

CÔNG TY CỔ PHẦN TASCO (HUT)

Báo cáo cập nhật 08/06/2015

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	20.500
Tiềm năng tăng giá	45%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 08/06/2015

Giá hiện tại (VND)	14.100
Số lượng CP niêm yết	114.647.491
Số lượng CP lưu hành	128.405.190
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.823
Khoảng giá 52 tuần	8.500 – 16.800
KLGDTB 6 tháng	1.240.677
GTGDTB 6 tháng (VND bn)	18,4
% sở hữu nước ngoài	20,5%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Số lượng được phép sở hữu	56.177.270
Số lượng còn được phép mua	32.665.610

Tổng quan DN

Tasco đã có bề dày truyền thống hơn 40 năm hoạt động trong lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng. Bằng năng lực và tính chuyên nghiệp cao, Công ty đã tạo lập và xây dựng thương hiệu HUD - TASCO trở thành một thương hiệu mạnh của khu vực đồng bằng Nam sông Hồng và luôn được các chủ đầu tư tín nhiệm, đánh giá cao.

Nguồn: MBS tổng hợp

Analyst

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Tel: +84 934978887

TÁI KHỞI ĐỘNG DỰ ÁN KHU NHÀ Ở SINH THÁI TẠI XUÂN PHƯƠNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HUT của Công ty Cổ phần Tasco, với mức giá mục tiêu 20.500 đồng/cổ phiếu (cao hơn 45% so với mức giá hiện tại là 14.100 đồng/cổ phiếu). Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại chưa phản ánh hết tiềm năng trong trung và dài hạn của doanh nghiệp, với P/E trailing 4,5 lần, thấp hơn so với bình quân 9,4 lần của các Công ty có cùng mô hình hoạt động kinh doanh với Tasco. Năm 2015, do không có khoản lợi nhuận đột biến từ BT21, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế 2015 đạt 167 tỷ đồng, giảm 35% so với thực hiện năm 2014. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2016 và 2017, chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng trưởng rất lớn, đặc biệt là lợi nhuận từ dự án Khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương đem lại.

TIÊU ĐIỂM (KEY CATALYSTS)

- **Tái khởi động dự án bất động sản Khu nhà ở sinh thái tại xã Xuân Phương, Nam Từ Liêm, Hà Nội.** Đại diện Tasco cho biết, Công ty đã tái khởi công dự án này cùng với đoạn đường đi vào dự án vào đầu tháng 5/2015. Với triển vọng của thị trường bất động sản được đánh giá khả quan trong tương lai, chúng tôi dự tính lợi nhuận từ dự án trong hai năm 2016 và 2017 là rất lớn.
- **Mảng kinh doanh mới trạm thu phí không dừng đã chính thức khởi động.** Tính đến thời điểm hiện tại, ba trạm thu phí bao gồm Quảng Bình, Hoàng Mai và Quốc lộ 14 cơ bản đã triển khai xong. Tasco hiện đang thiết kế đại trà 35 trạm và sẽ ký hợp đồng xây dựng theo hình thức BOO với Bộ Giao thông khi thống nhất phương án với Bộ. Dự kiến sẽ trong năm 2015 hoàn thành 17 trạm và đến 2016 sẽ hoàn thành toàn bộ các trạm trên QL1 và QL14. Tổng mức thu phí ước tính trên mỗi trạm là 194 tỷ đồng/năm.
- **Mảng đầu tư dự án hạ tầng có triển vọng tăng trưởng tốt dựa trên động lực đầu tư của Nhà nước vào các dự án hạ tầng.** Bằng năng lực và uy tín hiện có với Bộ Giao thông Vận Tải và các địa phương, Tasco đã và sẽ tiếp cận được các dự án hạ tầng lớn và hiệu quả.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá mục tiêu của cổ phiếu HUT vào khoảng 20.500 đồng (tương ứng mức tiềm năng tăng giá hơn 45% so với mức giá hiện tại là 14.100 đồng) dựa trên kết hợp phương pháp định giá tài sản ròng NAV đối với hoạt động kinh doanh bất động sản và xây dựng hạ tầng giao thông theo hình thức BT và phương pháp so sánh P/E đối với hoạt động thu phí và xây lắp truyền thống. Mức giá mục tiêu 20.500 đồng tương đương mức P/E là 9,97 lần (theo EPS ước tính 2016).

RỦI RO

- **Triển vọng lợi nhuận có thể bị ảnh hưởng khi Dự án Khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương không được triển khai theo đúng kế hoạch** do đây là dự án quan trọng và đem lại nguồn doanh thu, lợi nhuận lớn cho Doanh nghiệp trong giai đoạn 2016-2017.
- **Phức tạp trong quy trình chuẩn bị thực hiện dự án khiến thời gian thực hiện có thể bị kéo dài.** Việc xin giấy phép triển khai dự án có thể chậm hơn dự kiến, làm kéo dài thời gian thực hiện dự án. Ngoài ra, khung giá đền bù giải phóng mặt bằng không ổn định dẫn đến công tác đền bù giải phóng mặt bằng phức tạp và chậm.

TÓM TẮT VÀ DỰ PHÓNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Mô hình thu nhập (tỷ VND)	2015F	2016F	2017F
Doanh thu thuần	2.325	2.987	4.994
Giá vốn hàng bán	2.011	2.401	4.088
Chi phí bán hàng & QLDN	58	75	175
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	256	511	731
Chi phí lãi vay	47	168	217
Lợi nhuận khác	5	7	11
Lợi nhuận trước thuế	214	350	526
Chi phí thuế TNDN	47	70	105
Lãi (lỗ) từ hoạt động liên kết	0	0	0
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0
LNST cổ đông công ty mẹ	167	280	420
EPS (VND)	1.301	2.056	2.814

Bảng Cân Đối Kế Toán (tỷ VND)	2015F	2016F	2017F
Tài sản ngắn hạn			
Tiền & tương đương tiền	116	154	250
Khoản phải thu	1.046	1.344	2.247
Hàng tồn kho	51	61	104
Chi phí trả trước, TSNH khác	234	266	460
Tổng tài sản ngắn hạn	1.447	1.825	3.061
Tài sản dài hạn			
Tài sản cố định hữu hình	646	692	2.511
Tài sản cố định vô hình	0	0	0
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	5.578	4.684	2.684
Tài sản dài hạn khác	139	139	139
Tổng tài sản dài hạn	6.363	5.515	5.333
Tổng tài sản	7.809	7.340	8.394
Nợ ngắn hạn			
Phải trả người bán	197	236	401
Vay ngắn hạn	26	0	903
Nợ dài hạn đến hạn trả	670	378	336
Nợ khác	901	973	1.142
Tổng nợ ngắn hạn	1.793	1.587	2.782
Nợ dài hạn			
Vay nợ dài hạn	3.169	2.713	2.198
Nợ dài hạn khác	1.152	1.152	1.152
Tổng nợ dài hạn	4.321	3.864	3.349
Tổng nợ phải trả	6.114	5.451	6.131
Vốn chủ sở hữu			
Vốn đầu tư của CSH và thặng dư vốn	1.288	1.365	1.498
Lợi nhuận giữ lại	329	445	686
Các quỹ khác	47	47	47
Lợi ích cổ đông thiểu số	32	32	32
Tổng nguồn vốn	7.809	7.340	8.394

Nguồn: MBS Research

Báo cáo dòng tiền (tỷ VND)	2015F	2016F	2017F
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH			
Lợi nhuận ròng	167	280	420
Điều chỉnh cho các khoản			
Khấu hao	48	56	190
Thay đổi VLĐ	95	(229)	(806)
Lãi (lỗ) từ HĐ đầu tư	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	311	106	(196)
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ			
Chi mua sắm TSCĐ, TSDH	(8)	(102)	(2.008)
Thay đổi trong chi phí XDCBDD	(2.156)	894	2.000
Thu từ thanh lý, nhượng bán tài sản	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ đầu tư	(2.164)	792	(8)
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH			
Phát hành cổ phiếu và thặng dư vốn CP	200	77	133
Tiền thu từ vay nợ	1.333	(774)	346
Chi trả cổ tức	0	(163)	(179)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	1.533	(861)	300
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(320)	38	96
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	436	116	154
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	116	154	250

Hệ số tài chính	2015F	2016F	2017F
Hệ số thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện thời	1,3x	1,5x	2,0x
Hệ số thanh toán nhanh	0,1x	0,1x	0,2x
Hệ số hoạt động			
ROIC	3,5%	5,3%	7,9%
Hệ số đòn bẩy			
Hệ số nợ/EBITDA	1272%	546%	373%
Khả năng thanh toán lãi vay	5,5x	3,0x	3,4x
Hệ số sinh lời			
Tỷ suất EBIT/Doanh thu	11,0%	17,1%	14,6%
Tỷ suất lợi nhuận ròng/doanh thu	7,2%	9,4%	8,4%
ROA	2,1%	3,8%	5,0%
ROE	9,9%	14,8%	18,6%
Hệ số khác			
Lợi nhuận ròng/CP (EPS) (VND)	1.301	2.056	2.814
Giá trị sổ sách cổ phần (BVPS) (VND)	12.955	13.644	14.932

MỤC LỤC

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ	4
Tasco đã vượt qua những thời điểm khó khăn nhất của chu kỳ kinh doanh	4
Tái khởi động dự án bất động sản Khu nhà ở Sinh thái tại xã Xuân Phương, Nam Từ Liêm đúng giai đoạn thị trường BĐS đang phục hồi tốt.....	5
Mảng đầu tư dự án hạ tầng có triển vọng tốt, dựa trên thể mạnh cốt lõi và phù hợp với định hướng đẩy mạnh đầu tư hạ tầng của Chính phủ	7
Mảng xây lắp truyền thống tiếp tục đóng góp doanh thu và lợi nhuận ổn định.....	10
Mảng kinh doanh mới đầu tư và vận hành trạm thu phí không dừng mở ra triển vọng tăng trưởng lợi nhuận ổn định bền vững.....	11
DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH	12
Mô hình dự báo lợi nhuận (earnings model).....	12
ĐỊNH GIÁ	14
Định giá theo phương pháp tài sản ròng (NAV) đối với hoạt động kinh doanh bất động sản và xây dựng dự án hạ tầng giao thông theo hình thức BT	14
Định giá theo phương pháp so sánh đối với hoạt động thu phí và xây lắp truyền thống	15
Hợp nhất các phương pháp định giá	16

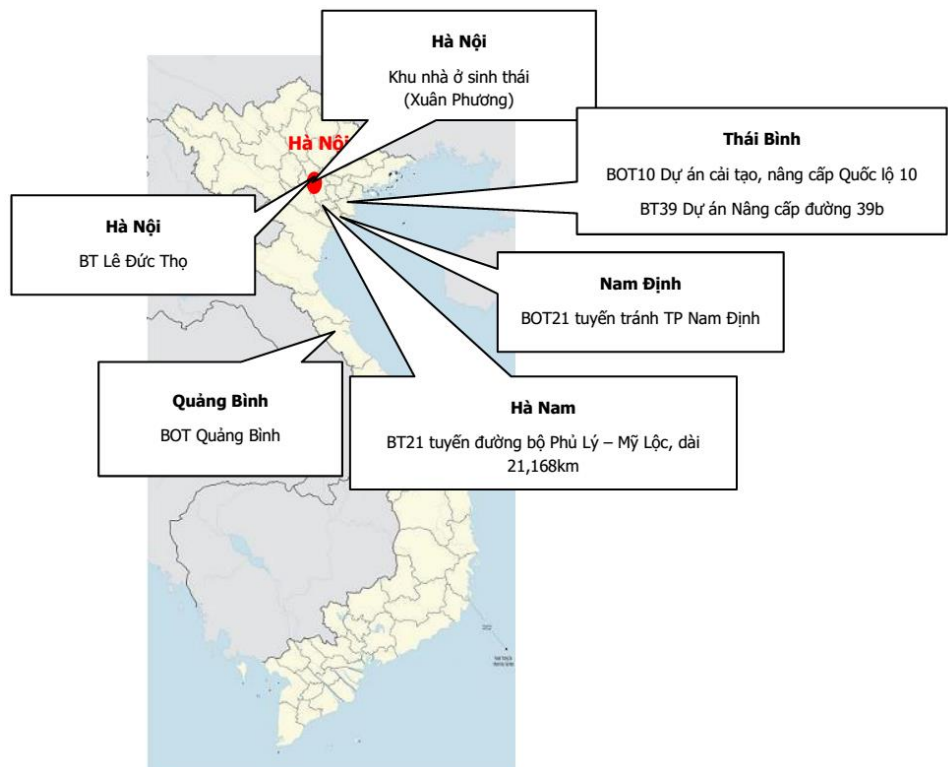
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Tasco đã vượt qua những thời điểm khó khăn nhất của chu kỳ kinh doanh

Tiền thân là doanh nghiệp Nhà nước thành lập từ năm 1971 với tên gọi Đội cầu Nam Hà và lĩnh vực kinh doanh chính là xây dựng hạ tầng giao thông, sau hơn 40 năm hoạt động và phát triển, đến nay Công ty đã tạo lập và xây dựng thương hiệu TASCOS trở thành một thương hiệu mạnh trong lĩnh vực xây lắp và là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực xây lắp hạ tầng giao thông tại khu vực miền Bắc với các công trình tiêu biểu như dự án cầu Phù Vân, dự án đầu tư xây dựng tuyến đường bộ mới đoạn Phủ Lý – Mỹ Lộc, và Công trình cải tạo, nâng cấp Quốc lộ 10 đoạn từ cầu La Uyên đi cầu Tân Đệ - Thái Bình.

Bên cạnh hoạt động kinh doanh cốt lõi, Tasco quyết định mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh và đầu tư thêm vào các dự án bất động sản nhằm tăng trưởng quy mô về doanh thu và lợi nhuận cho Công ty, như: Dự án Khu nhà ở sinh thái Xuân Phương, Dự án Văn phòng cho thuê và chung cư cao cấp tại 48 Trần Duy Hưng...

Các dự án tiêu biểu của Tasco



Tuy nhiên, giai đoạn 2010-2013, khi tình hình kinh tế trong nước suy thoái, Tasco gặp rất nhiều khó khăn trong hoạt động kinh doanh. Mặc dù doanh thu thuần ghi nhận mức tăng trưởng bình quân năm khoảng 28%, từ 838 tỷ đồng năm 2010 lên 1.776 tỷ đồng năm 2013, nhưng lợi nhuận sau thuế lại có xu hướng giảm mạnh từ 68 tỷ đồng xuống còn 12 tỷ đồng trong khoảng thời gian tương ứng, với mức suy giảm bình quân 44%/năm. Biên lợi nhuận sau thuế của Tasco giai đoạn này cũng giảm từ mức 4,4% năm 2010 và 6,6% năm 2011 xuống mức thấp 0,7% năm 2013.

Sự sụt giảm mạnh trong kết quả kinh doanh đến từ các lý do:

- Tình hình kinh tế trong nước suy thoái, đầu tư công giảm mạnh
- Thị trường bất động sản đóng băng, nợ xấu tăng cao
- Chi phí vốn thực hiện các dự án tăng cao

Thực tế này đã tác động tiêu cực đến hoạt động của Tasco, cụ thể khối lượng công việc giảm, chi phí thực hiện dự án tăng cao và nguồn thu từ bất động sản giảm mạnh đã khiến lợi nhuận của Tasco suy giảm trong giai đoạn 2010 – 2013.

Chuyển biến tích cực rõ nét từ nửa cuối 2014

Ngày 01/10/2014, Tasco đã chính thức bàn giao toàn bộ dự án BT Quốc lộ 21, đây là dự án có tổng mức đầu tư 3.800 tỷ đồng và Tasco đã hoạch toán toàn bộ phần đầu tư dự án này trong Q4/2014, khiến lợi nhuận trước thuế năm 2014 tăng đột biến lên 334 tỷ đồng, gấp gần 23 lần so với năm 2013.

Tính chung cả năm 2014, Tasco đạt doanh thu hơn 2.769 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế khoảng 258 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2014 ở mức 3.246 đồng, tăng mạnh so với mức 244 đồng năm 2013. Thực tế này giúp hoạt động kinh doanh năm 2014 của Tasco ghi nhận những kết quả tích cực, là bước đột phá đánh dấu thời kỳ phát triển mới của Tasco trong những năm tới, khi kinh tế trong nước hồi phục, đầu tư công được khuyến khích mở rộng và thị trường bất động sản đang dần hồi phục trở lại.

Kế hoạch kinh doanh tăng trưởng tốt mấy năm tới, đặc biệt kể từ 2016-2017

Tại Đại hội đồng Cổ đông thường niên 2015 tổ chức ngày 19/5/2015, Tasco đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận như sau:

Kế hoạch tài chính 2015-2017

Đơn vị: tỷ đồng

STT	Chỉ tiêu	2015F	2016F	2017F
1	Tổng doanh thu	2.316	2.642	4.441
2	Lợi nhuận sau thuế	145	208	398
3	Vốn điều lệ	1.284	1.361	1.494

Nguồn: Tasco

Số liệu cho thấy Ban điều hành Tasco rất tự tin vào triển vọng kinh doanh của Công ty trong 3 năm tới, với mức tăng trưởng gộp CAGR doanh thu khoảng 38% và CAGR lợi nhuận 66%. Chúng tôi sẽ đề cập dự phóng đầy đủ doanh thu và lợi nhuận trong phần phân tích tài chính và dự phóng bên dưới.

Tái khởi động dự án bất động sản Khu nhà ở Sinh thái tại xã Xuân Phương, Nam Từ Liêm đúng giai đoạn thị trường BĐS đang phục hồi tốt

Dự án Khu nhà ở Sinh thái tại xã Xuân Phương, Nam Từ Liêm được coi là dự án bất động sản quan trọng nhất của Tasco trong giai đoạn 2016-2017. Đây là dự án thuộc vành đai dọc sông Nhuệ của Thành phố Hà Nội, nhận đối ứng từ dự án BT Lê Đức Thọ với tổng vốn đầu tư dự kiến 2.500 tỷ đồng, diện tích sử dụng khoảng 50 ha, trong đó diện tích thương phẩm khoảng 11,6 ha.

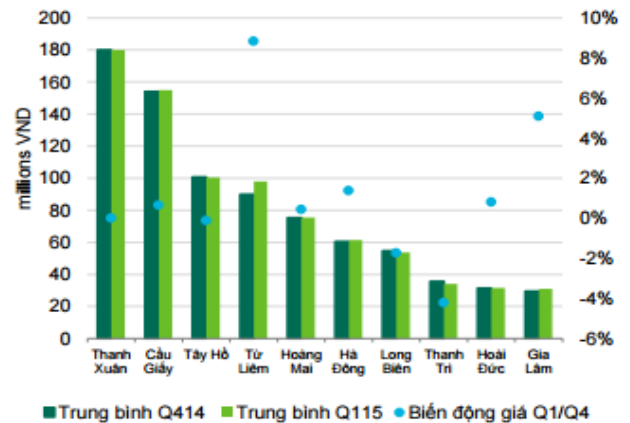
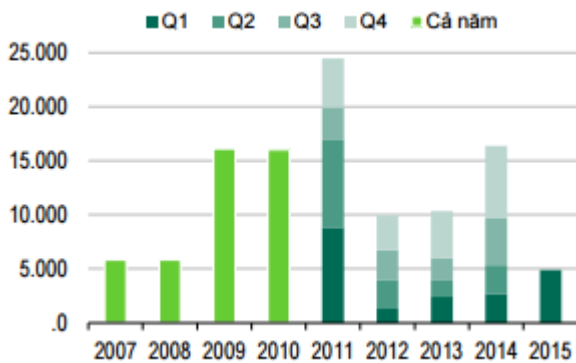
Dự án Khu nhà ở sinh thái tại xã Xuân Phương, Nam Từ Liêm



Trong cuộc gặp trao đổi với đại diện Công ty gần đây, chúng tôi được biết Tasco đã tái khởi động dự án này từ đầu tháng 5/2015 nhằm đón đầu sự hồi phục của thị trường bất động sản.

Trên thực tế, thị trường bất động sản trong nước đã và đang có những dấu hiệu tương đối khả quan. Đối với thị trường nhà ở bán, CBRE cho biết có 4.879 căn hộ được mở bán từ 18 dự án tại Hà Nội trong Q1/2015, tăng 82% so với cùng kỳ 2014, trong đó có 5 dự án là từ phân khúc cao cấp, nhiều hơn số dự án cao cấp chào bán trong bất kỳ quý nào trong giai đoạn 2012-2014. Giao dịch mua bán diễn ra khá sôi động với 3.079 căn hộ được giao dịch, tăng gấp đôi so với Q1/2014, tỷ lệ lượng giao dịch căn hộ cao cấp tăng, chiếm 26% tổng lượng giao dịch, tăng mạnh so với 14% trong quý trước. Giá bán bình quân cũng được cải thiện, đặc biệt phân khúc hạng sang và cao cấp tăng mạnh nhất với 3,5% và 5,8% QoQ.

Số căn mở bán theo quý thị trường nhà ở bán Thay đổi giá bán thứ cấp thị trường biệt thự, liền kề tại Hà Nội



Nguồn: CBRE, 2015

Bên cạnh đó, thị trường biệt thự, liền kề không ghi nhận thêm nguồn cung mới trong Q1/2015, phần nào làm giảm bớt áp lực cho toàn thị trường khi nguồn cung vẫn chiếm ưu thế so với nhu cầu. Biến động giá thứ cấp tiếp tục ghi nhận mức tăng giá quý thứ ba liên tiếp, 1,3% QoQ và 1,5% YoY, đặc biệt là quận Từ Liêm với mức tăng khoảng 8,5% YoY.

Như vậy, có thể nhận thấy rằng, với diễn biến giao dịch sôi động cùng với các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ nhằm khơi thông dòng vốn chảy vào thị trường, như Chỉ thị 01/CT-NHNN về giảm lãi suất cho vay trung dài hạn từ 1%-1,5%/năm, Thông tư 36 của NHNN về giảm hệ số rủi ro đối với các khoản tín dụng Bất động sản từ 250% xuống 150% và cho phép chủ đầu tư bán đất nền sau khi hoàn thành cơ sở hạ tầng, thị trường bất động sản vẫn đang tiếp tục trên đà hồi phục. Những thay đổi trong tiêu chuẩn nhà ở của người tiêu dùng khi nhà ở gắn liền với các dịch vụ tiện ích trong khu đô thị và chất lượng dịch vụ quản lý là một trong

những điều kiện thúc đẩy thị trường bất động sản phân khúc trung và cao cấp cũng như phân khúc biệt thự liền kề phát triển trong ngắn và trung hạn.

Trước xu hướng lạc quan của thị trường bất động sản, chúng tôi cho rằng thời điểm tái khởi động dự án Khu nhà ở sinh thái tại xã Xuân Phương của Tasco vào tháng 5 vừa qua là khá hợp lý. Con đường đi vào dự án cũng được tái thi công cùng thời điểm, và dự kiến sẽ thông cầu Xuân Phương đến đường vào Khu đô thị trong năm 2015. Đại diện Công ty cho biết cuối năm 2015 sẽ ghi nhận một phần nhỏ doanh thu từ Dự án. Năm 2016 và 2017 dự kiến sẽ đem lại nguồn thu lớn cho Doanh nghiệp.

Qua khảo sát giá xung quanh khu vực xã Xuân Phương tại một số dự án như Xuân Phương Viglacera, trên cơ sở thận trọng chúng tôi giả định giá bán tại Dự án Khu nhà ở sinh thái của Tasco khoảng 30 triệu đồng/m². Mặt khác, đại diện Doanh nghiệp cho biết chi phí giá vốn của dự án này dao động trong khoảng từ 20-22 triệu đồng/m². Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp của Dự án như sau:

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp Dự án Khu nhà ở Sinh thái, Xuân Phương

Khoản mục	2015F	2016F	2017F
Diện tích bán (m ²)	4.500	40.000	64.000
Giá bán dự kiến (triệu đồng/m ²)	30	30	30
Doanh thu (tỷ đồng)	135	1.200	1.920
Giá vốn (triệu đồng/m ²)	20	20	22
Chi phí giá vốn (tỷ đồng)	90	800	1.408
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	45	400	512

Nguồn: MBS Research

Mảng đầu tư dự án hạ tầng có triển vọng tốt, dựa trên thể mạnh cốt lõi và phù hợp với định hướng đẩy mạnh đầu tư hạ tầng của Chính phủ

Triển vọng ngành xây dựng hạ tầng

Kết cấu hạ tầng trong nước còn yếu kém là cơ sở để đẩy mạnh phát triển năng lực và nguồn công việc trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng giao thông. Thực tế cho thấy, hệ thống kết cấu hạ tầng giao thông ở Việt Nam vẫn đang ở mức dưới trung bình khi so sánh với các nước tiên tiến khác trong khu vực, trình độ và năng lực kỹ thuật còn hạn chế, chưa tạo được kết nối liên hoàn. Một số nghiên cứu chỉ ra rằng mỗi USD đầu tư vào cơ sở hạ tầng sẽ tạo ra khoảng 0,05-0,25USD, tương đương với mức tăng trưởng từ 5-25%. Bà Nguyễn Thị Thu Hà, Phó phòng PPP, Bộ Kế hoạch đầu tư cho biết hằng năm Việt Nam cần tới 40 tỷ USD đầu tư cho phát triển cơ sở hạ tầng nhưng thực tế hiện mới chỉ đáp ứng được 8 tỷ USD, như vậy Việt Nam đang thiếu hụt một khoản rất lớn cho lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng. Vì vậy, không thể phủ nhận rằng, việc đầu tư các dự án cơ sở hạ tầng giao thông sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong thời gian tới, tạo nguồn công việc dồi dào trong lĩnh vực này.

Nhu cầu đầu tư phát triển hạ tầng đường bộ 2015-2020 là hơn 230.000 tỷ đồng. Năm 2015, Chính phủ sẽ kết hợp triển khai mới 54 dự án hạ tầng giao thông cũng như đẩy mạnh tiến độ nhiều dự án cầu đường quan trọng như Quốc lộ 1A mở rộng tuyến cao tốc Bến Lức - Long Thành, Đà Nẵng - Quảng Ngãi, Hà Nội - Hải Phòng, tuyến đường sắt Cát Linh - Hà Đông, tuyến metro số 1 Suối Tiên - Bến Thành.... Trong khi đó, lĩnh vực kết cấu hạ tầng lại có sức hút tương đối lớn đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Thống kê từ Bộ Kế hoạch và Đầu tư tại báo cáo về 25 năm thu hút dòng vốn FDI (tính tới 6/2013) cho thấy trong tổng số hơn 218 tỷ USD vốn FDI đăng ký vào Việt Nam trong hơn 25 năm qua, lĩnh vực công nghiệp xây dựng chiếm tới gần 60%.

Chính sách của Nhà nước trong lĩnh vực đầu tư công bắt đầu phát huy tác dụng. Cụ thể, Luật Đầu tư công số 49/2014/QH12 thông qua ngày 18/06/2014 có hiệu lực từ ngày 01/01/2015 góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư, đảm bảo các chương trình dự án khi được phê duyệt sẽ được bố trí đủ vốn để hoàn thành, khắc phục tình trạng đầu tư dàn trải, manh

mún, tạo minh bạch trong phân bổ nguồn lực nhà nước. Ngoài ra, Nghị định số 15/2015/NĐ-CP ngày 14/02/2015 về đầu tư theo hình thức đối tác công tư (PPP) cũng bắt đầu có hiệu lực từ 10/04/2015 cũng góp phần thúc đẩy đầu tư khu vực tư nhân vào các dự án hạ tầng và dịch vụ công tại Việt Nam. Theo đó, Nghị định này đã gỡ bỏ quy định về mức vốn tối đa 70% nhà đầu tư phải bỏ ra cho dự án, thay vào đó chỉ quy định tối thiểu tỷ lệ vốn chủ sở hữu của nhà đầu tư không thấp hơn 15% tổng mức đầu tư dự án. Bên cạnh đó, các quy định về chính sách ưu đãi, đảm bảo đầu tư bao gồm: bảo lãnh vốn vay và nghĩa vụ của nhà đầu tư, thế chấp tài sản và quyền kinh doanh dự án... cũng được đề cập đến. Các quy định này phần nào khắc phục trở ngại trong việc hấp thụ đầu tư của khu vực tư nhân và dự án PPP, đồng thời chia sẻ rủi ro mà các nhà đầu tư tư nhân sẽ phải đối mặt trong quá trình thực hiện hợp đồng.

Các dự án hạ tầng của Tasco

Tasco tập trung xây dựng các dự án hạ tầng phần lớn tại các tỉnh khu vực phía Bắc, cụ thể:

Dự Án	Vốn ĐT (tỷ đồng)	Quy mô	Tiến Độ
Đang triển khai			
1. BOT Hải Phòng	2.815	Dự án đầu tư xây dựng công trình cải tạo, nâng cấp Quốc lộ 10 đoạn Km25+500 cuối cầu Quán Toan đến đoạn Km58+200 cầu Nghìn (Hải Phòng)	<ul style="list-style-type: none"> Đã khởi công xây dựng từ đầu tháng 5/2015, dự kiến bàn giao trong năm 2017. Thời điểm thu phí dự kiến 01/01/2018, trong 15 năm.
2. BT Lê Đức Thọ	1.091	Xây dựng tuyến đường từ đường Lê Đức Thọ đến Khu nhà ở sinh thái tại xã Xuân Phương (điểm cuối giao với đường 70), tổng chiều dài 3,51Km	<ul style="list-style-type: none"> Đã hoàn thành bàn giao đưa vào sử dụng 800m đầu tuyến. Đã triển khai thi công tiếp từ đầu tháng 05/2015. Dự kiến đến Q2/2016 sẽ hoàn thành toàn bộ tuyến Dự kiến thông cầu Xuân Phương đến Khu đô thị Nhà ở sinh thái tại Xuân Phương trong năm 2015
3. BT39	1.882	Dự án xây dựng công trình cải tạo, nâng cấp đường 39b đoạn từ thị trấn Thanh Nê, huyện Kiến Xương đến thị trấn Diêm Điền, huyện Thái Thụy. Tổng chiều dài tuyến là 22,8Km	<ul style="list-style-type: none"> Dự án đã thi công cơ bản hoàn thành Dự kiến đưa vào sử dụng trước 30/6/2015
4. BOT39	500	Dự án xây dựng công trình cải tạo, nâng cấp đường 39b đoạn từ thị trấn Thanh Nê, huyện Kiến Xương đến thị trấn Diêm Điền, huyện Thái Thụy. Tổng chiều dài tuyến là 16,62Km	<ul style="list-style-type: none"> Đã tiến hành thi công cuối tháng 4/2015 Dự kiến hoàn thành đưa vào sử dụng trong tháng 12/2015 và thu phí từ 01/01/2016
Đã triển khai và tiếp tục thu hồi vốn			
5. BOT Quảng Bình	1.983	Dự án đầu tư xây dựng công trình mở rộng QL1 Đoạn Km597+549-Km605+000 và đoạn Km617+000-Km641+000 Tỉnh Quảng Bình; Tổng chiều dài 29,21Km	<ul style="list-style-type: none"> Dự án đã hoàn thành và đưa vào khai thác ngày 01/06/2015 Thu phí trong gần 22 năm
6. BOT10	594	Dự án cải tạo, nâng cấp QL10 (Km92+900-Km98+400) đoạn	<ul style="list-style-type: none"> Hiện dự án đã hoàn thành và đã thực hiện thu phí hoàn vốn từ

		từ cầu La Uyên đi cầu Tân Đệ - Vũ Thư. Tổng chiều dài tuyến 5,5Km	tháng 4/2009, thu phí trong 14 năm
7. BOT21	487	Đoạn tuyến tránh tp Nam Định từ QL10 đến thị trấn Mỹ Lộc thuộc dự án xây dựng tuyến đường bộ mới Nam Định – Phủ Lý. Tổng chiều dài tuyến 3,9Km	▪ Dự án đã hoàn thành thành và đã thực hiện thu phí hoàn vốn từ tháng 8/2009, thu phí trong 23 năm
8. BT21	3.801	Dự án xây dựng tuyến đường bộ mới đoạn Phủ Lý – Mỹ Lộc. tổng chiều dài tuyến khoảng 21,168Km.	▪ Dự án đã hoàn thành và thông xe tháng 1/2014. Đồng thời đã bàn giao cho cơ quan Nhà nước có thẩm quyền từ 1/10/2014.

Nguồn: Tasco

Dựa trên một số các Hợp đồng BOT mà Tasco cung cấp, cùng với một số thông tư Chính phủ ban hành có kèm biểu thu phí như Thông tư 172/2014/TT-BTC (trạm Tân Đệ) và Thông tư số 36/2013/TT-BTC (trạm Mỹ Lộc), chúng tôi đưa ra số liệu về biểu thu phí và dự phóng lượng xe trên mỗi trạm cùng với doanh thu và lợi nhuận gộp tại các Dự án BOT như sau:

Biểu thu phí dự kiến giai đoạn 2015-2017

Đơn vị: đồng/xe/lượt

	2015F	2016F	2017F
BOT Quảng Bình			
Xe con, xe dưới 16 ghế, xe tải < 2 tấn	20.000	35.000	35.000
Xe từ 17-35 ghế	30.000	50.000	50.000
Xe trên 35 ghế, xe tải trung	44.000	75.000	75.000
Xe 3 trục	80.000	140.000	140.000
Xe > 3 trục	160.000	210.000	210.000
BOT39, BOT 10 và BOT21			
Xe con, xe dưới 12 ghế, xe tải < 2 tấn	30.000	35.000	35.000
Xe từ 13-30 ghế, xe tải 2-4 tấn	40.000	50.000	50.000
Xe trên 30 ghế, xe tải > 4 tấn	50.000	75.000	75.000
Xe tải từ 10-18 tấn	80.000	140.000	140.000
Xe tải > 18 tấn	160.000	200.000	200.000

Nguồn: Tasco và MBS tổng hợp

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp:

Đơn vị: tỷ đồng

	2015F	2016F	2017F
1. BOT Quảng Bình			
Xe con, xe dưới 16 ghế, xe tải < 2 tấn (xe)	409.000	763.945	817.421
Xe từ 17-35 ghế (xe)	37.000	69.350	74.205
Xe trên 35 ghế, xe tải trung (xe)	354.000	648.970	694.398
Xe 3 trục (xe)	145.000	266.085	284.711
Xe > 3 trục (xe)	168.000	309.155	330.796
Hệ số giảm LLX (do kể đến vé tháng, vé quý)	95%	95%	95%
Doanh số	55	156	167
Lợi nhuận gộp	7	19	20

2. BOT 39			
Xe con, xe dưới 12 ghế, xe tải < 2 tấn (xe)		750.000	798.750
Xe từ 13-30 ghế, xe tải 2-4 tấn (xe)		250.000	266.250
Xe trên 30 ghế, xe tải > 4 tấn (xe)		150.000	159.750
Xe tải từ 10-18 tấn (xe)		60.000	63.900
Xe tải > 18 tấn (xe)		20.000	21.300
Hệ số giảm LLX (do kể đến vé tháng, vé quý)		80%	80%
Doanh số		45	48
Lợi nhuận gộp		10	11
3. BOT 10 – Trạm Tân Đê			
Xe con, xe dưới 12 ghế, xe tải < 2 tấn (xe)	771.446	825.448	879.102
Xe từ 13-30 ghế, xe tải 2-4 tấn (xe)	280.871	300.532	320.066
Xe trên 30 ghế, xe tải > 4 tấn (xe)	226.916	242.800	258.582
Xe tải từ 10-18 tấn (xe)	99.263	106.211	113.115
Xe tải > 18 tấn (xe)	178.082	190.548	202.934
Doanh số	75	105	111
Lợi nhuận gộp	13	18	19
4. BOT 21 – Trạm Mỹ Lộc			
Xe con, xe dưới 12 ghế, xe tải < 2 tấn (xe)	1.377.180	1.473.583	1.576.733
Xe từ 13-30 ghế, xe tải 2-4 tấn (xe)	382.300	409.061	437.695
Xe trên 30 ghế, xe tải > 4 tấn (xe)	192.080	205.526	219.912
Xe tải từ 10-18 tấn (xe)	23.540	25.188	26.951
Xe tải > 18 tấn (xe)	13.740	14.702	15.731
Doanh số	64	85	91
Lợi nhuận gộp	12	16	17
5. BT39			
Doanh thu	1.219		
Lợi nhuận gộp	183		

Nguồn: Tasco và MBS Research

Mảng xây lắp truyền thống tiếp tục đóng góp doanh thu và lợi nhuận ổn định

Như chúng tôi đã đề cập ở trên, thị trường bất động sản trong nước đang có những dấu hiệu khả quan và dự kiến sẽ tiếp tục giai đoạn phục hồi trong thời gian tới. Điều này đã tạo điều kiện cho lĩnh vực hoạt động xây lắp trong nước phát triển trở lại. Mặt bằng lãi suất thấp, dao động quanh 10% - mức thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây tạo điều kiện hỗ trợ về vốn cho các doanh nghiệp xây lắp, với đặc thù kinh doanh đòi hỏi nguồn vốn lớn trong quá trình xây dựng, đồng thời giúp các doanh nghiệp giảm bớt chi phí do các khoản nợ từ ngân hàng là tương đối lớn.

Qua trao đổi với đại diện Tasco, Công ty hiện đã thành lập Ban ODA với mục đích chủ động tìm kiếm nguồn công việc từ các Dự án ODA bên cạnh các công trình được chỉ định thầu từ cơ quan Nhà nước. Công ty cũng nâng mức sở hữu của mình tại Tổng Công ty Thăng Long – đơn vị xây dựng cầu đường hàng đầu của Việt Nam - từ gần 4 triệu cổ phần lên gần 15 triệu cổ phần, tương ứng 35% vốn điều lệ của Tổng Công ty Thăng Long. Việc trở thành cổ đông lớn của Thăng Long sẽ tạo điều kiện cho Tasco tham gia thầu xây lắp cho các dự án ODA, góp phần duy trì nguồn thu từ lĩnh vực xây lắp truyền thống của Công ty.

Tasco cho biết mảng kinh doanh xây lắp truyền thống đem lại nguồn thu hằng năm từ 700-800 tỷ đồng/năm. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của hoạt động kinh doanh này là không lớn, khoảng 8%-9%. Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận hoạt động xây lắp của Tasco như sau:

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận hoạt động xây lắp 2015 - 2017

Đơn vị: Tỷ đồng	2015F	2016F	2017F
Doanh thu	750	765	780
Lợi nhuận gộp	64	65	66

Nguồn: MBS Research

Mảng kinh doanh mới đầu tư và vận hành trạm thu phí không dừng mở ra triển vọng tăng trưởng lợi nhuận ổn định bền vững

BIDV và Tasco ký thỏa thuận khung về tổ chức thu phí không dừng kiểm soát tải trọng xe tại một số trạm thu phí trên Quốc lộ 1 với liên danh Tổng Công ty Xây dựng công trình giao thông 4 (Cienco 4) – Tổng Công ty 319 và CTCP Trường Thịnh. Theo thỏa thuận này, việc thu phí cho các nhà đầu tư BOT trên QL1 sẽ được giao cho tổ chức thu phí làm đầu mối. Đây là dự án đầu tiên mà Tasco thực hiện theo chủ trương về triển khai công nghệ thu phí tự động không dừng kiểm soát tải trọng xe trên QL1.

Theo phương án thu phí không dừng các phương tiện sẽ được cấp miễn phí thẻ định danh e-Tag lúc đăng kiểm. Khi qua các trạm, thẻ định danh sẽ tích hợp với thiết bị thu phí trên toàn tuyến. Cùng với thiết bị thu phí tự động, Tasco vẫn tiến hành thu phí lướt để phục vụ chủ phương tiện chưa có thẻ định danh. Sau 5 năm triển khai kết hợp thu phí không dừng và 1 dừng, toàn bộ các trạm trên các tuyến chỉ còn thu phí không dừng, chi phí quản lý do đó sẽ giảm đáng kể.

Mảng dịch vụ thu phí này sẽ mang lại lợi nhuận bền vững cho Tasco trong những năm tới do nhu cầu sử dụng ô tô của người dân đang có xu hướng tăng, đặc biệt từ năm 2018 khi Việt Nam giảm thuế nhập khẩu ô tô từ năm 2018 theo cam kết WTO.

Tổng mức đầu tư của dự án này ước tính khoảng 2.000 tỷ đồng với quy mô xây dựng trung tâm điều hành và 35 trạm thu phí. Tính đến thời điểm hiện tại, ba trạm thí điểm thu phí không dừng gồm trạm Quảng Bình, Hoàng Mai, và Quốc lộ 14 về cơ bản đã triển khai xong. Đại diện Công ty cho biết 35 trạm đang được tiến hành thiết kế đại trà. Sau khi thống nhất phương án với Bộ Giao thông, Công ty sẽ ký hợp đồng xây dựng theo hình thức BOO (Xây dựng – Sở hữu – Kinh doanh). Tasco dự kiến hoàn thành 17 trạm thu phí trong năm 2015, đến 2016 hoàn thành toàn bộ các trạm trên toàn bộ QL1 và QL14.

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp dự án thu phí không dừng

Chúng tôi giả định rằng tổng thu phí bình quân 1 trạm trong năm 2015 là 194 tỷ đồng/năm. Tốc độ tăng trưởng thu phí hằng năm là 6%. Tasco thực hiện thu phí quản lý 7% trên tổng doanh thu thu phí, tỷ lệ trượt giá 8%/năm kể từ 2016. Tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2015 và 2016 là 16%, năm 2017 là 20%.

Đơn vị: Tỷ đồng

Khoản mục	2015F	2016F	2017F
Tổng thu phí bình quân 1 trạm	194	206	218
Số trạm thu phí	7	25	35
Doanh thu phí quản lý	40	389	577
Lợi nhuận gộp	6	62	115

Nguồn: MBS Research

DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH

Mô hình dự báo lợi nhuận (earnings model)

Hoạt động sản xuất kinh doanh của Tasco tập trung vào ba lĩnh vực chính: xây lắp truyền thống, xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông, và bất động sản. Tại các phần trước, chúng tôi đã dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp của hai hoạt động xây lắp và hạ tầng giao thông, đồng thời nhấn mạnh vào dự án Khu Nhà ở sinh thái tại Xuân Phương, Nam Từ Liêm – Dự án được coi là sẽ đem lại nguồn thu lớn cho doanh nghiệp trong hai năm 2016 và 2017.

Chúng tôi lưu ý rằng, riêng trong lĩnh vực bất động sản, ngoài Dự án nổi bật Khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương, trong thời gian tới Tasco cũng sẽ triển khai thêm các dự án Khu nhà ở Văn phòng TW Đảng và Báo Nhân dân và Dự án 48 Trần Duy Hưng.

- Đối với Dự án Khu nhà ở Văn phòng TW Đảng, Tasco dự kiến xây dựng 4 tòa chung cư, trong đó từ tầng 1 đến tầng 16 bàn giao cho các cán bộ thuộc TW Đảng và Báo Nhân dân, tầng 17 đến tầng 20 sẽ được Tasco triển khai kinh doanh bán cho khách hàng với tổng mức đầu tư khoảng 800 tỷ đồng. Dự án này dự kiến sẽ bàn giao toàn bộ vào giữa năm 2017.
- Đối với Dự án 48 Trần Duy Hưng, Tasco dự kiến khởi công vào cuối năm 2015, thủ tục chuẩn bị đầu tư về cơ bản đã gần hoàn thiện. Dự án cao 25 tầng với diện tích sàn khoảng 30.000m² với tổng mức đầu tư khoảng 500 tỷ đồng dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu trong năm 2017.

Chúng tôi **dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp của Tasco trong giai đoạn 2015-2017** như sau:

Đơn vị: Tỷ đồng	2015F	2016F	2017F
Xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông (bao gồm cả BT và BOT)			
Doanh thu	1.412	392	418
Lợi nhuận gộp	214	63	67
Thu phí không dừng trên QL1 và QL14			
Doanh thu	40	389	577
Lợi nhuận gộp	6	62	115
Xây lắp truyền thống			
Doanh thu	750	765	780
Lợi nhuận gộp	64	65	66
Kinh doanh bất động sản			
<i>Khu Nhà ở sinh thái tại Xuân Phương, Nam Từ Liêm</i>			
Doanh thu	135	1.200	1.920
Lợi nhuận gộp	45	400	512
<i>Khu Nhà ở VP TW Đảng và Báo Nhân dân</i>			
Doanh thu		215	702
Lợi nhuận gộp		13	57
<i>Dự án 48 Trần Duy Hưng</i>			
Doanh thu			420
Lợi nhuận gộp			108
<i>Dự án Pháp Vân</i>			
Doanh thu			210
Lợi nhuận gộp			15
<i>Dự án Văn Canh</i>			

Doanh thu	3	46	
Lợi nhuận gộp	0,2	2,8	
Giảm giá hàng bán	(15)	(20)	(33)
Tổng			
Doanh thu thuần	2.325	2.987	4.994
Lợi nhuận gộp	314	586	906

Nguồn: Tasco và MBS dự phóng

Chúng tôi cũng giả định rằng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp chiếm khoảng 2% trên tổng doanh thu thuần giai đoạn 2015 và 2016. Bước sang năm 2017 dự án Xuân Phương đẩy mạnh bán hàng khiến chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp chiếm 3,5% trên tổng doanh thu thuần.

Để đảm bảo hoạt động kinh doanh được diễn ra ổn định và liên tục, chúng tôi giả định rằng tỷ lệ duy trì tiền mặt tối thiểu của Công ty là 5% trên doanh thu thuần. Đầu tư tài sản cố định với tỷ lệ Vốn vay/Vốn chủ sở hữu là 68%:32% trong giai đoạn 2015-2017 với lãi vay bình quân khoảng 9,5%/năm.

Năm 2015, thuế suất thuế TNDN là 22% và giảm xuống 20% từ năm 2016, theo Nghị định số 218/2013/NĐ-CP.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HUT với giá mục tiêu là 20.500 đồng (cao hơn 45% so với mức giá hiện tại 14.100 đồng), dựa trên phương pháp định giá từng phần (Sum of the Parts) đối với các hoạt động kinh doanh của Tasco. Là Công ty hoạt động trong lĩnh vực bất động sản, xây lắp truyền thống kết hợp với xây dựng dự án hạ tầng giao thông theo các hình thức BT, BOT..., chúng tôi cho rằng việc sử dụng một phương pháp định giá sẽ không phản ánh đúng bản chất hoạt động của Doanh nghiệp.

Đối với hoạt động kinh doanh bất động sản và xây dựng hạ tầng giao thông theo hình thức BT, đặc thù kinh doanh là doanh thu và dòng tiền đem lại từ dự án không đều và chủ yếu tập trung tại một hoặc một số thời điểm nhất định. Do vậy, đối với hai hoạt động kinh doanh này, chúng tôi lựa chọn phương pháp định giá tài sản ròng để xác định giá trị của Doanh nghiệp.

Đối với lĩnh vực xây dựng công trình hạ tầng giao thông theo hình thức BOT và thực hiện thu phí hoàn vốn cũng như hoạt động xây lắp truyền thống, nguồn thu đem lại tương đối ổn định. Vì vậy, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E để xác định giá mục tiêu đối với cổ phiếu HUT trong hoạt động thu phí và xây lắp truyền thống.

Trên cơ sở định giá từng phần đối với hoạt động doanh nghiệp, chúng tôi tổng hợp và xác định được giá trị mục tiêu đối với cổ phiếu HUT.

Định giá theo phương pháp tài sản ròng (NAV) đối với hoạt động kinh doanh bất động sản và xây dựng dự án hạ tầng giao thông theo hình thức BT

Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 35% trên giá trị NAV để xác định giá mục tiêu của cổ phiếu HUT trong hai hoạt động này.

Các dữ liệu đầu vào và giả định chính:

- Khu nhà ở sinh thái tại xã Xuân Phương, Xuân Phương, Nam Từ Liêm, Hà Nội:
 - Diện tích thương phẩm: 11,5 ha
 - Giá trị đất dự kiến: 30 triệu/m²
 - Chi phí còn phải thực hiện (theo kế hoạch của Doanh nghiệp): 2.400 tỷ đồng, trong đó bao gồm 250 tỷ đồng cho việc hoàn thiện hạ tầng khu đô thị và 450 tỷ đồng cho xây dựng đoạn đường Lê Đức Thọ đi vào Dự án, và các chi phí đã phát sinh nhưng chưa đủ điều kiện ghi nhận chi phí
- Đối với Dự án BT39: ROE dự kiến 15%, tỷ lệ vốn vay/VCSH là 85%:15%.
- Dư nợ phải trả đối với các dự án BOT tính đến thời điểm hiện tại như sau:

Khoản mục	Giá trị (tỷ đồng)
BOT Quảng Bình	1.238
BOT10	400
BOT21	230
Tổng nợ phải trả	1.868

Nguồn: Tasco

Giá trị cổ phiếu HUT đối với hoạt động kinh doanh bất động sản và xây dựng dự án theo hình thức BT:

Khoản mục	Giá trị (tỷ đồng)
Tổng tài sản (không bao gồm các dự án BOT) (1)	4.213
Lợi nhuận ròng Dự án BT39 (2)	42
Lợi nhuận ròng Dự án Khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương (3)	391
Tổng nợ phải trả (không bao gồm nợ phải trả các dự án BOT) (4)	2.586
NAV = (1) + (2) + (3) - (4)	2.060
Số lượng cổ phiếu	128.405.190
NAV/cổ phiếu (VND)	16.043
Chiết khấu	35%
Giá trị áp dụng NAV/cổ phiếu (VND)	10.400

Phân tích độ nhạy:

Chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy giá trị áp dụng NAV/cổ phiếu của Tasco theo sự thay đổi của giá đất Khu nhà ở sinh thái (Xuân Phương) và mức chiết khấu trên NAV của Tasco.

		Giá trị áp dụng NAV/cổ phiếu				
		Giá đất Khu nhà ở sinh thái (Xuân Phương) dự kiến (triệu VND/m ²)				
		26	28	30	32	34
Chiết khấu trên NAV	40%	7.477	8.551	9.626	10.701	11.775
	38%	7.726	8.836	9.947	11.057	12.168
	35%	8.100	9.264	10.428	11.592	12.757
	32%	8.473	9.691	10.909	12.127	13.345
	30%	8.723	9.976	11.230	12.484	13.738

Định giá theo phương pháp so sánh đối với hoạt động thu phí và xây lắp truyền thống

Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận ròng từ các dự án thu phí và hoạt động xây lắp như sau:

Khoản mục	ROE
Dự án thu phí không dừng	14%
BOT Quảng Bình	12%
BOT 39	14%
BOT 10	15%
BOT 21	18%
Hoạt động xây lắp	4%

Nguồn: Tasco và MBS dự phóng

Chúng tôi lựa chọn ra 3 công ty có lĩnh vực hoạt động và mô hình kinh doanh khá tương đồng với hoạt động kinh doanh này của Tasco, bao gồm: CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật (IJC), CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP. Hồ Chí Minh (CII), và CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO (HTI).

Công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá ngày 08/06/2015	LTM EPS	LTM P/E
CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP. Hồ Chí Minh (CII)	4.531	23.200	3.428	6,8x
CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật (IJC)	3.181	11.600	897	12,9x
CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO (HTI)	349	14.000	1.663	8,4x
Trung bình				9,4x

Nguồn: Bloomberg, MBS tổng hợp

Do dự án BOT Quảng Bình bắt đầu có nguồn thu phí ổn định từ năm 2016, do vậy chúng tôi áp dụng EPS dự phóng 2016 đối với hoạt động thu phí và xây lắp là 1.078 đồng và mức P/E bình quân 9,4x và để xác định giá mục tiêu đối với cổ phiếu này.

Tổng hợp các phương pháp định giá

Trên cơ sở tổng hợp phương pháp định giá đối với từng mảng hoạt động của Doanh nghiệp, chúng tôi xác định được giá mục tiêu 12 tháng đối với cổ phiếu HUT là 20.500 đồng.

Phương pháp định giá	Giá trị (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)
NAV	10.400	20.500
P/E	10.100	
Upside		45%

Liên hệ

Research: Nguyễn Quỳnh Hoa Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn Tel: +84 934978887	Institutional Sales: Gordon Edward Alexander Email: Gordon.Edward@mbs.com.vn Tel: +84 904017141
--	--

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
 ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
 Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.