực tỉnh Đồng Nai (trước sáp nhập)



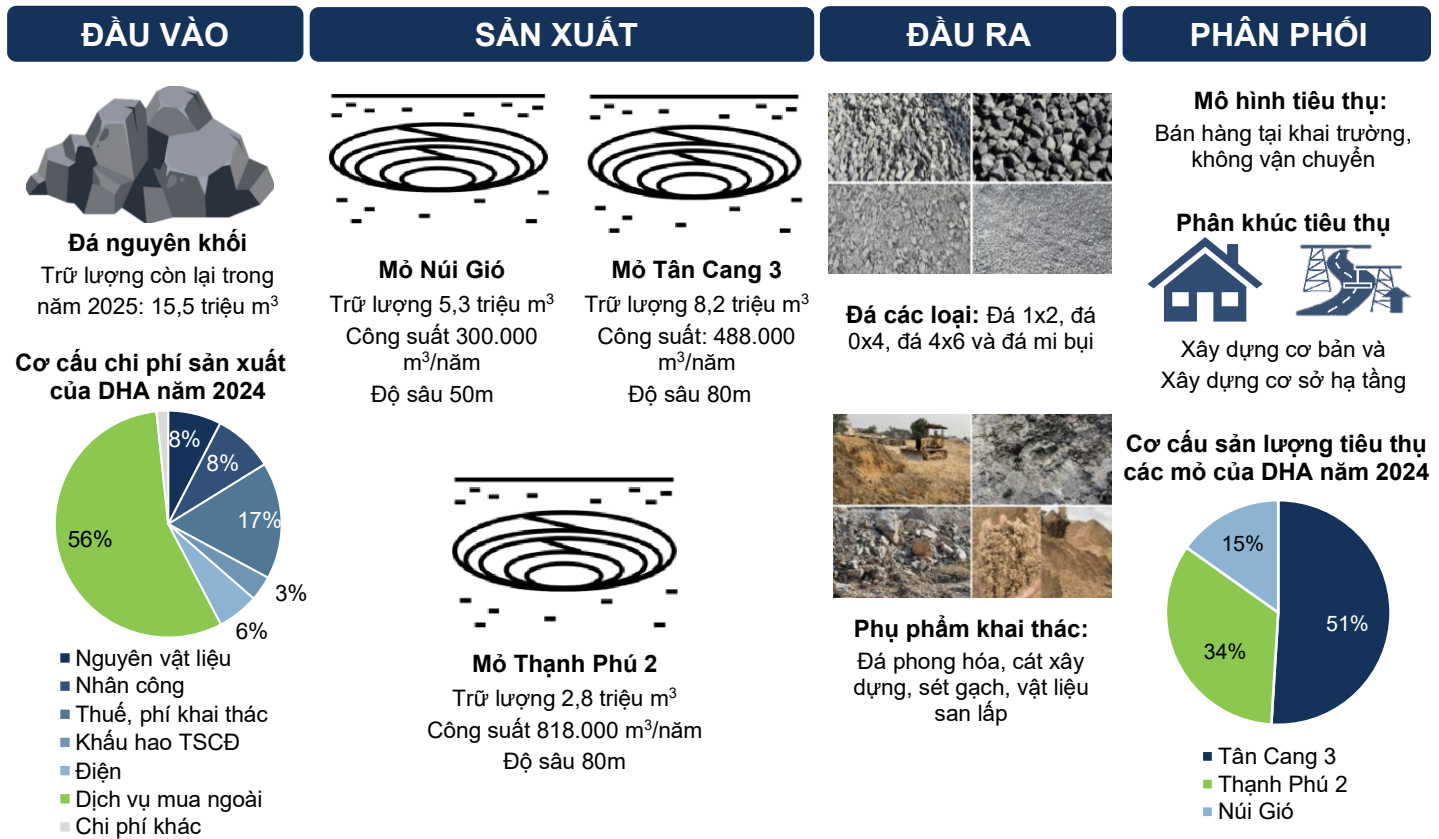
Nguồn: FPTSA tổng hợp.

Tình trạng này không xuất phát từ việc thiếu hụt trữ lượng khoáng sản mà chủ yếu do vướng mắc thủ tục pháp lý. Thông tin từ Sở Nông nghiệp và Môi trường tỉnh Đồng Nai, đến 6T2025, tỉnh Đồng Nai (trước sáp nhập) có 32 giấy phép khai thác đá, công suất khai thác theo giấy phép đạt 22,7 triệu m³/năm. Tuy nhiên, trong đó 25 mỏ đang vướng các thủ tục liên quan đến đền bù, thuê đất và chuyển nhượng quyền sử dụng đất; 5 mỏ đã hết hạn giấy phép khai thác. Điều này khiến nhiều mỏ hoạt động dưới 50% công suất thiết kế. Tiêu biểu, mỏ Tân Cang 7 và Tân Cang 9 chỉ hoạt động khoảng 30% công suất do 75 ha khai thác có tới 40% đất chưa hoàn thành thủ tục để khai thác. Mỏ Tân Cang 1 có hơn 20% diện tích khai thác chưa thuê được đất.

Chúng tôi nhận định rằng, trong bối cảnh nguồn cung đá khan hiếm, giá bán nhiều khả năng sẽ duy trì xu hướng tăng. Những doanh nghiệp ít bị ảnh hưởng từ vướng mắc thủ tục pháp lý, có giấy phép khai thác thời hạn dài sẽ là nhóm hưởng lợi lớn nhất nhờ biên lợi nhuận cải thiện và đầu ra tăng trưởng trong giai đoạn tăng tốc giải ngân đầu tư công.

C. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

I. Chuỗi giá trị của doanh nghiệp

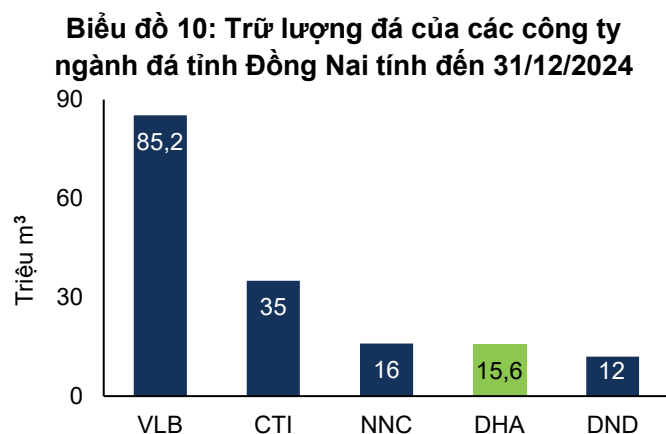


Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

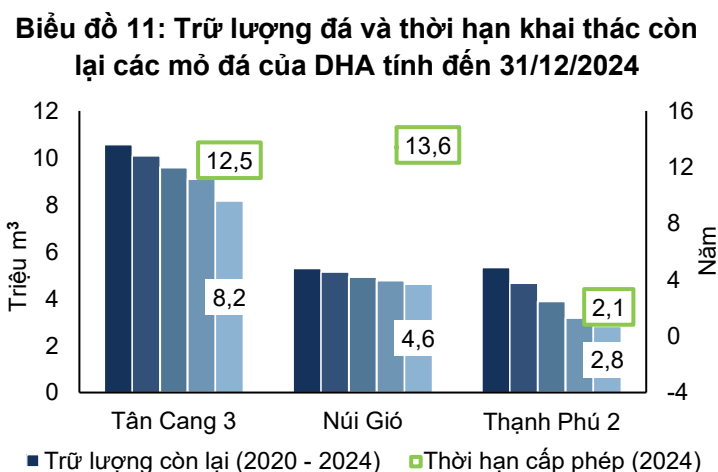
II. Đầu vào – Nguồn đá tự nhiên và chi phí khai thác là hai yếu tố đầu vào cốt lõi của DHA

1. Nguồn đá nguyên liệu – Kế hoạch sở hữu mỏ đá Tây Kà Rôm 1 thay thế cho mỏ Thanh Phú 2 hết hạn cấp phép và tháng 02/2027

Tính đến cuối năm 2024, DHA sở hữu ba mỏ đá đang khai thác với tổng trữ lượng còn lại khoảng 15,6 triệu m³ đá nguyên khối. So với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực, tổng trữ lượng đá còn lại của DHA xếp thứ 4 toàn tỉnh và thấp hơn nhiều so với VLB (hiện sở hữu khoảng 85,2 triệu m³) và CTI (khoảng 35 triệu m³), lần lượt gấp 5,5 lần và 2,2 lần trữ lượng đá của DHA. Tuy vậy, điểm hạn chế lớn nhất là về trữ lượng và thời hạn của mỏ Thanh Phú 2, hai mỏ còn lại là Tân Cang 3 và Núi Gió vẫn sở hữu trữ lượng đủ lớn để duy trì hoạt động ổn định trong nhiều năm tới theo công suất hiện tại.



Nguồn: FPTS tổng hợp và ước tính.



Nguồn: FPTS tổng hợp.

Mỏ Tân Cang 3 có trữ lượng lớn nhất với khoảng 8,2 triệu m³ và thời hạn khai thác đến năm 2037; đồng thời mỏ Núi Gió còn khoảng 5,3 triệu m³ với thời hạn đến năm 2038. Đây là hai mỏ hiện có thời hạn cấp phép dài và chưa gặp trở ngại lớn về thủ tục pháp lý. Nếu duy trì công suất tối đa theo giấy phép, hai mỏ này có thể đảm bảo nguồn cung ổn định trong ít nhất 12 năm (Tân Cang 3) và 13 năm (Núi Gió) mà không phát sinh rủi ro thay thế mỏ mới.

Năm 2024, mỏ Thạnh Phú 2 gặp khó khăn về nguồn cung do trữ lượng cạn dần và vướng mắc thủ tục pháp lý. Thạnh Phú 2 từng là mỏ lớn nhất của DHA với công suất 818.000 m³/năm, nay chỉ còn khoảng 2,8 triệu m³ và sẽ hết hạn khai thác vào 2/2027. Mỏ này đã khai thác gần hết khu vực lõi và đạt đến độ sâu cấp phép tối đa (80m), buộc phải chuyển sang các khu vực biên có địa hình phức tạp và có hiệu suất thấp hơn. Thêm vào đó, các vướng mắc như chồng lấn ranh giới đất dân cư và các mỏ lân cận gây khó khăn trong thủ tục gia hạn thuê đất và mở rộng khai trường. Điều này làm giảm dự địa tăng trưởng sản lượng của DHA tại khu vực này. Như vậy trong hai năm tới, DHA có thể đối mặt với suy giảm nguồn cung từ mỏ Thạnh Phú 2, dự kiến sản lượng năm 2025 và 2026 giảm hơn 40% so với năm 2024, trước khi mỏ Tây Cà Rôm 1 đi vào hoạt động.

➤ DHA có kế hoạch sở hữu mỏ Tây Cà Rôm 1 thông qua hình thức mua lại công ty con

DHA đang triển khai mua lại 100% cổ phần CTCP Khai thác và Sản xuất đá xây dựng Ánh Dương – đơn vị sở hữu mỏ Tây Cà Rôm 1 tại Ninh Thuận (nay là Khánh Hòa). CTCP Khai thác và Sản xuất đá xây dựng Ánh Dương hoạt động từ năm 2019, với lĩnh vực kinh doanh chính là khai thác và sản xuất vật liệu xây dựng (đá, cát, sỏi, đất sét).

Thương vụ đã được Hội đồng quản trị DHA thông qua vào ngày 21/5/2025. **Do đến nay chưa có thêm thông tin về tiến độ hoàn tất giao dịch và dự kiến thời điểm ghi nhận sản lượng mỏ Tây Cà Rôm 1, nên chúng tôi chưa đưa mỏ này vào dự phóng trong mô hình định giá.**

Với quy mô trữ lượng 13,3 triệu m³ và thời hạn giấy phép đến năm 2049, mỏ này đủ khả năng duy trì khai thác ổn định trong ít nhất 24 năm. Bên cạnh đó, vào 24/6/2025, DHA đã chính thức chuyển sang mô hình doanh nghiệp có công ty con, và đang chuẩn bị thủ tục pháp lý để thực hiện thương vụ này. Nếu thương vụ được tiến hành thành công, trữ lượng đá của DHA sẽ ước khoảng hơn 27 triệu m³ (+48% so với hiện tại) và xếp thứ ba về trữ lượng của ngành đá tỉnh Đồng Nai.

Bảng 2: Giấy phép khai thác mỏ đá đang trong kế hoạch mua của DHA tính đến tháng 9/2024

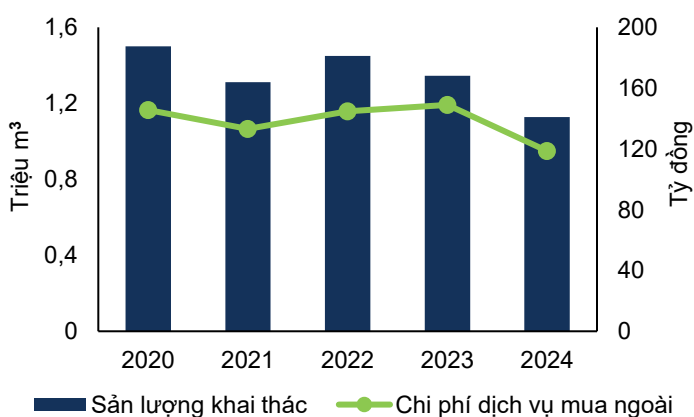
Mỏ Tây Cà Rôm 1	
Vị trí mỏ đá	Thuận Bắc, Ninh Thuận
Trữ lượng còn lại (triệu m ³)	13,3
Công suất khai thác (m ³ /năm)	500.000
Diện tích khai thác	19,6 ha
Thời hạn cấp phép	28/08/2049

Nguồn: Sở Nông nghiệp & Môi trường tỉnh Ninh Thuận.

2. Chi phí dịch vụ mua ngoài và thuế phí khai thác chiếm tổng 73% chi phí sản xuất của DHA

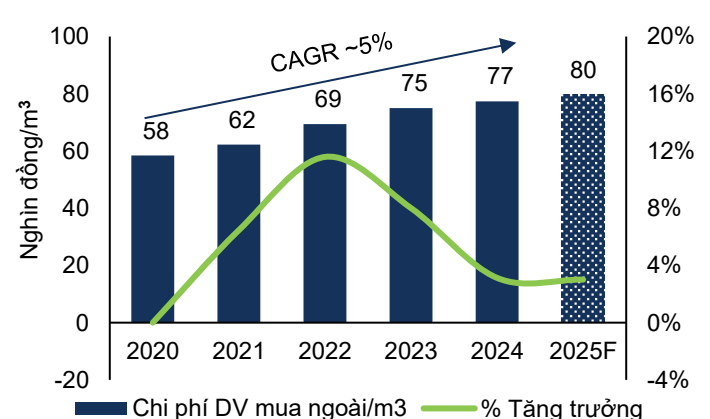
➤ Chi phí mua ngoài chiếm 56% cơ cấu chi phí sản xuất của DHA

Biểu đồ 12: Chi phí dịch vụ mua ngoài biến đổi theo sản lượng khai thác.



Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp và ước tính.

Biểu đồ 13: Chi phí dịch vụ mua ngoài trên mỗi m³ có xu hướng tăng



Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp và ước tính.

Chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm tới 56% tổng chi phí sản xuất năm 2024 của DHA, chủ yếu bao gồm chi phí thuê đội khoán khai thác, nổ mìn và bốc đất tầng phủ. Đây là chi phí biến đổi theo sản lượng, dao động theo quy mô khai thác từng kỳ và độ sâu khai thác. Đơn giá thuê ngoài trên mỗi m³ đá nhìn chung có xu hướng tăng đối với các doanh nghiệp khai thác đá (với DHA mức tăng trưởng kép CAGR xấp xỉ 5%/năm). Nguyên nhân chủ yếu do đặc thù khai thác ngày càng xuống sâu, phải dùng nhiều vật liệu nổ và nhiên liệu hơn, đồng thời phát sinh thêm chi phí san gạt do địa hình sau nổ gồ ghề, độ dốc lớn gây khó khăn cho vận chuyển. Địa chất khai thác bất lợi sẽ phản ánh trên đơn giá thuê ngoài, làm tăng chi phí sản xuất và ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

Năm 2024, chi phí thuê ngoài trên mỗi m³ tăng từ 75.000 đồng/m³ lên 77.300 đồng/m³ (+3,1% YoY), tăng chậm hơn giai đoạn 2021 – 2023 do DHA giảm khai thác tại mỏ Thạnh Phú 2 – mỏ sâu nhất và có chi phí cao nhất. Chúng tôi sẽ phân tích kỹ hơn về biến động sản lượng tại phần sản xuất và đầu ra của báo cáo này. Dự kiến đến năm 2025F, khi mỏ Thạnh Phú 2 vẫn tiếp tục giảm sản lượng, đơn giá dịch vụ mua ngoài khoảng 79.700 đồng/m³, cùng tốc độ tăng trưởng với năm 2024.

➤ Thuế, phí khai thác biến động phụ thuộc chính sách tài nguyên và môi trường

Theo quy định pháp luật hiện hành, các doanh nghiệp khai thác đá ngoài phải chịu các loại thuế phổ thông còn phải nộp thêm ba nghĩa vụ đặc thù gồm: thuế tài nguyên, phí bảo vệ môi trường và phí cấp quyền khai thác.

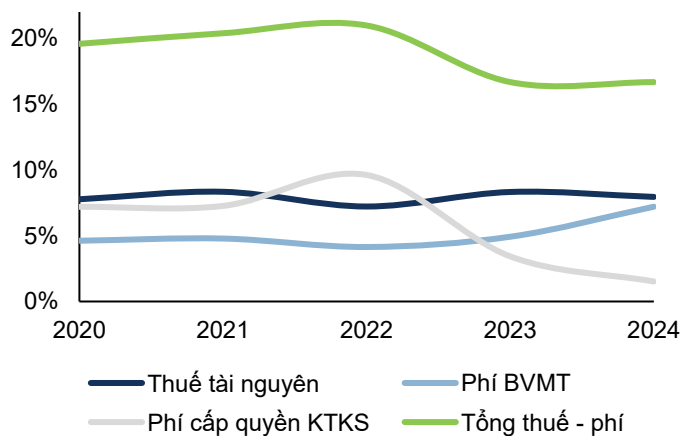
Bảng 3: Tỷ trọng thuế – phí khai thác đá của DHA và căn cứ pháp lý áp dụng.

Thuế & phí	Tỷ trọng bình quân chi phí SXKD 2020-2024	Căn cứ pháp lý áp dụng
Thuế tài nguyên	7,9%	Luật Thuế tài nguyên 2009 Nghị quyết 1084/2015/UBTVQH13
Phí cấp quyền khai thác khoáng sản	5,8%	Nghị định 27/2023/NĐ-CP
Phí bảo vệ môi trường	5,1%	Nghị định 67/2019/NĐ-CP

Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

Thuế - phí khai thác khoáng sản chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu chi phí sản xuất của DHA (16 - 21% trong giai đoạn 2020 – 2024), phản ánh ảnh hưởng đáng kể từ chính sách tài nguyên và môi trường đến chi phí sản xuất của doanh nghiệp. Biến động chi phí khai thác giữa các năm chủ yếu đến từ thay đổi chính sách, cách tính thuế – phí và giấy phép khai thác của doanh nghiệp.

Biểu đồ 14: Tỷ trọng thuế - phí khai thác trong chi phí sản xuất DHA



Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

Chi phí cấp quyền khai thác biến động mạnh trong giai đoạn 2022 – 2024, là nguyên nhân chính biến động tổng thuế - phí khai thác. Năm 2022, tỷ lệ này tăng vọt lên 9,6% chi phí sản xuất (+56% YoY) do thay đổi cách tính tiền cấp quyền khai thác khoáng sản khiến DHA phát sinh nghĩa vụ nộp bổ sung phí cấp quyền cho giai đoạn 2014 – 2021 ([chi tiết](#)). Từ 2023 - 2024, tỷ lệ này giảm và còn 1,5% (2024) do mỏ Thạnh Phú 2 đã gần hết hạn cấp phép, giảm đáng kể khoản phân bổ chi phí cấp quyền.

Phí bảo vệ môi trường gia tăng do biến động chính sách áp dụng từ đầu năm 2024. Nghị định 27/2023/NĐ-CP có hiệu lực thay thế Nghị định 164/2016/NĐ-CP, điều chỉnh khung phí bảo vệ môi trường tăng từ 1.000 – 5.000 đồng/m³ lên 1.500 – 7.500 đồng/m³ (tăng 50%), tác động trực tiếp đến tổng thuế - phí khai thác của doanh nghiệp.

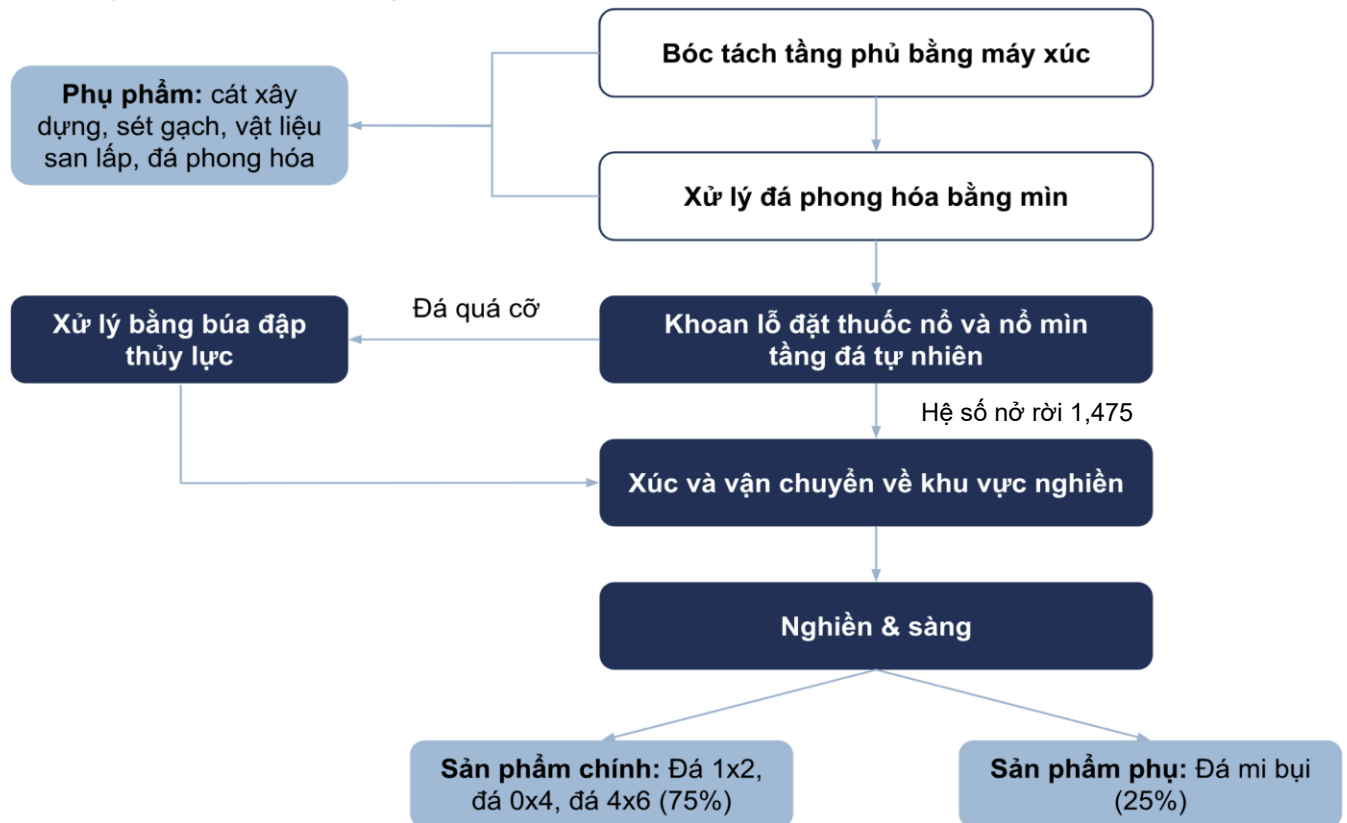
Các chính sách thuế phí có xu hướng tăng theo thời gian và điều chỉnh sau mỗi 6 – 8 năm ([chi tiết](#)), phản ánh rõ xu hướng siết chặt quản lý tài nguyên. Tuy nhiên, với tình hình tăng tốc đầu tư công và khan hiếm vật liệu xây dựng, chúng tôi dự kiến các chính sách chưa thay đổi trong ngắn và trung hạn 2025 và 2026.

III. Sản xuất - Thay đổi cơ cấu khai thác và thách thức từ giới hạn pháp lý tại các mỏ chủ lực

1. Quy trình sản xuất đơn giản.

Quy trình sản xuất đá của DHA tương đối đơn giản và giống với mặt bằng chung ngành. Đầu tiên, lớp đất phủ được bóc tách bằng máy xúc bánh xích thủy lực, tiếp đó lớp đá phong hóa được xử lý bằng thuốc nổ. Khi đá nguyên khối lộ ra, công nhân tiến hành khoan lỗ đặt mìn và nổ phá đá, đá sau khi phá gọi là đá nguyên khai. Các khối đá có kích thước lớn sẽ được đập nhỏ bằng búa thủy lực trước khi xúc lên xe và vận chuyển về trạm nghiền sàng. Tại đây, đá được nghiền, sàng và phân loại theo kích cỡ (Đá 1x2, đá 0x4, đá 4x6 và đá mi bụi) để ra thành phẩm.

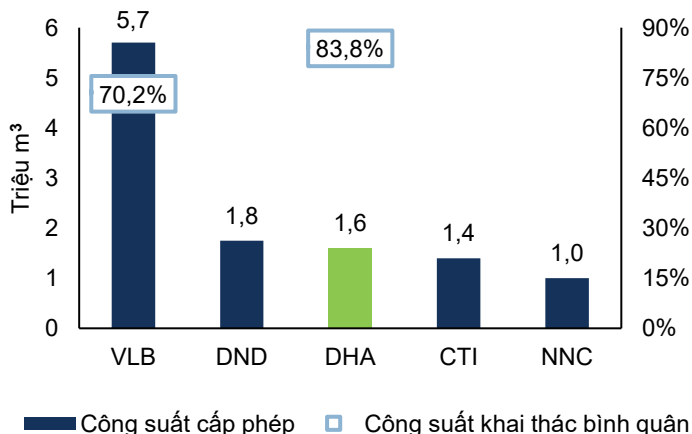
Hình 2: Quy trình sản xuất đơn giản



Nguồn: DHA, FPTs tổng hợp.

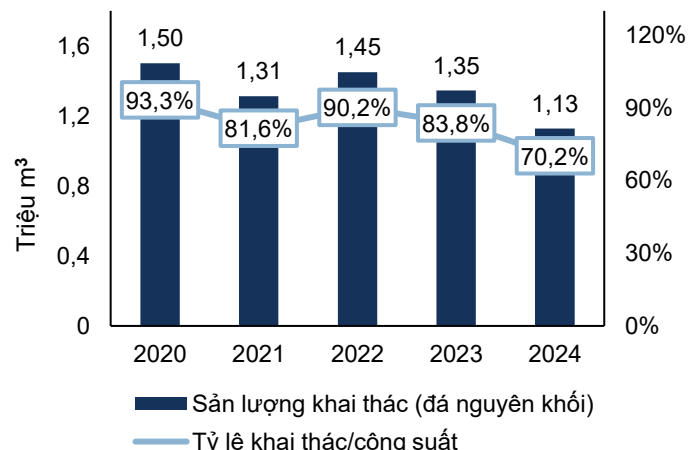
2. Tình hình sản xuất – dịch chuyển cơ cấu khai thác sang mỏ Tân Cang 3 và thách thức từ giới hạn pháp lý tại mỏ Thạnh Phú 2

Biểu đồ 15: Công suất khai thác DHA đứng thứ 3 ngành đá tỉnh Đồng Nai



Nguồn: FPTs tổng hợp.

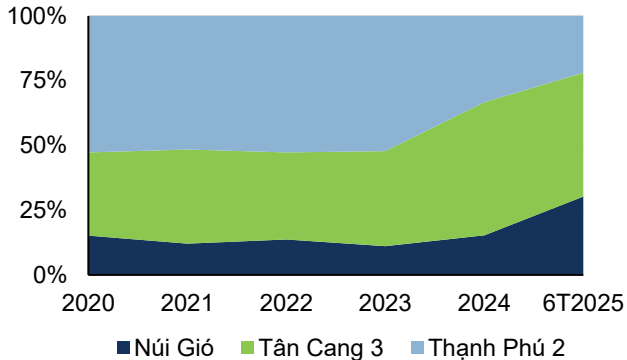
Biểu đồ 16: Công suất khai thác thực tế duy trì ở mức cao.



Nguồn: FPTs tổng hợp.

DHA hiện đang khai thác đá tại 3 mỏ đá với tổng công suất đạt 1,6 triệu m³ đá nguyên khối/năm và đứng thứ ba về quy mô trong các doanh nghiệp đá tại tỉnh Đồng Nai. Công suất khai thác thực tế hàng năm bình quân đạt 83,8% trong giai đoạn 2020 - 2024. Năm 2024, sản lượng khai thác đã giảm mạnh về 1,13 triệu m³ (-23,8% YoY), tương đương 70,2% công suất và là mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây. Nguyên nhân chủ yếu do hạn chế về trữ lượng và vướng mắc thủ tục pháp lý tại mỏ Thanh Phú 2 đã khiến DHA buộc phải điều chỉnh giảm khai thác tại mỏ này.

Biểu đồ 17: Mỏ Tân Cang 3 đóng vai trò chính trong cơ cấu sản lượng khai thác từ năm 2024



Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

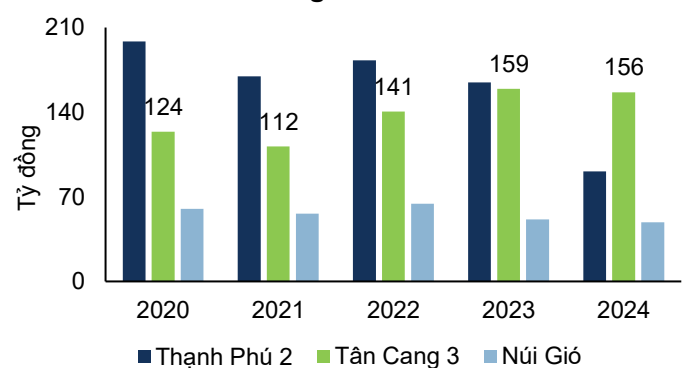
Do đó, từ năm 2024, cơ cấu sản lượng khai thác của DHA bắt đầu thay đổi khi tỷ trọng mỏ Tân Cang 3 và Núi Gió tăng lên. Đến 6T2025, Tân Cang 3 và Núi Gió chiếm lần lượt 48% và 30%, trong khi Thanh Phú 2 giảm xuống còn khoảng 22%. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc mỏ Thanh Phú 2 suy giảm nguồn cung, đồng thời nhu cầu đá tại khu vực Tân Cang và Núi Gió gia tăng nhờ nhu cầu từ các dự án hạ tầng trọng điểm. Các yếu tố này sẽ được phân tích chi tiết hơn trong phần Đầu ra của báo cáo.

IV. Đầu ra – tăng trưởng nhờ vị trí mỏ chiến lược, nhu cầu đầu tư công và lợi thế bán hàng

1. Mỏ Tân Cang 3 là động lực thúc đẩy tăng trưởng doanh thu nhờ lợi thế lớn nhất về vị trí địa lý

Nhờ vị trí thuận lợi, doanh thu mỏ Tân Cang 3 tăng trưởng mạnh nhất trong ba mỏ của DHA giai đoạn 2020 – 2024. DHA có lợi thế khi sở hữu mỏ Tân Cang 3 – thuộc cụm mỏ Tân Cang, nằm trong vùng lõi của các dự án đầu tư công trọng điểm và các khu công nghiệp lớn tại khu vực phía Nam, trong bán kính chỉ 30 - 50 km ([chi tiết](#)). Vị trí này giúp mỏ được ưu tiên tiêu thụ cho các công trình hạ tầng và khu công nghiệp tại Long Thành, Nhơn Trạch, Bình Dương. Giai đoạn 2020 - 2024, doanh thu từ mỏ này đã lần lượt tăng từ 124 tỷ đồng lên 156 tỷ đồng (CAGR 6%), đóng góp lớn nhất trong cơ cấu. Khi mỏ Thanh Phú 2 suy giảm vào năm 2024, Tân Cang 3 dần trở thành động lực tăng trưởng chính của DHA.

Biểu đồ 18: Doanh thu mỏ Tân Cang 3 tăng trưởng nhanh nhất trong các mỏ đá của DHA



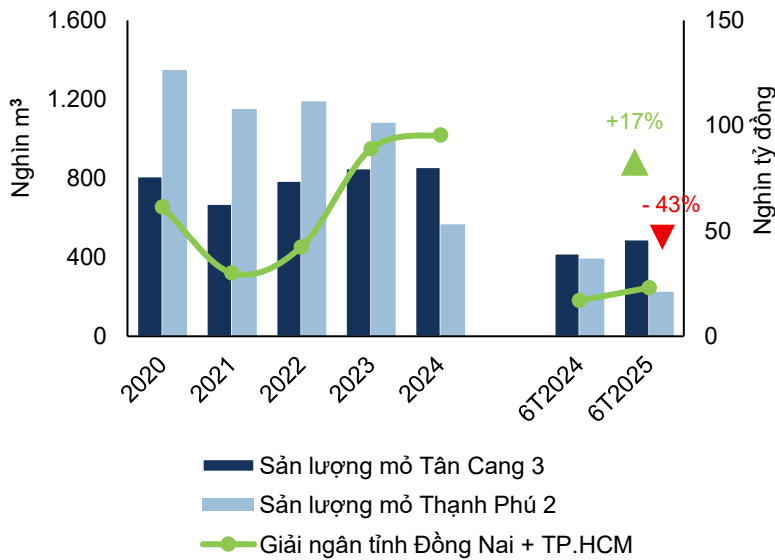
Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

Mỏ Thanh Phú 2 dù trữ lượng sắp cạn nhưng phần sản lượng còn lại vẫn tiêu thụ thuận lợi tại Đồng Nai và các tỉnh lân cận sông Đồng Nai nhờ lợi thế vận chuyển bằng đường thủy (cách bến thủy nội địa hơn 200m), phù hợp với đá xây dựng có trọng tải lớn. Tuy nhiên, do trữ lượng sắp cạn và điều kiện khai thác ngày càng khó khăn, sản lượng còn lại chỉ đủ duy trì hoạt động ngắn hạn, nên không còn dư địa tăng trưởng trong các năm tới.

2. Sản lượng tiêu thụ được thúc đẩy bởi lượng vốn giải ngân vốn đầu tư công. ([quay lại](#))

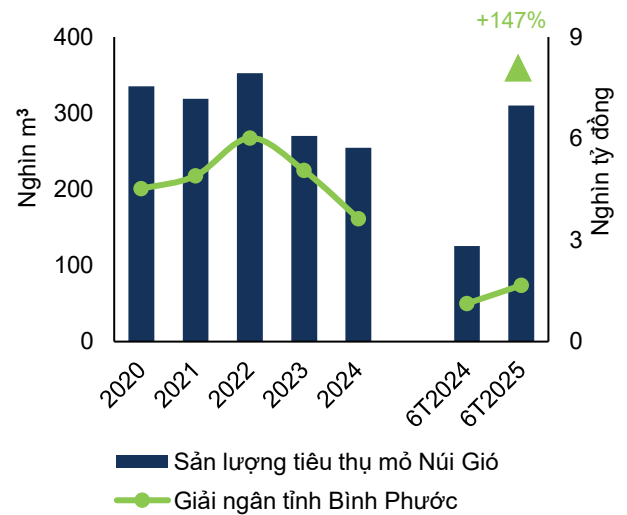
Hoạt động giải ngân vốn đầu tư công tại các thị trường tiêu thụ chính là động lực tăng trưởng sản lượng của mỏ Tân Cang 3 và Núi Gió. Trong 6T2025, khi hoạt động giải ngân phục hồi, sản lượng tiêu thụ tại 2 mỏ này tăng mạnh. Tại mỏ Tân Cang 3, sản lượng tăng 17% YoY, khi giải ngân tại tỉnh Đồng Nai và TP. Hồ Chí Minh tăng 36% YoY. Tại mỏ Núi Gió, sản lượng tăng đột biến +147% YoY khi giải ngân tại Bình Phước tăng 48% YoY, vượt cả tổng sản lượng năm 2023 - 2024. Nguyên nhân chủ yếu đến từ nhu cầu vật liệu tăng mạnh khi một số dự án hạ tầng trọng điểm được khởi công trong khu vực: cao tốc Gia Nghĩa – Chơn Thành và cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành. Các dự án này đi qua Thị xã Chơn Thành, cách mỏ Núi Gió chỉ khoảng 20 km, tạo điều kiện thuận lợi cho tiêu thụ đá trong nửa đầu năm 2025. Sản lượng tiêu thụ mỏ Thanh Phú 2 trong 6T2025 tiếp tục giảm 43% YoY, do vướng mắc pháp lý đến nay vẫn chưa được tháo gỡ, trong khi điều kiện địa chất khu vực biên phức tạp tiếp tục gây khó khăn cho hoạt động khai thác.

Biểu đồ 19: Sản lượng tiêu thụ mỏ Tân Cang 3 tăng theo giải ngân đầu tư công tỉnh Đồng Nai và TP. HCM



**Lưu ý: Dữ liệu được lấy theo đơn vị hành chính cũ*
Nguồn: DHA, Bộ Tài chính, FPTS tổng hợp.

Biểu đồ 20: Sản lượng tiêu thụ mỏ Núi Gió tăng theo giải ngân đầu tư công tỉnh Bình Phước



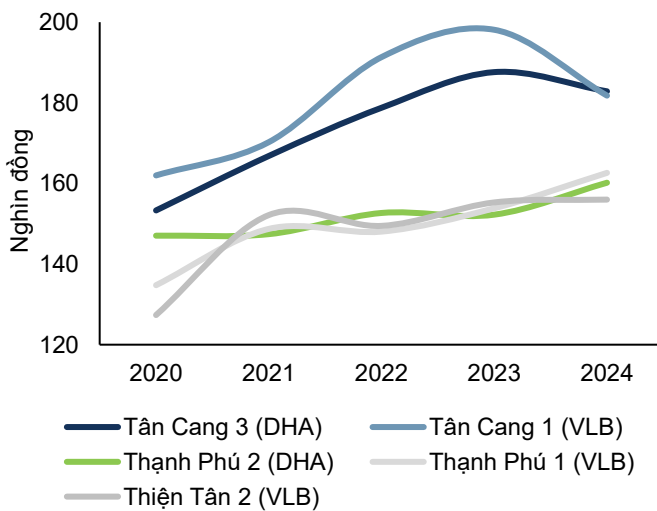
**Lưu ý: Dữ liệu được lấy theo đơn vị hành chính cũ*
Nguồn: DHA, Bộ Tài chính, FPTS tổng hợp.

Trước đó, trong giai đoạn 2021 - 2024, giải ngân đầu tư công tại tỉnh Đồng Nai và TP.HCM đã phục hồi mạnh từ nền thấp, với CAGR đạt 47%. Sản lượng tiêu thụ tại mỏ Tân Cang 3 cũng tăng theo xu hướng này, dù tốc độ khiêm tốn hơn (CAGR 2%) do giới hạn công suất cấp phép.

3. Chính sách thanh toán theo nhu cầu giúp duy trì tệp khách hàng lớn

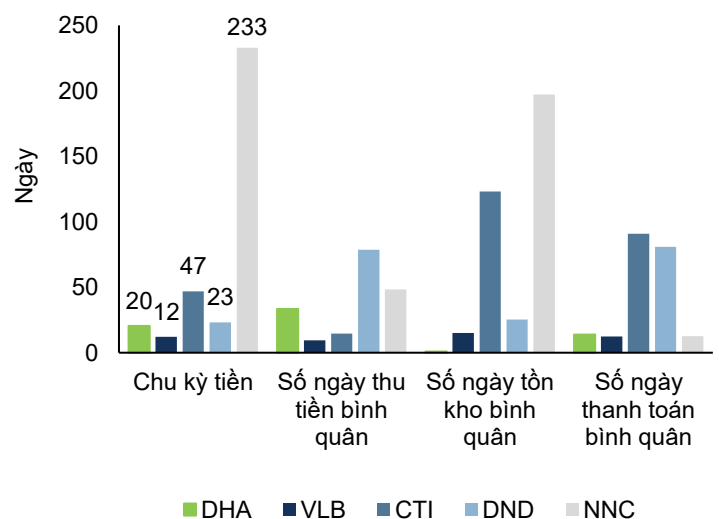
Chính sách bán hàng và thanh toán điều chỉnh theo thỏa thuận từng hợp đồng giúp DHA duy trì được tệp khách hàng lớn, lâu năm và ít biến động. DHA áp dụng nhiều phương thức thanh toán: trả ngay, trả sau hoặc trả trước khi nhận hàng, theo nhu cầu từng khách hàng. Đơn giá và chiết khấu được điều chỉnh theo tiến độ thanh toán, đồng thời DHA còn áp dụng chính sách khuyến mãi lũy tiến dựa trên tổng khối lượng mua trong năm. Chính sách này khiến khách hàng mua với thời gian dài và số lượng lớn được hưởng lợi hơn, khi mặt bằng giá bán đá của DHA nhìn chung thấp hơn các mỏ cùng cụm dù có chất lượng đá tương đồng.

Biểu đồ 21: So sánh giá bán đá bình quân tại các mỏ của DHA và VLB



**Lưu ý: Trục biểu đồ bắt đầu từ 120 nghìn đồng*
Nguồn: FPTS tổng hợp.

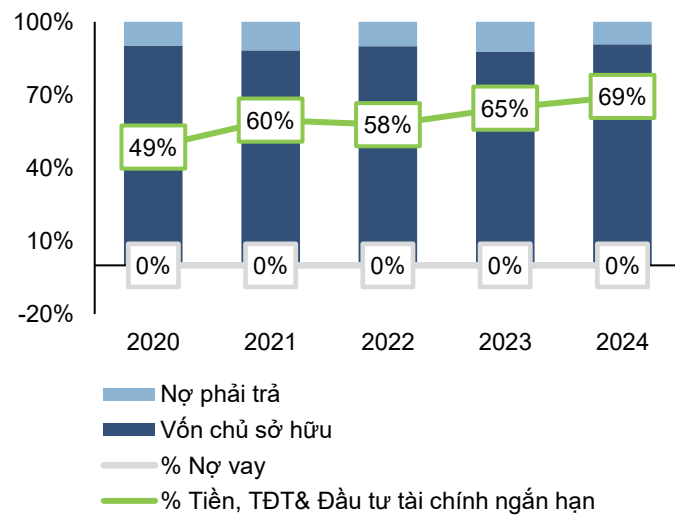
Biểu đồ 22: DHA có chu kỳ tiền bình quân các năm nhanh thứ hai ngành trong giai đoạn 2020 - 2024



Nguồn: FPTS tổng hợp.

Khác với VLB – doanh nghiệp có quy mô rất lớn nhưng chủ yếu áp dụng chính sách thu tiền ngay, DHA lại cho phép khách hàng trả sau. Khác biệt này thể hiện trực tiếp ở số ngày tồn kho và phải thu: DHA duy trì tồn kho rất thấp (chỉ khoảng 0,8 ngày) nhưng số ngày phải thu cao hơn nhiều, trong khi VLB thì ngược lại. Nếu VLB hướng tới nhiều đối tượng khách hàng, thì DHA tập trung vào nhóm khách hàng lớn, ổn định và ít biến động, đồng thời không cần dự trữ hàng tồn kho nhiều để phục vụ nhu cầu nhỏ lẻ.

Bên cạnh đó, số ngày chuyển đổi tiền mặt bình quân của DHA khoảng 20 ngày, hiện nhanh thứ 2 trong ngành chỉ sau VLB. Nhờ đặc điểm này, DHA có lượng tiền dồi dào, tỷ lệ tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm từ 49 - 69% tổng tài sản. Do đó doanh nghiệp không có nhu cầu sử dụng vốn vay để tài trợ cho vốn lưu động hay đầu tư dài hạn

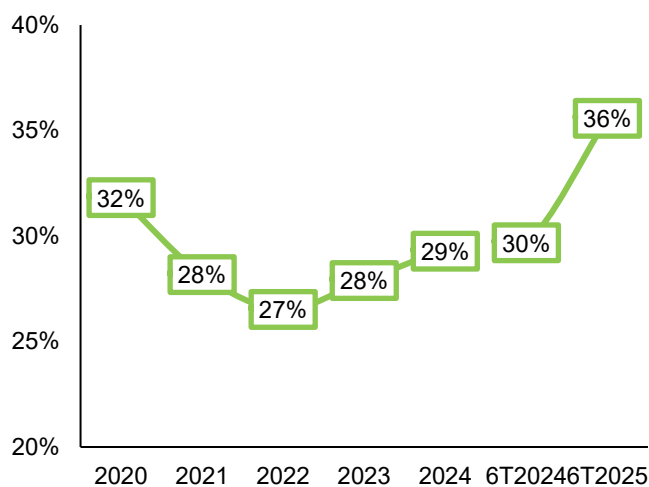
Biểu đồ 23: Cơ cấu vốn không nợ vay của DHA


Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

4. Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ khác biệt về chất lượng đá và chi phí khai thác tại các mỏ

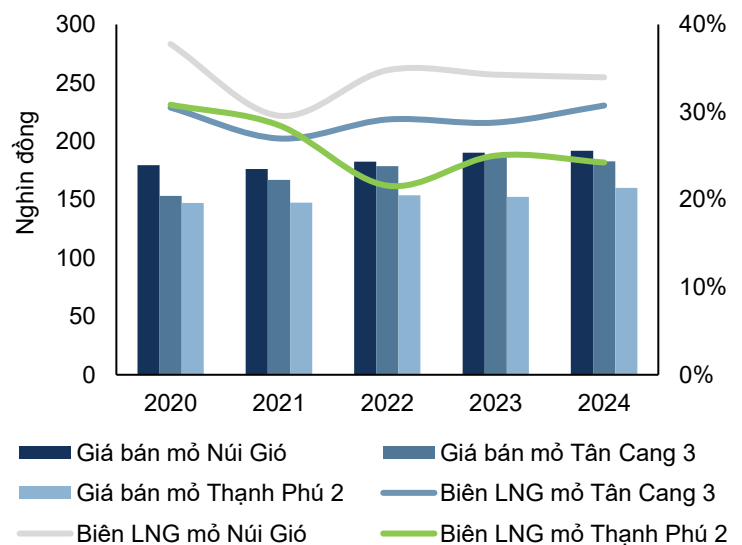
Biên lợi nhuận gộp của DHA cải thiện mạnh trong 6T2025, đạt mức cao nhất kể từ năm 2020. Nguyên nhân chính đến từ thay đổi cơ cấu sản lượng tiêu thụ, theo hướng tăng tỷ trọng từ các mỏ có hiệu suất sinh lời cao như Tân Cang 3 và Núi Gió ([xem lại tăng trưởng hai mỏ](#)).

Chất lượng đá và chi phí khai thác là hai yếu tố tạo ra sự chênh lệch biên lợi nhuận giữa các mỏ. Về chất lượng đá, Tân Cang 3 và Núi Gió đều khai thác đá andesit – loại đá cứng, chịu lực cao nên có giá đầu ra cao hơn mỏ Thạnh Phú 2, nơi chủ yếu khai thác đá cát kết ([chi tiết sự khác biệt 2 loại đá](#)). Về chi phí, mỏ Núi Gió có lợi thế khi mới khai thác đến độ sâu 50m, giúp chi phí sản xuất thấp và duy trì biên lợi nhuận cao. Ngược lại, Thạnh Phú 2 vừa đạt độ sâu giới hạn 80m vừa có chất lượng đá thấp hơn, khiến biên lợi nhuận ở mức thấp nhất.

Biểu đồ 24: Biên lợi nhuận gộp 6T2025 của DHA tăng mạnh so với cùng kỳ


**Lưu ý: Trục biểu đồ bắt đầu từ 20%*

Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

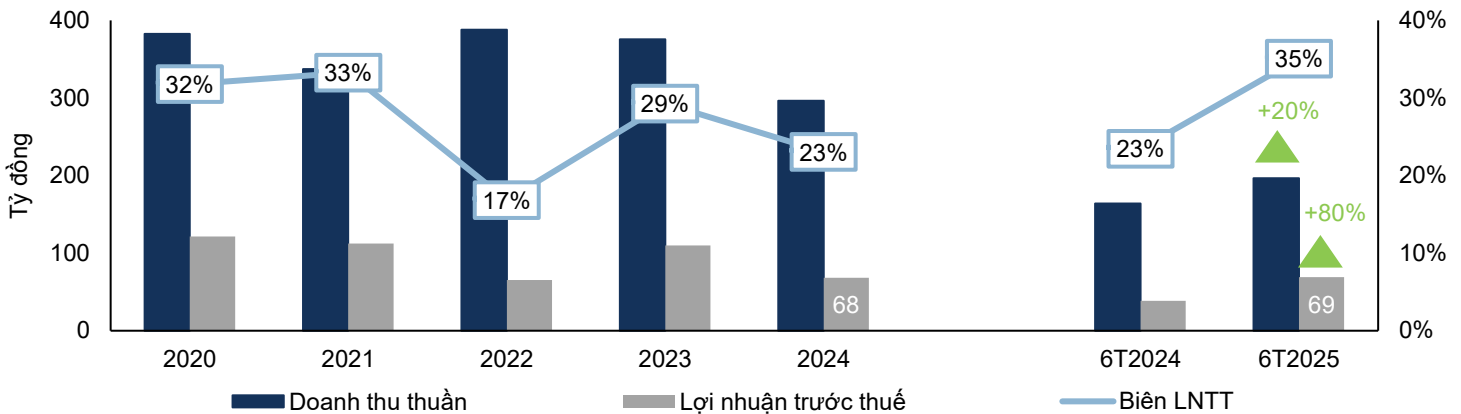
Biểu đồ 25: Giá bán bình quân giao tại mỏ và biên lợi nhuận gộp các mỏ của DHA


Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

I. Kết quả kinh doanh khả quan trong 6T2025

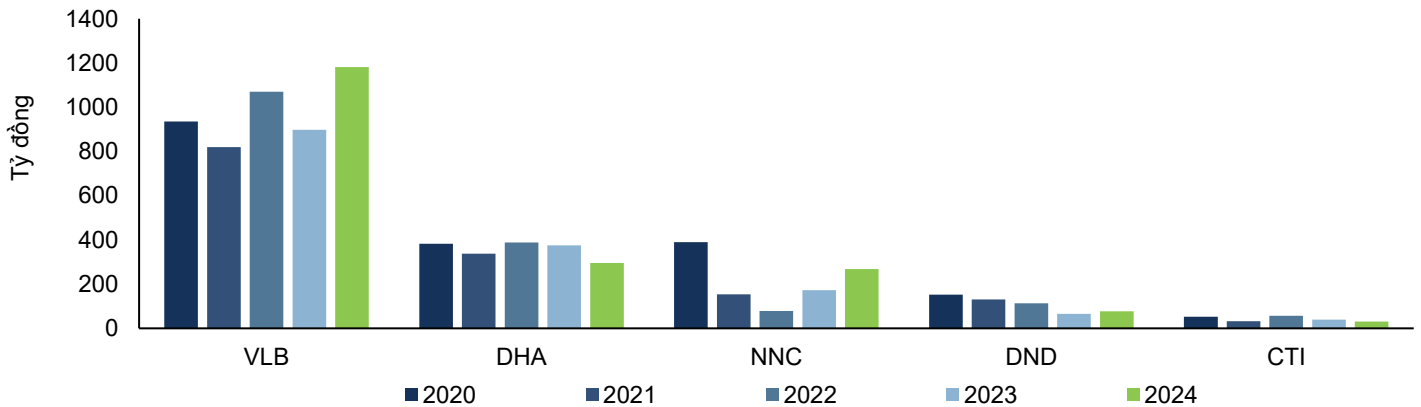
Biểu đồ 26: Kết quả kinh doanh DHA phục hồi rõ nét trong 6T2025 sau giai đoạn suy giảm



Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

Tình hình kinh doanh của DHA ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2025, với doanh thu thuần đạt 197 tỷ đồng (+20% YoY) và lợi nhuận trước thuế khoảng 69 tỷ đồng (+80% YoY), lần lượt đạt 62,3% và 95,8% kế hoạch cả năm của DHA. Động lực tăng trưởng không thay đổi so với các giai đoạn trước, nhưng tác động rõ nét hơn khi giải ngân vốn cho các dự án hạ tầng tăng tốc ở cuối chu kỳ giúp tiêu thụ tại mỏ Núi Gió và Tân Cảng 3 – hai mỏ có biên lợi nhuận cao nhất của công ty. Ngoài ra, lợi nhuận tăng vượt trội so với doanh thu một phần đến từ khoản đầu tư tài chính hơn 11 tỷ đồng. Nhờ đó, biên lợi nhuận trước thuế 6T2025 cũng tăng mạnh từ 23% lên 35%, cao hơn đỉnh trước đó vào năm 2021.

Biểu đồ 27: Doanh thu mảng đá xây dựng một số doanh nghiệp khai thác đá tỉnh Đồng Nai

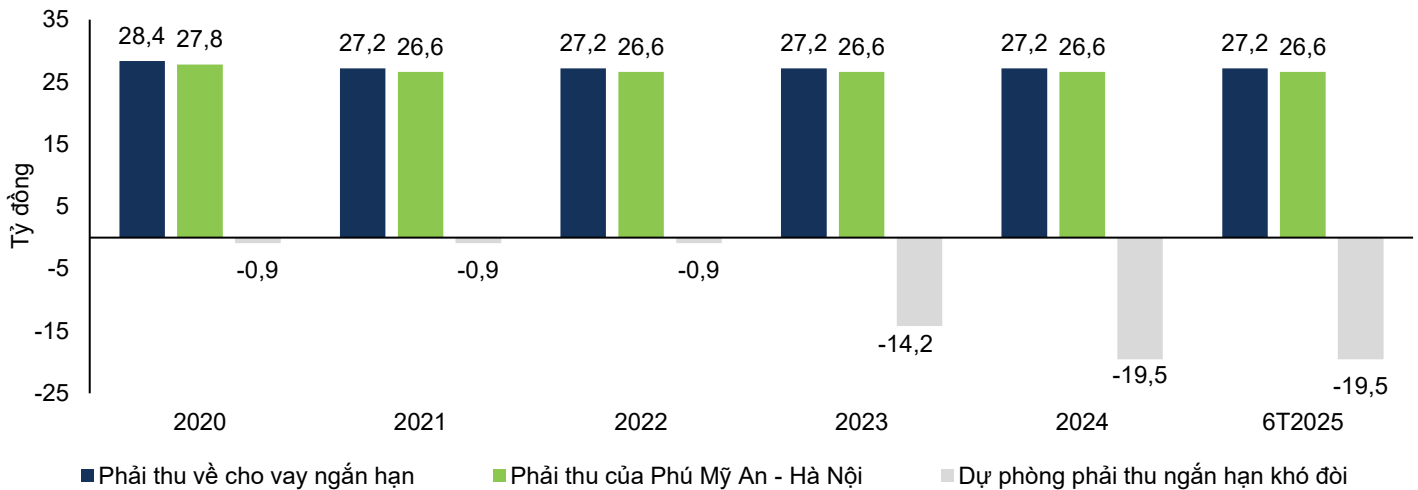


Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

Xét về quy mô doanh thu, DHA là công ty có doanh thu mảng đá lớn thứ hai ngành sau VLB. Ngoại trừ sự sụt giảm doanh thu do hạn chế mỏ Thạnh Phú 2, doanh thu của DHA giai đoạn 2020 – 2023, duy trì tương đối ổn định và ít biến động hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ tệp khách hàng lâu năm. Năm 2021, doanh thu có giảm 11,7% do xu hướng chung của ngành xây dựng khi giãn cách xã hội trong đại dịch.

II. Tăng trích lập dự phòng nợ xấu do hoạt động đầu tư kém hiệu quả

Khoản phải thu từ Phú Mỹ An tiếp tục gây áp lực lên lợi nhuận do phải trích lập dự phòng tăng mạnh. Vào năm 2017, DHA đã góp vốn 30 tỷ đồng vào dự án đầu tư xây dựng tòa nhà thương mại, văn phòng và căn hộ do Công ty TNHH Phú Mỹ An – Hà Nội làm chủ đầu tư, với kỳ vọng nhận lãi cố định 11%/năm. Tuy nhiên, dự án đã ngừng thi công kể từ sau năm 2018 do chủ đầu tư không hoàn tất được các thủ tục pháp lý liên quan đến cấp phép xây dựng và quản lý đất đai. Mặc dù hai bên đã tiến hành thanh lý hợp đồng từ năm 2018 và Phú Mỹ An nhiều lần cam kết trả nợ, song tiến độ thu hồi vốn gần như không đáng kể.

Biểu đồ 28: DHA tăng trích lập dự phòng phải thu khó đòi


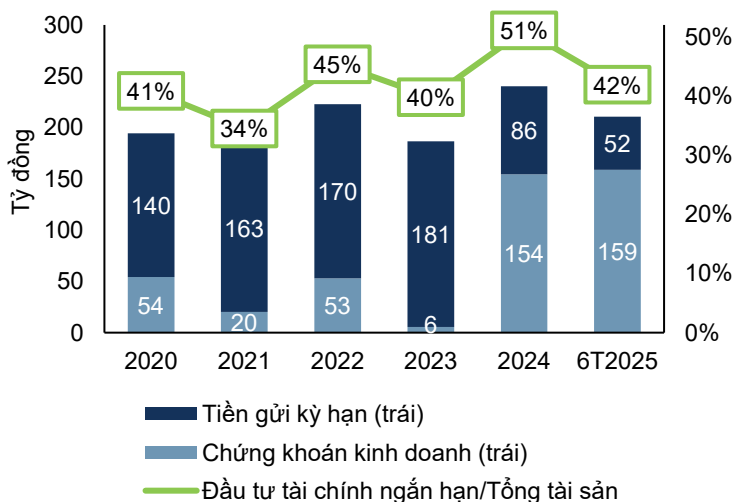
Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

Tính đến cuối năm 2023, DHA mới chỉ thu hồi được khoảng 3,4 tỷ đồng, tương đương 11,3% tổng vốn đầu tư. Do đó, doanh nghiệp buộc phải trích lập dự phòng 13,3 tỷ đồng, khiến lợi nhuận trước thuế năm 2023 giảm. Do không có thêm tiến triển nào trong việc thu hồi khoản nợ, DHA đã tiếp tục nâng mức trích lập dự phòng lên 19,5 tỷ đồng, tương ứng khoảng 73% trên tổng giá trị khoản phải thu còn lại.

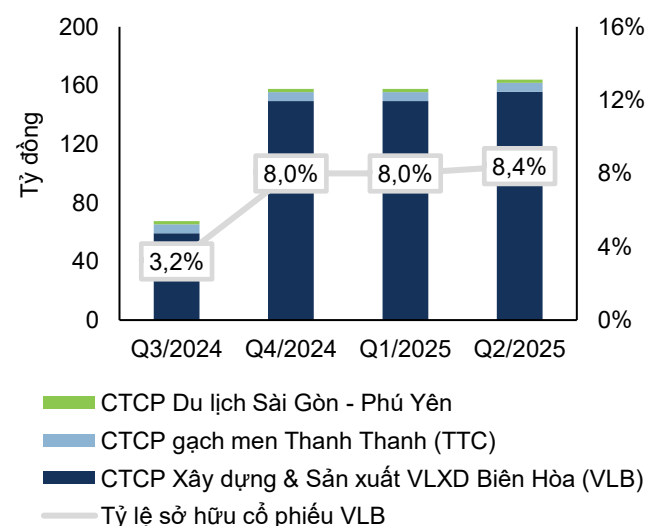
Đến 6T2025, DHA vẫn chưa ghi nhận trích lập thêm khoản nào. Trong bối cảnh không có tiến triển thu hồi suốt hơn 6 năm và đối tác không thực hiện cam kết trả nợ, khả năng thu hồi vốn ở mức rất thấp nếu không có đột biến trong xử lý pháp lý. Nếu trường hợp DHA phải trích lập hết khoản phải thu này trong năm 2025, chiếm khoản 8,1% lợi nhuận trước thuế dự kiến năm 2025 mà chúng tôi đưa ra.

III. DHA đẩy mạnh đầu tư tài chính do sở hữu lượng tiền mặt lớn

Nhờ duy trì dòng tiền mặt dồi dào, DHA phân bổ tỷ trọng lớn vào đầu tư tài chính ngắn hạn, chiếm từ 34 - 51% tổng tài sản trong giai đoạn 2020 – 6T2025. Tính đến 6T2025, tổng danh mục đầu tư tài chính của DHA đạt hơn 210 tỷ đồng, bao gồm 52 tỷ đồng tiền gửi có kỳ hạn và 159 tỷ đồng chứng khoán kinh doanh. Hiện danh mục cổ phiếu tập trung vào các doanh nghiệp trong ngành vật liệu xây dựng, phần lớn là CTCP Xây dựng & Sản xuất VLXD Biên Hòa (VLB – chiếm 95% danh mục đầu tư).

Biểu đồ 29: DHA tăng đầu tư chứng khoán từ Q3/2024


Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

Biểu đồ 30: Giá trị các khoản đầu tư chứng khoán – DHA lên tục tăng sở hữu cổ phiếu VLB


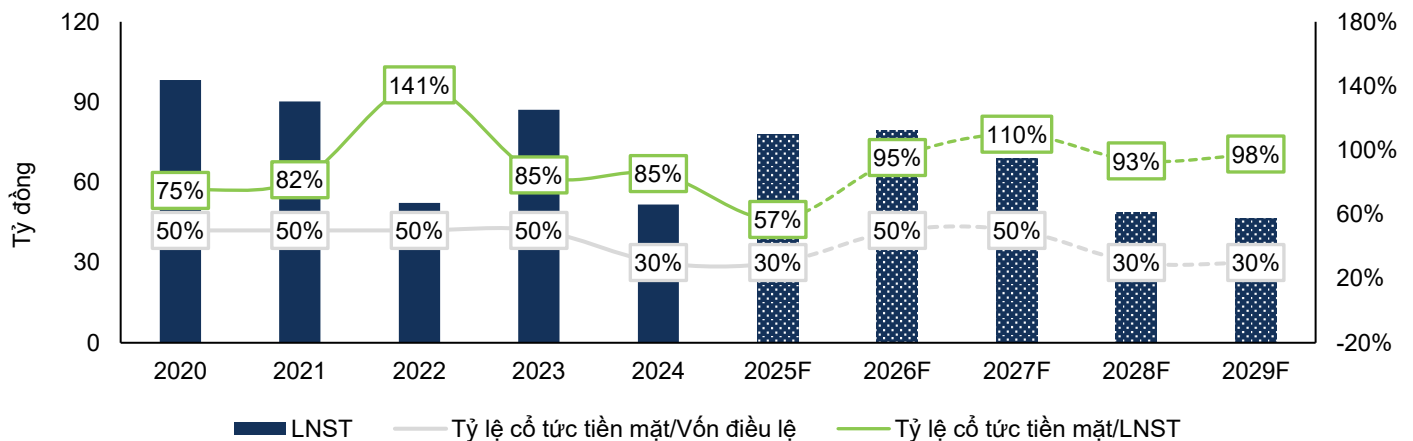
Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

Từ Q3/2024, DHA liên tục tăng sở hữu VLB lên 3,91 triệu cổ phiếu tương đương 8,4% vốn điều lệ. Theo chia sẻ từ DHA, mục đích của khoản đầu tư chỉ dừng lại ở hưởng cổ tức, nhằm tận dụng lượng tiền mặt nhàn rỗi khi chưa thể mở rộng công suất khai thác. Do đó, chúng tôi đánh giá khoản đầu tư trên chỉ mang tính chất đầu tư tài chính. Trong thời gian tới, DHA dự kiến vẫn sẽ tiếp tục mua cổ phiếu VLB với tỷ lệ sở hữu tối đa 15%. Việc đầu tư vào VLB – doanh nghiệp đầu ngành với tỷ lệ cổ tức cao – giúp DHA tối ưu hóa lợi suất ngắn hạn, đóng góp 7,5 tỷ đồng (68% doanh thu tài chính, 10,9% lợi nhuận trước thuế 6T2025).

Giá mua cổ phiếu VLB bình quân theo giá gốc trên BCTC là 39.800 đồng/cp, trong khi thị giá tại ngày 21/08/2025 cổ phiếu là 46.400 đồng/cp, tương ứng tăng 17%. Trong bối cảnh thị trường chứng khoán có xu hướng tăng trong năm 2025, nếu doanh nghiệp thực hiện bán khoản đầu tư này, phần lãi ước khoảng hơn 26 tỷ đồng sẽ được hiện thực hóa, tương đương tăng 27% lợi nhuận trước thuế dự phóng 2025.

IV. Tỷ lệ chi trả cổ tức duy trì ở mức cao và đều đặn (quay lại)

Biểu đồ 31: DHA duy trì tỷ lệ trả cổ tức cao qua các năm

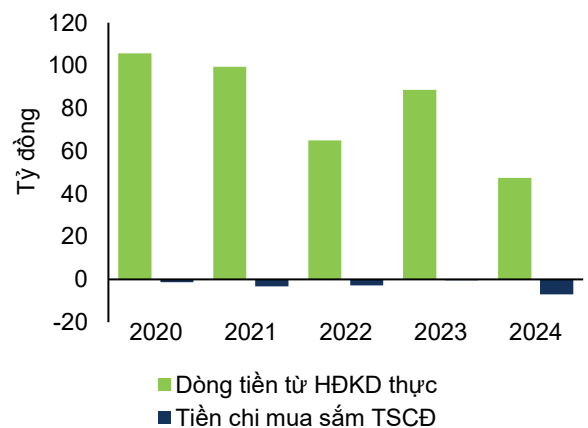


Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp và ước tính.

Giai đoạn 2020 – 2024, DHA duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền cao và ổn định, bất kể biến động lợi nhuận qua các năm. Tỷ lệ cổ tức tiền mặt/Vốn điều lệ giữ ở mức 50% trong hầu hết các năm. Năm 2024, tỷ lệ cổ tức giảm còn 30% vốn điều lệ, thấp nhất 5 năm gần đây. Nguyên nhân là do kết quả kinh doanh đi xuống khi mỏ Thạnh Phú 2 gặp nhiều hạn chế trong khai thác và chuẩn bị hết hạn. Bên cạnh đó, DHA cũng đang trong kế hoạch đầu tư mở mới, do đó cần cân đối dòng tiền, dẫn đến chính sách cổ tức có phần thận trọng hơn.

DHA cũng đặt kế hoạch trả cổ tức tiền mặt năm 2025 ở mức 15% – 30% vốn điều lệ. Tuy vậy, với đặc điểm doanh nghiệp có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh luôn dương, ở mức cao so với lợi nhuận và chi đầu tư TSCĐ thấp trong nhiều năm, cùng với việc không có nợ vay và nguồn tiền mặt tích lũy lớn, chúng tôi đánh giá cao khả năng DHA sẽ duy trì chính sách cổ tức tiền mặt cao (50% vốn điều lệ) trong năm 2026F và 2027F.

Biểu đồ 32: DHA duy trì dòng tiền kinh doanh dương và ít đầu tư TSCĐ



Nguồn: DHA, FPTS tổng hợp.

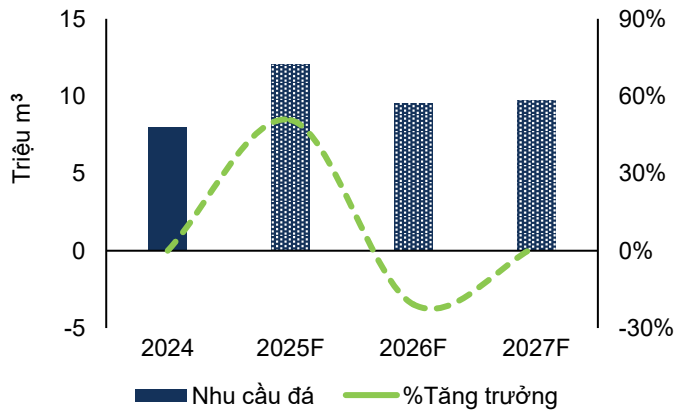
E. TRIỂN VỌNG KINH DOANH & YẾU TỐ THEO DÕI

I. Triển vọng doanh nghiệp

1. Triển vọng về nhu cầu đá lớn nhờ Chính phủ đốc thúc giải ngân đầu tư công, dự kiến tăng trưởng 44% trong năm 2025 ([quay lại](#))

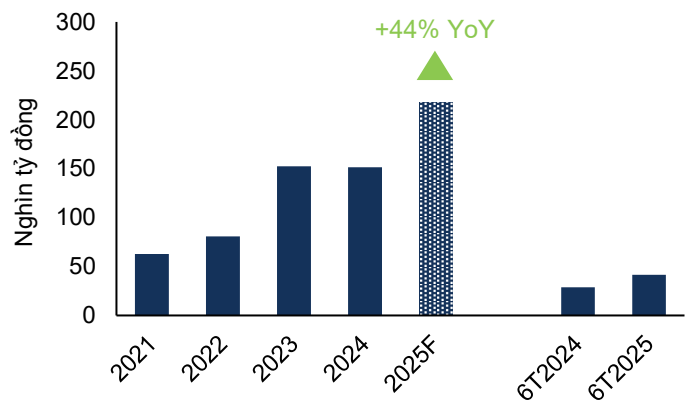
Sản lượng tiêu thụ đá của DHA được dự báo tăng mạnh nhờ động lực từ đầu tư công, đặc biệt tại khu vực Đông Nam Bộ. Nhu cầu đá xây dựng năm 2025 ước tăng trưởng khoảng 4 triệu m³ (+51% YoY). Đồng thời, giải ngân vốn cũng dự kiến tăng +44% YoY trong năm 2025. Động lực tăng trưởng đến từ hàng loạt công trình hạ tầng quy mô lớn đang đồng loạt triển khai tại khu vực phía Nam ([xem lại các dự án](#)).

Biểu đồ 33: Ước tính nhu cầu đá sử dụng cho các dự án hạ tầng khu vực Đông Nam Bộ 2025F – 2027F



Nguồn: FPTS tổng hợp và ước tính.

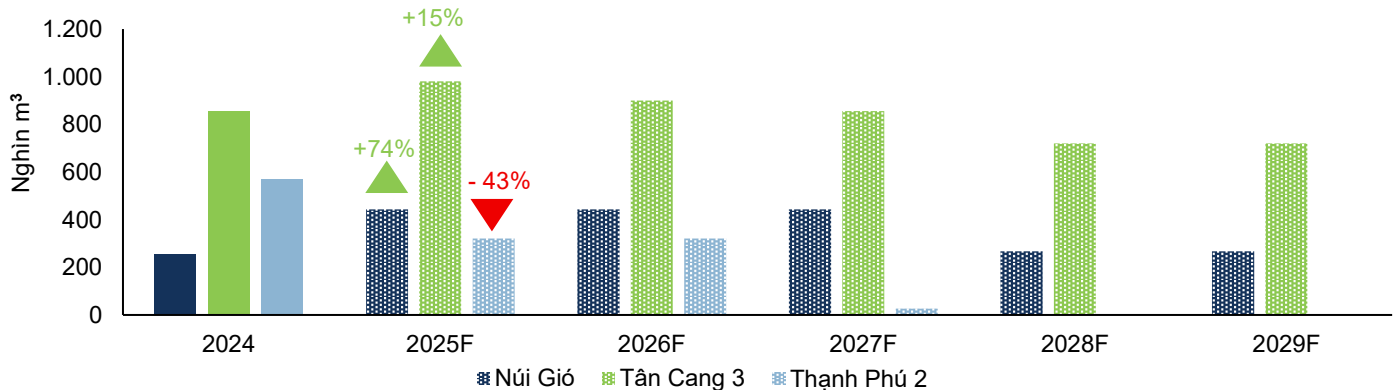
Biểu đồ 34: Dự kiến vốn đầu tư công giải ngân tại khu vực Đông Nam Bộ năm 2025



Nguồn: Bộ Tài chính, FPTS tổng hợp và ước tính.

Tổng sản lượng tiêu thụ mỏ Tân Cang 3 và Núi Gió năm 2025 dự kiến tăng 28% YoY. Diễn biến đầu tư công sôi động là tín hiệu tích cực đối với mỏ Tân Cang 3 và mỏ Núi Gió của DHA. Sản lượng tiêu thụ tại Tân Cang 3 được kỳ vọng tăng 84.000 m³ (+15% YoY) và đạt đỉnh trong năm 2025. Sau đó, sản lượng mỏ này sẽ giảm dần khoảng 7%/năm khi các công trình lớn dần hoàn tất do các dự án mới dự kiến sau năm 2027 hiện chưa có thông tin phê duyệt cụ thể, nên chưa thể coi là động lực tăng trưởng sản lượng cho giai đoạn tiếp theo. Sản lượng mỏ Núi Gió kỳ vọng sẽ đạt đỉnh trong giai đoạn 2025F – 2027F với mức tăng trưởng dự kiến lên 188.000 m³ (+74% YoY) năm 2025, nhờ các dự án đầu tư công mở rộng vùng tiêu thụ mới đã phân tích ở trên. Sau đó, sản lượng mỏ được dự báo duy trì ở mức bình quân khoảng 270.000 m³/năm, tương tự giai đoạn 2020 – 2024.

Biểu đồ 35: Dự phóng sản lượng đá xây dựng bình quân các mỏ đá của DHA giai đoạn 2025F – 2029F



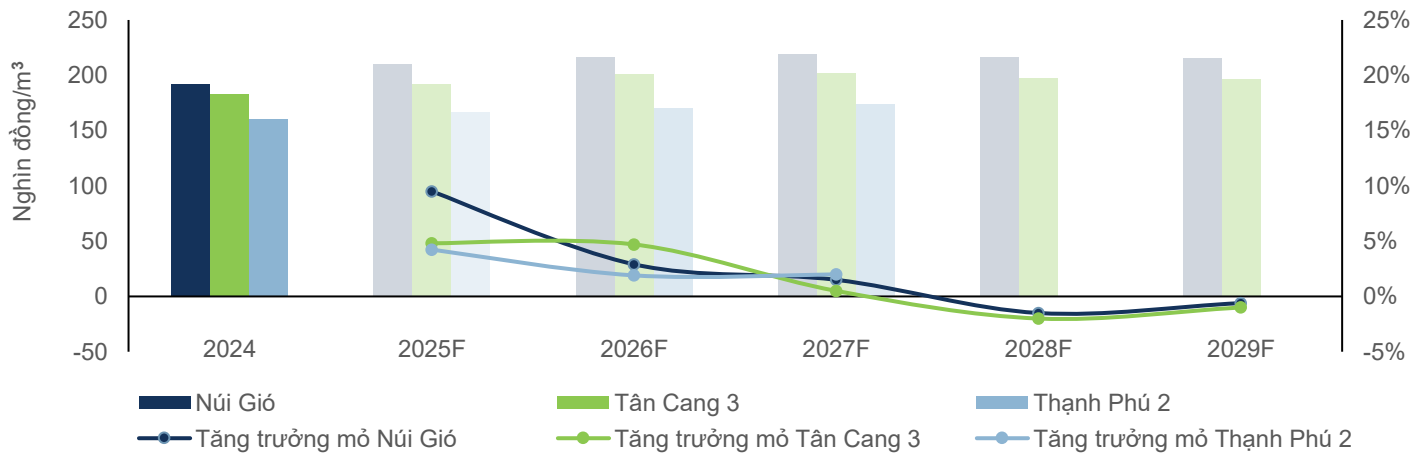
Nguồn: FPTS tổng hợp và ước tính.

Ngược lại, mỏ Thanh Phú 2 đối mặt xu hướng suy giảm mạnh, với sản lượng năm 2025 dự kiến giảm 43% YoY do điều kiện khai thác ngày càng khó khăn, cộng với vướng mắc chưa tháo gỡ về thủ tục đất đai khiến công suất bị giới hạn kéo dài. Do vị trí mỏ gần sông Đồng Nai – vị trí nhạy cảm về địa chất, tiềm ẩn nguy cơ mất ổn định nền móng nếu mở rộng khai thác theo chiều sâu – nên chúng tôi chỉ dự phóng hoạt động khai thác tại mỏ Thanh Phú 2 đến hết thời hạn cấp phép và sẽ dừng hoạt động vào tháng 2/2027.

2. Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện trong giai đoạn 2025F – 2027F nhờ giá bán đá tăng, trước khi giảm trở lại 2028F – 2029F (quay lại)

Chúng tôi dự phóng giá bán bình quân các mỏ đá của DHA sẽ tăng đáng kể trong giai đoạn 2025F – 2027F, đặc biệt mạnh nhất năm 2025F do thiếu hụt nguồn cung khi nhiều mỏ đá trong khu vực gặp vướng mắc pháp lý hoặc hết hạn cấp phép. Cụ thể, giá bán bình quân dự kiến tăng 7,6% YoY trong năm 2025F, trong đó mỏ Núi Gió, Tân Cảng 3 và Thanh Phú 2 lần lượt tăng 9,5%, 4,8% và 4,2%. Sang giai đoạn 2026F – 2027F, giá bán duy trì tăng nhẹ trước khi quay đầu giảm từ 2028F do áp lực cạnh tranh từ nguồn cung cải thiện.

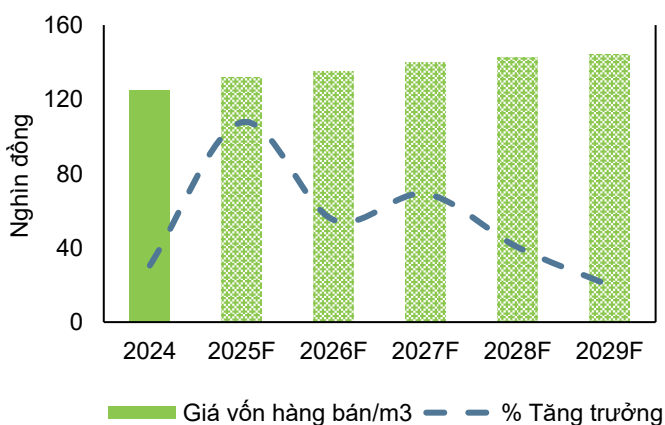
Biểu đồ 36: Dự phóng giá bán đá xây dựng bình quân các mỏ đá của DHA giai đoạn 2025F – 2029F



Nguồn: FPTSS tổng hợp và ước tính.

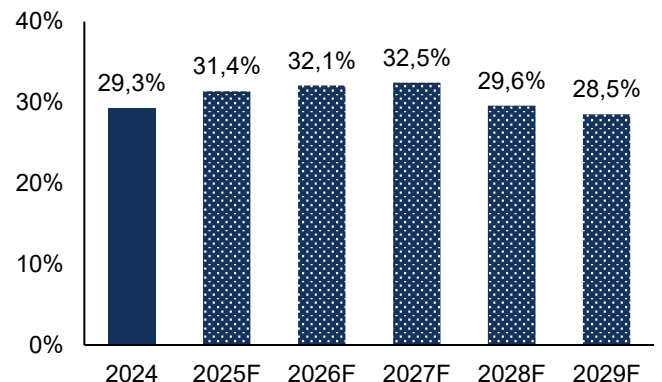
Chi phí sản xuất bình quân/m³ giai đoạn 2025F – 2029F dự kiến tăng do hoạt động khai thác xuống sâu, kéo theo chi phí khoan, nổ mìn và vận chuyển cao hơn. Tốc độ tăng chi phí có xu hướng giảm dần từ mức 5,4% (2025F) xuống 1% (2029F), chủ yếu do mỏ có chi phí cao nhất (Thanh Phú 2) dự kiến sẽ giảm sản lượng và ngừng khai thác vào 2027F. Nhờ giá bán duy trì tăng nhanh hơn chi phí, biên lợi nhuận gộp của DHA dự kiến tăng mạnh nhất lên 31,4% (+2,1 đpt YoY) vào năm 2025F, sau đó đạt đỉnh vào 2027F (32,5%), trước khi giảm xuống còn 28,5% vào 2029F do tác động của xu hướng giảm giá bán đá trình bày ở trên.

Biểu đồ 37: Dự phóng giá vốn mỗi đơn vị m³ tăng trong giai đoạn 2025F – 2029F



Nguồn: FPTSS tổng hợp ước tính.

Biểu đồ 38: Biên lợi nhuận gộp DHA dự kiến tăng giai đoạn 2025F – 2029F



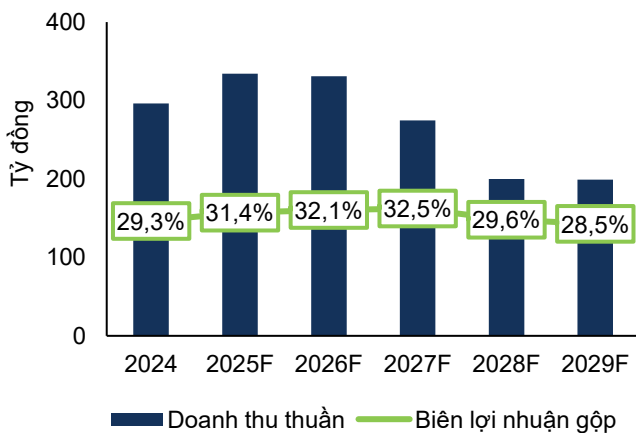
Nguồn: FPTSS tổng hợp ước tính.

II. Yếu tố theo dõi - Mở rộng nguồn cung bằng cách mua lại mỏ Tây Kà Rôm 1 (Ninh Thuận) (quay lại)

Thương vụ mua lại mỏ Tây Kà Rôm 1 được kỳ vọng sẽ giúp DHA bổ sung nguồn cung phục vụ sản xuất kinh doanh trong dài hạn, nhất là trong bối cảnh mỏ Thanh Phú 2 sắp hết hạn khai thác. Mỏ Tây Kà Rôm 1 nằm tại khu vực duyên hải miền Trung, nơi có tiềm năng khai thác với trữ lượng lớn và đang được doanh nghiệp định hướng phát triển thành khu vực sản xuất mới. Hiện quá trình sáp nhập công ty con sở hữu quyền khai thác mỏ vào DHA vẫn đang triển khai và chưa có thông tin cụ thể, do đó cần tiếp tục theo dõi trong thời gian tới. Nếu thương vụ diễn ra thuận lợi, trữ lượng đá của DHA sẽ đạt khoảng hơn 27 triệu m³ (+48% so với hiện tại). Nếu mỏ này được vận hành tối đa công suất, sản lượng của DHA có thể tăng trên 40% so với kịch bản không có mỏ, tạo ảnh hưởng tích cực và đáng kể đến triển vọng dài hạn của doanh nghiệp.

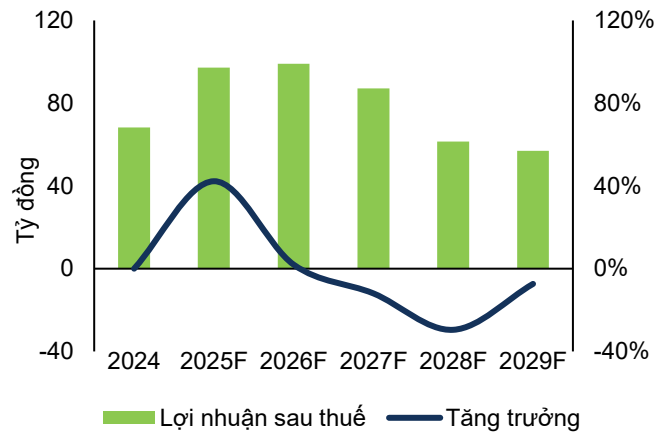
B. TỔNG HỢP KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG NĂM 2025

Biểu đồ 39: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: FPTs tổng hợp và ước tính.

Biểu đồ 40: Dự phóng lợi nhuận sau thuế



Nguồn: FPTs tổng hợp và ước tính.

Cho năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần hợp nhất của DHA đạt 334 tỷ đồng (+13% YoY) đạt 105,8% kế hoạch 2025 của DHA, với đóng góp từ các mỏ như sau:

- Mỏ Tân Cảng 3: Dự kiến duy trì sản lượng trên công suất cấp phép. Giá bán trung bình tiếp tục có xu hướng tăng do nhu cầu lớn từ TP.HCM – Đồng Nai và việc thiếu hụt nguồn cung ở khu vực trung tâm. Dự kiến chiếm khoảng 56% doanh thu toàn công ty.
- Mỏ Núi Gió: Ghi nhận tăng trưởng sản lượng tích cực trong nửa đầu năm nhờ giải ngân đầu tư công tại tỉnh Bình Phước phục hồi. Giá bán cao hơn trung bình toàn công ty do chất lượng đá tốt và chi phí khai thác thấp hơn. Ước tính đóng góp khoảng 28% doanh thu.
- Mỏ Thanh Phú 2: Do giới hạn về điều kiện khai thác, sản lượng dự kiến giảm còn khoảng 58% so với 2024. Dù vậy, nhờ lợi thế vị trí và nhu cầu tại Đồng Nai – Bình Dương, toàn bộ sản lượng khai thác vẫn có thể tiêu thụ hết. Chiếm khoảng 16% doanh thu.

Lợi nhuận gộp trong năm 2025 dự phóng đạt 105 tỷ đồng (+21% YoY), với biên lợi nhuận gộp đạt 31,4% (+2,1 đpt YoY) do (1) giá bán bình quân tăng 8,6% YoY và (2) cơ cấu khai thác chuyển đổi tăng sản lượng tại các mỏ có hiệu quả sinh lời cao. Lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến đạt 77,7 tỷ đồng (+50,3% YoY), tương đương đạt 135% kế hoạch năm 2025 của DHA.

G. CHI TIẾT CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ [\(quay lại\)](#)

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu DHA với mức giá mục tiêu là **50.500 VNĐ/cp**, cao hơn **2,8%** so với mức giá đóng cửa ngày 21/08/2025. Do doanh nghiệp không vay nợ dẫn đến kết quả định giá FCFE và FCFF bằng nhau, nên chúng tôi chỉ đưa ra kết quả định giá của phương pháp FCFF:

Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VNĐ/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	50.539	100%
Giá mục tiêu (làm tròn)		50.500	

Thay đổi giá định mô hình DCF

Giá định mô hình		Giá định mô hình	
WACC	13,2%	Hệ số Beta đòn bẩy	0,99
Phần bù rủi ro	10,35%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro	2,93%	Thời gian dự phóng	5 năm

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Lãi suất chiết khấu		13,2%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		2%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		221.082
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)		326.275
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		0
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		744.084
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		14,7
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		50.500

H. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Đơn vị: Tỷ đồng

HĐKD	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	296	334	331
- Giá vốn hàng bán	(209)	(229)	(225)
Lợi nhuận gộp	87	105	106
- Chi phí bán hàng	-	-	-
- Chi phí quản lí DN	(23)	(19)	(19)
Lợi nhuận thuần HĐKD	63	86	87
- (Lỗ)/lãi HĐTC	12	13	14
- Lợi nhuận khác	(7)	(2)	(2)
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	68	97	99
- Chi phí lãi vay	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	68	97	99
- Thuế TNDN	(17)	(19)	(20)
LNST công ty mẹ	52	78	79
EPS (đ/cp)	3.512	5050	5126

Chỉ tiêu	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29,3%	31,4%	32,1%
Tỷ suất LNST	17,5%	23,2%	23,9%
ROE DuPont	12,3%	17,6%	17,3%
ROA DuPont	11%	15,9%	15,7%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	23%	29,1%	29,9%
LNTT / EBIT	100%	100%	100%
LNST/LNTT	75,7%	80%	80%
Vòng quay tổng tài sản	0,6x	0,7x	0,7x
Đòn bẩy tài chính	1,1x	1,1x	1,1x

Chỉ tiêu	2024	2025F	2026F
Chỉ số thanh toán hiện hành	10,1x	10,1x	10,4x
Chỉ số thanh toán nhanh	10,1x	10,0x	10,4x
Chỉ số thanh toán tiền mặt	8,9x	8,9x	9,2x
Nợ / Tài sản	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ / VCSH	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ dài hạn / VCSH	0,0x	0,0x	0,0x
Khả năng trả lãi vay	N/A	N/A	N/A

CĐKT	2024	2025F	2026F
Tài sản			
+ Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	326	356	363
+ Các khoản phải thu	37	42	42
+ Hàng tồn kho	-	-	-
+ Tài sản ngắn hạn khác	5	5	5
Tổng tài sản ngắn hạn	368	404	410
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	189	190	191
+ Khấu hao lũy kế	(146)	(153)	(160)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	44	38	31
+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-
+ Tài sản dài hạn khác	37	42	41
+ Xây dựng cơ bản dở dang	21	21	21
Tổng tài sản dài hạn	102	101	94
Tổng tài sản	470	505	503
Nợ & VCSH			
+ Vay và nợ ngắn hạn	-	-	-
+ Phải trả người bán	30	33	32
+ Quỹ khen thưởng phúc lợi	7	7	7
Nợ ngắn hạn	37	40	39
+ Vay và nợ dài hạn	-	-	-
+ Phải trả dài hạn khác	7	7	7
Nợ dài hạn	7	7	7
Tổng nợ	43	48	47
+ Vốn góp chủ sở hữu	151	151	151
+ Thặng dư	58	58	58
+ LN chưa phân phối	131	160	160
+ Các khoản khác	87	87	87
Vốn chủ sở hữu	427	457	457
Tổng cộng nguồn vốn	470	505	503

Chỉ tiêu	2024	2025F	2026F
Thời gian luân chuyển tiền	(9,55)	(6,14)	(5,78)
Số ngày phải thu	55,04	43,51	46,36
Số ngày tồn kho	2,03	0,37	0,65
Số ngày phải trả	66,61	50,03	52,79
COGS / Hàng tồn kho	92,6x	3546,1x	553,3x

I. PHỤ LỤC

I. Cách tính giá tính tiền cấp quyền cấp quyền khai thác khoáng sản ([quay lại Thuế - phí khai thác](#))

Bảng 4: So sánh cách tính tiền cấp quyền khai thác khoáng sản

Chỉ tiêu	Nghị định số 203/3013/NĐ - CP	Nghị định số 67/2019/NĐ - CP
Giá tính thuế cấp quyền khai thác	Tính theo mức giá tính thuế tài nguyên do UBND các tỉnh công bố	Tính theo công thức: $G = G_{tn} \times K_{qd}$ Trong đó: G_{tn}: Giá tính thuế do UBND các tỉnh công bố K_{qd}: Hệ số quy đổi (đối với đá xây dựng là 1,475)

Nguồn: Nghị định Chính phủ, FPTTS tổng hợp.

Theo Nghị định 67/2019/NĐ-CP, hệ số quy đổi đối với đá làm vật liệu xây dựng là $K_{qd} = 1,475$. Như vậy, theo cách tính mới, mức giá tính thuế tài nguyên mà DHA đã áp dụng trong giai đoạn 2014 – 2021 theo cách tính cũ sẽ phải điều chỉnh tăng thêm bằng cách nhân với hệ số 1,475.

II. Lịch sử tăng thuế phí khai thác ([quay lại thuế - phí khai thác](#))

Bảng 5: Diễn biến chính sách thuế, phí áp dụng với ngành khai thác đá xây dựng.

Mốc thời gian	Phí cấp quyền khai thác	Thuế suất tài nguyên (%)	Phí BVMT (đồng/m ³)	Văn bản/Chính sách chính
1998		1 – 5%		Pháp lệnh Thuế Tài nguyên 1998 và NĐ 68/1998/NĐ-CP
2010		10%		Luật Thuế tài nguyên 2009, NĐ 50/2010/NĐ-CP
2013	Mức R từ 3 - 5%			NĐ 203/2013/NĐ-CP
2016			Khung: 1.000 - 5.000	NĐ 164/2016/NĐ-CP, các Thông tư 2016+
2019	Mức R từ 3 - 5% với hệ số nở ròi 1,475			NĐ 67/2019/NĐ-CP
2024			Khung: 1.500 - 7.500	NĐ 27/2023/NĐ-CP

Nguồn: FPTTS tổng hợp.

Các loại thuế – phí khai thác có xu hướng tăng theo thời gian và điều chỉnh sau mỗi 5 – 7 năm, phản ánh rõ xu hướng siết chặt quản lý tài nguyên và tăng thu ngân sách từ hoạt động khai thác.

III. So sánh chất lượng đá của các mỏ của DHA. ([quay lại giá bán đá](#))

Bảng 6: Đặc tính cơ lý của đá Andesit và đá Cát kết

Chỉ tiêu	Đá cát kết	Đá andesit
Khối lượng thể tích	2000 – 2700 (kg/m ³)	2800 – 3000 (kg/m ³)
Cường độ nén dọc trục	30 – 150 MPa	150 – 250 MPa
Độ hút nước ở áp suất khí quyển	0,2 – 10% khối lượng	0,2 – 0,4% khối lượng
Hệ số giãn nở vì nhiệt	0,012 (mm/mK)	0,009 (mm/mK)

Nguồn: Bộ xây dựng



Nguồn: FPTS tổng hợp.

Đá được khai thác tại Tân Cang 3 và Núi Gió là loại đá andesit, với sức chịu nén, độ bền và khả năng chống thấm hút tốt hơn đá cát kết, phù hợp việc sản xuất bê tông mác cao, phục vụ cho các công trình như đường băng sân bay, nền móng công trình lớn, cầu cạn. Bên cạnh đó, hai mỏ còn lại – Tân Cang 3 và Thạnh Phú 2 – đều nằm trong khu vực có mật độ mỏ dày đặc và mức độ cạnh tranh giá bán cao hơn mỏ Núi Gió. **Do vậy có sự chênh lệch đáng kể giá bán đá giữa các mỏ của DHA.**

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS không nắm giữ cổ phiếu DHA, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ,
Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3 Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Bến Thành,
Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Hải
Châu, Thành phố Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888