

CÔNG TY CỔ PHẦN TASCO (HUT)

Báo cáo cập nhật 29/09/2015

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	16.400
Tiềm năng tăng giá	53%
Cổ tức (VND)	1.500
Lợi suất cổ tức	14%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 29/09/2015

Giá hiện tại (VND)	10.700
Số lượng CP niêm yết	128.403.733
Số lượng CP lưu hành	128.403.733
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.374
Khoảng giá 52 tuần	8.100 – 15.400
KLGDTB 6 tháng	956.096
GTGDTB 6 tháng (VND bn)	12,4
% sở hữu nước ngoài	20,6%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Số lượng được phép sở hữu	62.917.829
Số lượng còn được phép mua	36.460.949

Cơ cấu cổ đông

Sở hữu Nhà nước	0%
Mutual Fund Elite (NON UCITS)	9,4%
Phạm Quang Dũng	5,7%
Nguyễn Thị Thu	7,6%
Mai Trọng Thịnh	6,8%
Lucerne Enterprise Ltd.	4,5%
Asean Small Cap Fund	3,8%
Khác	62,3%

Nguồn: MBS tổng hợp

Analyst

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Tel: +84 934978887

DỰ ÁN ĐƠN VỊ SỐ 1 ĐƯỢC CẤP PHÉP CHỨNG NHẬN ĐẦU TƯ

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Đơn vị: Tỷ đồng	2013	2014	2015F	2016F
Doanh thu thuần	1.776	2.762	2.260	4.971
LNTT	16	335	198	1.063
LNST	12	258	179	839
EPS (VND)	244	3.246	1.394	3.245
BVPS (VND)	14.540	16.320	11.548	12.015
P/E kỳ vọng			7,7x	3,3x
P/B kỳ vọng			0,9x	0,9x
Cổ tức (VND)			1.500	2.000
ROA	0%	5%	3%	10%
ROE	2%	20%	12%	27%

Nguồn: Tasco & MBS Research

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 12 tháng mới là **16.400 đồng/cổ phiếu (cao hơn 53% so với mức giá hiện tại là 10.700 đồng/cổ phiếu)**. Trên cơ sở hạch toán doanh thu và lợi nhuận từ dự án BT39 và một phần Dự án Khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2015 của Tasco đạt tương ứng khoảng 2.260 tỷ đồng và 179 tỷ đồng.

Chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng trưởng của Tasco là tương đối lớn, đặc biệt sau khi Dự án Đơn vị số 1 tại Xuân Phương được cấp giấy chứng nhận đầu tư trong thời gian gần đây. Đây sẽ là dự án gối đầu lớn sau Dự án Khu nhà ở sinh thái của Tasco trong giai đoạn 2017-2018.

THÔNG TIN CẬP NHẬT

- **Dự án bất động sản Khu nhà ở sinh thái Xuân Phương dự kiến hoàn thiện giai đoạn 1 khoảng 18ha trong Q4 2015.** Tính đến thời điểm hiện tại, Tasco đã hoàn thành san lấp mặt bằng giai đoạn 1 của dự án – với diện tích khoảng 18ha, bao gồm khoảng 300 căn biệt thự, nhà phố và liền kề – và đang tiến hành thi công hệ thống cọc nhà. Giá bán dự án ước tính khoảng 40-42 triệu đồng/m².
- **Dự án Đơn vị số 1 tại Xuân Phương được cấp phép đầu tư.** Đây là Dự án được hoàn vốn từ Dự án BT Lê Đức Thọ, bên cạnh hai Dự án Khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương và Dự án 48 Trần Duy Hưng. Dự án này có diện tích khoảng 30 ha, trong đó diện tích đất thương phẩm khoảng 10ha. Hiện tại các thủ tục pháp lý liên quan đến dự án đang được Tasco gấp rút chuẩn bị và hoàn thiện.
- **Kết quả kinh doanh 9T/2015 Công ty mẹ.** Đại diện Tasco cho biết tính riêng Q3/2015, Công ty mẹ đạt khoảng 159 tỷ đồng doanh thu và 6,7 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Như vậy, tính chung 9 tháng đầu năm 2015, Công ty mẹ ước đạt gần 470 tỷ đồng doanh thu và 18 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, giảm tương ứng khoảng 9% và 22% so với cùng kỳ năm 2014. Tuy nhiên, Công ty cũng cho biết doanh thu và lợi nhuận sẽ chủ yếu tập trung trong Q4 2015, đảm bảo hoàn thành kế hoạch đề ra, do Dự án BT39 và một phần Dự án Khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương được ghi nhận

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi điều chỉnh định giá mục tiêu của cổ phiếu HUT xuống còn 16.400 đồng dựa trên phương pháp định giá từng phần, thay vì mức giá 17.300 trước đó, do số lượng cổ phiếu dự kiến trong năm 2016 điều chỉnh tăng lên 258 triệu so với mức kế hoạch 216 triệu ban đầu. Mức giá mục tiêu 16.400 đồng tương đương mức P/E 5,1 lần theo EPS ước tính 2016 và phản ánh đầy đủ hơn về việc phát hành tăng vốn của Tasco trong giai đoạn sắp tới.

RỦI RO

Rủi ro pha loãng cổ phiếu. Để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động kinh doanh bất động sản, dự kiến Tasco sẽ phải tăng vốn khá mạnh trong mấy năm tới, có thể dẫn tới rủi ro pha loãng cổ phiếu nếu tăng trưởng lợi nhuận không đạt được theo kế hoạch.

Triển vọng lợi nhuận có thể bị ảnh hưởng nếu các dự án không được triển khai theo đúng kế hoạch do phức tạp trong quy trình chuẩn bị thực hiện dự án hoặc khan hiếm dòng tiền khiến thời gian thực hiện có thể bị kéo dài. 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)	2015E	2016E
Doanh thu thuần	2.260	4.971
Giá vốn hàng bán	1.975	3.603
hi phí bán hàng & QLDN	45	150
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	239	1.219
Chi phí lãi vay	47	168
Lợi nhuận khác	5	11
Lợi nhuận trước thuế	198	1.063
Chi phí thuế TNDN	19	206
Lãi (lỗ) từ hoạt động liên kết	0	(18)
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0
LNST cổ đông công ty mẹ	179	839
EPS (VND)	1.394	3.245

Bảng Cân Đối Kế Toán (tỷ VND)	2015E	2016E
Tài sản ngắn hạn		
Tiền & tương đương tiền	1.555	1.793
Khoản phải thu	1.017	2.237
Hàng tồn kho	50	92
Chi phí trả trước, TSNH khác	209	411
Tổng tài sản ngắn hạn	2.831	4.532
Tài sản dài hạn		
Tài sản cố định hữu hình	646	2.447
Tài sản cố định vô hình	0	0
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	3.898	2.017
Tài sản dài hạn khác	139	121
Tổng tài sản dài hạn	4.683	4.585
Tổng tài sản	7.513	9.117

Nợ ngắn hạn		
Phải trả người bán	194	354
Vay ngắn hạn	0	0
Nợ dài hạn đến hạn trả	670	377
Nợ khác	816	1.388
Tổng nợ ngắn hạn	1.680	2.119
Nợ dài hạn		
Vay nợ dài hạn	3.167	2.710
Nợ dài hạn khác	1.152	1.152
Tổng nợ dài hạn	4.319	3.861
Tổng nợ phải trả	5.999	5.980
Vốn chủ sở hữu		
Vốn đầu tư của CSH và thặng dư vốn CP	1.288	2.588
Lợi nhuận giữ lại	148	470
Các quỹ khác	47	47
Lợi ích cổ đông thiểu số	32	32
Tổng nguồn vốn	7.513	9.117

Báo cáo dòng tiền (tỷ VND)	2015E	2016E
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH		
Lợi nhuận ròng	179	839
Điều chỉnh cho các khoản		
Khấu hao	48	181
Thay đổi VLĐ	63	(732)
Lãi (lỗ) từ HĐ đầu tư	0	18
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	290	305
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ		
Chi mua sắm TSCĐ, TSDH	(8)	(1.982)
Thay đổi trong chi phí XDCBDD	(476)	1.881
Thu từ thanh lý, nhượng bán tài sản	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ đầu tư	(484)	(101)
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH		
Phát hành cổ phiếu và thặng dư vốn CP	200	1.300
Tiền thu từ vay nợ	1.305	(750)
Chi trả cổ tức	(193)	(517)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	1.313	33
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1.119	237
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	436	1.555
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1.555	1.793

Hệ số tài chính	2015E	2016E
Hệ số thanh khoản		
Hệ số thanh toán hiện thời	2,8x	2,6x
Hệ số thanh toán nhanh	1,5x	1,0x
Hệ số hoạt động		
ROIC	3,3%	14,7%
Hệ số đòn bẩy		
Hệ số nợ/EBITDA	1335%	220%
Khả năng thanh toán lãi vay	5,1x	7,3x
Hệ số sinh lời		
Tỷ suất EBIT/Doanh thu	10,6%	24,5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng/đoanh thu	7,9%	16,9%
ROA	2,4%	9,2%
ROE	11,8%	27,3%
Hệ số khác		
Lợi nhuận ròng/CP (EPS) (VND)	1.394	3.245
Giá trị sổ sách cổ phần (BVPS) (VND)	11.548	12.015
P/E	7,7x	3,3x
P/B	0,9x	0,9x

Nguồn: MBS Research

MỤC LỤC

CẬP NHẬT	5
Dự án khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương – giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành trong Q4 2015	
Phê duyệt Dự án đơn vị số 1 tại Xuân Phương	6
Bộ GTVT phê duyệt đề xuất Dự án triển khai Trạm thu phí không dừng	7
Cập nhật dự phóng các mảng hoạt động kinh doanh khác	7
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG	8
Mô hình dự báo lợi nhuận	8
Bảng cân đối kế toán	8
ĐỊNH GIÁ	9
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	9
Định giá theo phương pháp so sánh đối với hoạt động thu phí và xây lắp truyền thống	11
Tổng hợp các phương pháp định giá	12

CẬP NHẬT

Dự án khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương – giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành trong Q4 2015

Hoàn thành san lấp mặt bằng phần diện tích khoảng 18ha của Dự án: Công tác xây dựng hạ tầng cho dự án khu nhà ở sinh thái Xuân Phương hiện đang được Tasco gấp rút triển khai. Tính đến thời điểm hiện tại, Tasco đã hoàn thành san lấp mặt bằng giai đoạn 1 của dự án – với diện tích khoảng 18ha, bao gồm khoảng 300 căn biệt thự, nhà phố và liền kề – và đang tiến hành thi công hệ thống cọc nhà. Đại diện Tasco cho biết khu vực này sẽ hoàn thành hạ tầng trong Q4 2015, *toàn bộ hạ tầng của khu đô thị vẫn dự kiến sẽ xong trước ngày 30/06/2016, phần nhà chậm nhất đến 31/12/2016 sẽ hoàn thiện 813 căn theo dự kiến.*

Biểu 1: Một số hình ảnh thi công tại Dự án Khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương



Nguồn: MBS Research

Đổi với dự án BT Lê Đức Thọ: Hiện Công ty đã thi công xong 800m trên tổng số 3,51 km của dự án. Như chúng tôi đã đề cập đến trong báo cáo trước, cầu Xuân Phương bắc qua Sông Nhuệ cũng đã được hoàn thành, có thể đi lại giữa hai bên cầu. Tuy nhiên, dự án vẫn còn một khu vực gồm 46 hộ dân chưa được giải phóng mặt bằng, trong đó có 24 hộ đã lên thỏa thuận đền bù xong. *Dự kiến công tác giải phóng mặt bằng khu vực này sẽ kết thúc trong tháng 12/2015. Do vậy, đến Q1/2016, Tasco sẽ tiến hành thông đường đến khu đô thị, thay vì cuối tháng 11/2015 như kế hoạch trước đó.*

Biểu 2: Một số hình ảnh thi công tại cầu Xuân Phương

Đoạn giải phóng mặt bằng cầu Xuân Phương



Cầu Xuân Phương đoạn đã hoàn thành



Nguồn: MBS Research

Thay đổi giá vốn và giá bán Dự án: Trao đổi với đại diện Tasco, chúng tôi được biết rằng kế hoạch mở bán của dự án Khu nhà ở sinh thái ra thị trường có sự thay đổi. Cụ thể, thay vì

kéo dài kế hoạch bán từ năm 2015-2017 như đã đề cập và dự phóng trong báo cáo trước, Tasco tập trung bán hàng trong năm 2016.

Giá vốn thực hiện dự án được tính toán lại trên cơ sở hạ thấp giá xây từ 8 triệu đồng/m² xuống còn khoảng 5,5 triệu đồng/m² đối với biệt thự và từ 10 triệu đồng/m² xuống còn 6 triệu đồng/m² đối với nhà phố và liền kề. Đại diện của Công ty chia sẻ dự kiến giá vốn của dự án khoảng 25 triệu đồng/m² đất thương phẩm (bao gồm cả đơn giá xây).

Mặt khác, đại diện của Công ty cũng chia sẻ mức giá bán đất nền cơ sở tại dự án này, dự kiến khoảng 35 – 45 triệu đồng/m² tùy thuộc loại căn hộ (liền kề, nhà phố, biệt thự song lập, đơn lập), cụ thể 35 triệu đồng/m² đối với nhà liền kề (116 căn), 33-34 triệu đồng/m² đối với biệt thự song lập, đơn lập (315 căn), và 45 triệu đồng/m² đối với nhà phố (116 căn). Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh mức giá bán bình quân dao động trong khoảng từ 40-42 triệu đồng/m² thay vì bình quân 45 triệu đồng/m² như trong báo cáo trước.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng doanh thu của Dự án như sau:

Biểu 3: Dự phóng doanh thu Dự án Khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương

Khoản mục	2015F		2016F	
	Mới	Cũ	Mới	Cũ
Diện tích bán (m ²)	7.304	6.888	69.117	39.886
Giá bán dự kiến (triệu đồng/m ²)	40	40	42	45
Doanh thu (tỷ đồng)	292	276	2.903	1.795
Giá vốn (triệu đồng/m ²)	26	30	26	30
COGS (tỷ đồng)	190	207	1.797	1197

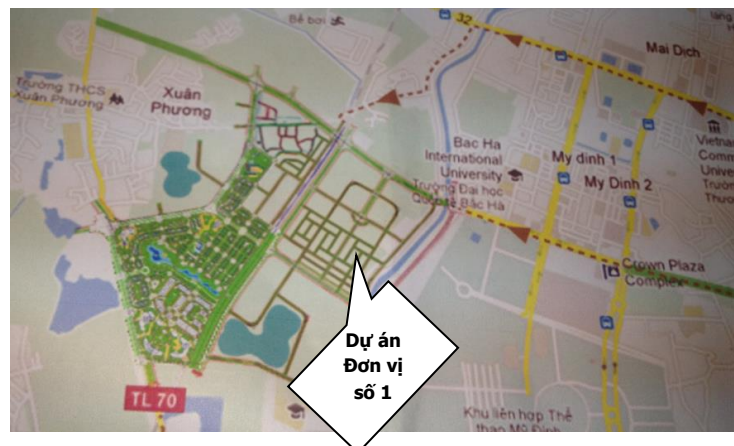
Nguồn: MBS Research

Phê duyệt Dự án đơn vị số 1 tại Xuân Phương

Để hoàn vốn cho dự án BT Lê Đức Thọ, Ủy ban Nhân dân thành phố Hà Nội đã giao cho Tasco 38ha đất tại Xuân Phương, 3.000m² tại 48 Trần Duy Hưng và 30 ha đất tại dự án Đơn vị số 1. Riêng đối với Dự án Đơn vị số 1, Đại diện Công ty cho biết diện tích đất thương phẩm của Dự án này khoảng 10ha, thay vì 5ha như dự kiến ban đầu. Dự án hiện đã được phê duyệt và đang trong giai đoạn đầu triển khai các thủ tục pháp lý với cơ quan nhà nước có thẩm quyền.

Dự án Đơn vị số 1 có vị trí khá thuận lợi, gần với đường Lê Đức Thọ và cầu Xuân Phương hơn so với Dự án Khu nhà ở sinh thái, và nằm bên cạnh Dự án Khu nhà ở cho cán bộ nhân viên Văn phòng Trung ương Đảng và Báo Nhân dân. Do vậy, giá vốn của dự án này ước tính cao hơn so với Dự án Khu nhà ở sinh thái. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi giả định rằng giá vốn của Dự án này khoảng 30 triệu đồng/m².

Biểu 4: Vị trí Dự án Đơn vị Số 1



Nguồn: Tasco

Bộ GTVT phê duyệt đề xuất Dự án triển khai Trạm thu phí không dừng

Trao đổi với Đại diện Công ty, chúng tôi được biết Dự án này hiện đã được Thủ tướng Chính phủ đồng ý chủ trương thực hiện dự án và Bộ GTVT đã phê duyệt đề xuất dự án này. Tính đến thời điểm hiện tại, Tasco đã lập xong hồ sơ dự án và đã trình Bộ GTVT thẩm định và phê duyệt. Tasco cho biết hiện Công ty đã nhận được ý kiến của các đơn vị và các Bộ, Ngành về hồ sơ dự án, công tác thẩm định dự án của Bộ GTVT cũng đang được triển khai. Dự kiến đến tháng 10/2015, Bộ sẽ phê duyệt dự án đầu tư.

Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi thay đổi dự phóng đối với dự án này trong hai năm 2016 và 2017. Cụ thể, số trạm đủ điều kiện tiến hành thu phí trong năm 2016 là 15 trên tổng số 35 trạm, và năm 2017 là 25 trạm. Kể từ năm 2018, toàn bộ 35 trạm sẽ được thu phí toàn bộ. Chúng tôi dự phóng doanh thu của Tasco trong mảng hoạt động trạm thu phí không dừng năm 2016 khoảng 203 tỷ đồng, tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính 16%.

Cập nhật dự phóng các mảng hoạt động kinh doanh khác

Hoạt động xây lắp: tính đến thời điểm hiện tại, do công tác triển khai các dự án xây lắp truyền thống chậm so với tiến độ kế hoạch, doanh thu và lợi nhuận gộp từ hoạt động này ước tính đạt tương ứng khoảng 507 tỷ đồng và 45,6 tỷ đồng.

Dự án bất động sản khác, không bao gồm Dự án Khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương: Tasco chủ trương thay đổi chiến lược kinh doanh đối với các Dự án bất động sản cho phù hợp với hoạt động của Công ty. Do vậy, chúng tôi tiến hành cập nhật lại dự phóng doanh thu từ các dự án này như sau:

Biểu 5: Cập nhật lại dự phóng các dự án bất động sản

Đơn vị: Tỷ đồng	2015F			2016F		
	Mới	Cũ	% thay đổi	Mới	Cũ	% thay đổi
<i>Khu Nhà ở VP TW Đảng và Báo Nhân dân</i>						
Doanh thu	55	64	-14%	1.019	954	7%
Chi phí giá vốn	51	60	-15%	922	882	5%
<i>Dự án 48 Trần Duy Hưng</i>						
Doanh thu				142	106	34%
Chi phí giá vốn				111	84	32%
<i>Dự án Pháp Vân</i>						
Doanh thu				109	109	-
Chi phí giá vốn				101	104	-
<i>Dự án Vân Canh</i>						
Doanh thu	-	3		212	212	-
Chi phí giá vốn	-	3		197	197	-

Nguồn: Tasco và MBS Research

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG

Mô hình dự báo lợi nhuận

Trước những thay đổi về doanh thu và lợi nhuận từ dự án Xuân Phương, mô hình dự phóng của chúng tôi có sự thay đổi đáng kể.

Biểu 6: Tóm tắt thay đổi trong mô hình dự báo lợi nhuận giai đoạn 2015F-2016F

Khoản mục	Đơn vị	2015F			2016F		
		Mới	Cũ	% thay đổi	Mới	Cũ	% thay đổi
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	2.260	2.366	-4%	4.971	3.935	26%
EBIT	Tỷ đồng	240	200	20%	1.219	736	66%
LNTT	Tỷ đồng	198	159	25%	1.063	577	84%
LNST	Tỷ đồng	179	149	20%	839	468	79%
EPS	Đồng	1.394	1.158	20%	3.245	2.169	50%
BPS	Đồng	11.548	11.312	2%	12.015	10.949	10%
Giá mục tiêu	Đồng	16.400	17.300	-5%			

Nguồn: MBS Research

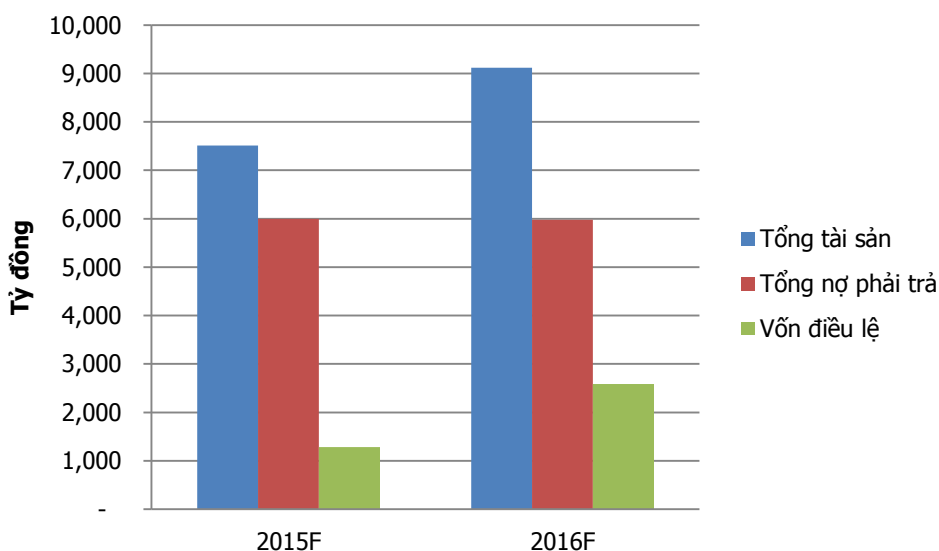
Bảng cân đối kế toán

Do những thay đổi trong giá trị doanh thu, các yếu tố cấu thành nên bảng cân đối kế toán cũng có sự thay đổi so với mô hình dự báo trước đây của chúng tôi.

Cơ sở xây dựng vốn điều lệ: Bên cạnh cổ phiếu tăng lên từ việc chuyển đổi trái phiếu phát hành trong năm 2015 đã đề cập và dự phóng trong báo cáo trước, đại diện Tasco cho biết trong năm 2016 và 2017, vốn điều lệ sẽ tăng lên tương đối, theo ước tính, có thể tăng từ 1.284 tỷ đồng năm 2015 lên 2.587 tỷ đồng năm 2016.

Chúng tôi dự phóng tỷ trọng tổng nợ phải trả/tổng tài sản giai đoạn 2015-2016 như sau:

Biểu 7: Cơ cấu bảng cân đối kế toán dự phóng



Nguồn: MBS Research

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HUT với giá mục tiêu 12 tháng được điều chỉnh xuống còn 16.500 đồng, thấp hơn mức định giá trước đó là 17.300 đồng, do số lượng cổ phiếu dự kiến trong năm 2016 điều chỉnh tăng lên 258 triệu so với mức kế hoạch 216 triệu ban đầu. Mức giá mục tiêu mới phản ánh đầy đủ hơn về việc phát hành tăng vốn của Tasco trong giai đoạn sắp tới.

Tiến hành định giá cổ phiếu HUT vẫn dựa trên phương pháp định giá từng phần (Sum of the Parts) đối với hoạt động doanh nghiệp, cụ thể NAV đối với hoạt động kinh doanh bất động sản và xây dựng hạ tầng giao thông theo hình thức BT, và P/E đối với hoạt động 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.

Trên cơ sở đó, 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

Trước những chuyển biến tích cực từ việc xây dựng Dự án Khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 20% trên giá trị NAV để xác định giá mục tiêu của cổ phiếu HUT trong hai hoạt động này.

Thay đổi trong dữ liệu đầu vào và giá định chính (các mức giá bán không bao gồm thuế VAT):

- Khu nhà ở sinh thái tại xã Xuân Phương, Xuân Phương, Nam Từ Liêm, Hà Nội:
 - Diện tích thương phẩm: 10,5 ha
 - Giá trị đất bình quân dự kiến: 42 triệu đồng/m²
 - Chi phí còn phải thực hiện ước tính: 2.000 tỷ đồng
- Dự án 48 Trần Duy Hưng:
 - Diện tích thương phẩm: 3 ha
 - Giá trị đất bình quân dự kiến: 33 triệu đồng/m²
 - Chi phí đầu tư dự kiến: 460 tỷ đồng
- Dự án Đơn vị số 1:
 - Diện tích thương phẩm: 10 ha
 - Giá trị đất bình quân dự kiến: 50 triệu đồng/m² (điều chỉnh giảm do Tasco thay đổi chính sách bán hàng)
 - Chi phí đầu tư dự kiến: 3.000 tỷ đồng (trên cơ sở ước tính giá vốn khoảng 30 triệu đồng/m²)
- Giá trị tài sản các dự án BOT và Trạm thu phí không dừng (ETC) được điều chỉnh như sau:

Biểu 8: Giá trị các tài sản BOT & ETC

Khoản mục	Giá trị (tỷ đồng)
BOT Quảng Bình	1.559
BOT10	754
BOT21	487

BOT39	43
BOT Hải Phòng	2
Dự án Trạm thu phí không dừng (ETC)	9
Tổng tài sản các dự án BOT và ETC	2.854

Nguồn: Tasco

Biểu 9: 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)	3.742
Lợi nhuận ròng Dự án BT39 (2)	42
Lợi nhuận ròng Dự án Khu nhà ở sinh thái tại Xuân Phương (3)	1.310
Lợi nhuận ròng Dự án 48 Trần Duy Hưng (4)	530
Lợi nhuận ròng Dự án Đơn vị số 1 (5)	2.000
Tổng nợ phải trả (không bao gồm nợ phải trả các dự án BOT) (6)	2.917
NAV = (1) + (2) + (3) + (4) + (5) – (6)	4.707
Số lượng cổ phiếu (*)	258.404.700
NAV/cổ phiếu (VND)	18.215
Chiết khấu	20%
Giá điều chỉnh NAV/cổ phiếu (VND)	14.500

(*): Số lượng cổ phiếu xác định trong năm 2016, tránh rủi ro pha loãng cổ phiếu

Nguồn: Tasco & MBS Research

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 từng cặp Dự án:

Biểu 10: Độ nhạy theo biến động giá đất dự án Khu nhà ở sinh thái và dự án 48 Trần Duy Hưng

		Giá trị áp dụng NAV/cổ phiếu				
		Giá đất Khu nhà ở sinh thái (Xuân Phương) dự kiến (triệu VNĐ/m ²)				
		32,0	37,0	42,0	47,0	52,0
Giá đất Dự án 48 Trần Duy Hưng (triệu VNĐ/m ²)	39,0	11.878	13.504	15.129	16.755	18.380
	36,0	11.600	13.225	14.851	16.476	18.101
	33,0	11.321	12.947	14.572	16.197	17.823
	30,0	11.043	12.668	14.293	15.919	17.544
	27,0	10.764	12.389	14.015	15.640	17.265

Biểu 11: Độ nhạy theo biến động giá đất dự án Khu nhà ở sinh thái và dự án Đơn vị số 1

		Giá trị áp dụng NAV/cổ phiếu				
		Giá đất Khu nhà ở sinh thái (Xuân Phương) dự kiến (triệu VNĐ/m ²)				
		32,0	37,0	42,0	47,0	52,0
Giá đất Dự án Đơn vị số 1 (triệu đồng VNĐ/m ²)	56,0	13.179	14.804	16.429	18.055	19.680
	53,0	12.250	13.875	15.501	17.126	18.751
	50,0	11.321	12.947	14.572	16.197	17.823
	47,0	10.392	12.018	13.643	15.269	16.894
	44,0	9.464	11.089	12.714	14.340	15.965

Biểu 12: Độ nhạy theo biến động giá đất dự án 48 Trần Duy Hưng và dự án Đơn vị số 1

		Giá trị áp dụng NAV/cổ phiếu				
		Giá đất Dự án 48 Trần Duy Hưng (triệu VNĐ/m ²)				
		27,0	30,0	33,0	36,0	39,0
Giá đất Dự án Đơn vị số 1 (triệu đồng VNĐ/m ²)	56,0	15.872	16.151	16.429	16.708	16.987
	53,0	14.943	15.222	15.501	15.779	16.058
	50,0	14.015	14.293	14.572	14.851	15.129
	47,0	13.086	13.365	13.643	13.922	14.200
	44,0	12.157	12.436	12.714	12.993	13.272

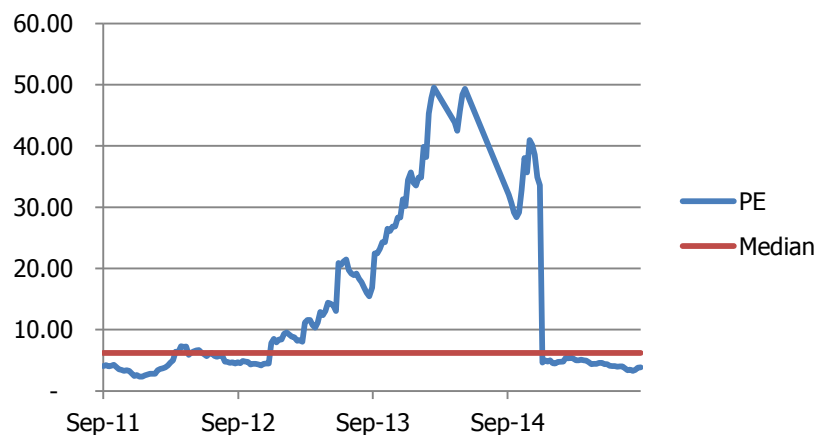
Nguồn: MBS Research

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

Các giả định về tỷ suất lợi nhuận ròng đối với dự án Trạm thu phí không dừng và các dự án BOT đến năm 2016 là không đổi so với dự phóng trước đó của chúng tôi đưa ra trong báo cáo tháng 8/2015.

Do dự án BOT Quảng Bình bắt đầu có nguồn thu phí ổn định từ năm 2016 và hoạt động xây lắp truyền thống không được thực hiện bởi Tasco, chúng tôi áp dụng EPS dự phóng 2016 đối với hoạt động thu phí là 307 đồng (trên số lượng cổ phiếu dự phóng năm 2016) và mức P/E (median) trong lịch sử là 6,18 lần và để xác định giá mục tiêu đối với cổ phiếu này.

Biểu 13: Giá trị P/E lịch sử của cổ phiếu HUT



Nguồn: Bloomberg và MBS Research

Mức P/E sử dụng trong mô hình phù hợp với P/E trailing của các công ty có cùng mô hình hoạt động với Tasco, cụ thể như sau:

Biểu 14: Bảng so sánh P/E các công ty cùng môi hình kinh doanh với Tasco

Công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá ngày 29/09/2015	LTM EPS	LTM P/E
CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP. Hồ Chí Minh (CII)	5.018	26.300	4.604	5,0x
CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật (IJC)	2.440	10.800	944	9,4x
CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO (HTI)	349	14.000	1.904	7,4x
Trung bình				7,3x

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tổng hợp các phương pháp định giá

Như đã đề cập ở trên, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (Sum of the Parts) để xác định giá mục tiêu của cổ phiếu HUT. Vì vậy, 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 16.400 đồng.

Biểu 15: Giá mục tiêu của cổ phiếu HUT

Hoạt động kinh doanh áp dụng	Phương pháp định giá	Giá trị (đồng)
Bất động sản và các Dự án BT	NAV	14.500
Thu phí đường bộ và xây lắp truyền thống	P/E	1.900
Giá mục tiêu 12 tháng (đồng)		16.400
Upside		53%

Liên hệ

Research: Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Tel: +84 934 978 887

Institutional Sales: Trương Hoa Minh

Email: minh.truonghoa@mbs.com.vn

Tel: +84 938 207 357

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%

NẮM GIỮ 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.