

Công ty Cổ phần Tasco (HUT)

Báo cáo cập nhật

20/09/2017

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VNĐ)	15.473
Upside	29%

Biểu đồ giá cổ phiếu

Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VNĐ)	12.000
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	240
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	2.855
Giá cao nhất 52 tuần	13.200
Giá thấp nhất 52 tuần	9.200
KLGDĐQ	1.390.335
FOL	49
% sở hữu nước ngoài	30,9

Cơ cấu cổ đông

Vina Capital	16%
PYN Elite	11,4%
Phạm Quang Dũng	9%
Nguồn: CafeF, MBS Research	

Senior analyst

Dương Đức Hiếu, CFA

hieu.duongduc@mbs.com.vn

KQKD 2018 dự báo tăng trưởng khả quan nhờ kinh doanh bất động sản

- Dự báo KQKD 2017 tăng trưởng nhẹ khoảng 3%.
- KQKD 2018 dự báo tăng mạnh trên 50% nhờ dự án Foresa Mỹ Đình và BOT quốc lộ 10
- Quỹ đất lớn đảm bảo hoạt động trong 5 năm tới.
- Định giá theo NAV đạt 15.473 đồng/cổ phần

Khuyến nghị đầu tư

HUT là doanh nghiệp đầu tư hạ tầng lớn tại khu vực phía Bắc, với chuỗi dự án BOT mang lại dòng tiền ổn định hàng năm. Từ năm 2016, HUT chuyển dần hoạt động sang đầu tư và kinh doanh BĐS nhờ quỹ đất dồi dào từ các dự án hạ tầng.

KQKD 2H2017 và cả năm 2018 dự kiến tăng trưởng khả quan nhờ hạch toán các dự án lớn như Xuân Phương Residences và Foresa Mỹ Đình, đồng thời đưa vào khai thác dự án BOT Quán Toan – Cầu Nghìn.

Với định giá 15.473 đồng/cổ phiếu, cao hơn 29% so với thị giá hiện tại, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu HUT, tuy nhiên cần lưu ý các tác động của việc niêm yết bổ sung 50 triệu cổ phiếu phát hành riêng lẻ (giá 10.500/cp) và 10,6 triệu cổ phiếu được chuyển đổi (dự kiến giá 10.000/cp) cũng như việc hạch toán lợi nhuận thường tập trung vào Quý 4. Do đó, nhà đầu tư có thể tận dụng các phiên điều chỉnh để tích lũy cổ phiếu ở mức giá hợp lý.

Dự phóng lợi nhuận và định giá

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần	2.786	3.044	4.022	5.537
Giá vốn	1.999	2.259	2.876	4.304
Lợi nhuận gộp	787	785	1.146	1.233
Doanh thu tài chính	37	28	21	172
Chi phí tài chính	199	192	209	217
Lợi nhuận sau thuế	403	416	639	765
EPS (VNĐ)	2.287	1.946	2.545	3.048

Nguồn: BCTC HUT & MBS dự phóng

Cập nhật KQKD nửa đầu 2017

Nửa đầu 2017, HUT đạt doanh thu thuần 1.034 tỷ, -13% yoy, nguyên nhân chủ yếu do doanh thu BĐS giảm 39% yoy, đạt 599 tỷ, đến chủ yếu từ dự án Foresa Xuân Phương. Doanh thu hoạt động thu phí tăng trưởng khả quan 43% yoy, đạt 291 tỷ, nhờ việc trạm BOT 39 (Thanh Nê, Thái Bình) đi vào hoạt động từ tháng 1/2017.

Mặc dù doanh thu sụt giảm, lợi nhuận gộp 1H2017 của HUT vẫn duy trì tăng trưởng nhẹ 4% yoy, do cùng kỳ công ty có khoản hàng bán bị trả lại 172 tỷ, liên quan tới việc NĐT thứ cấp gặp khó khăn và trả lại dự án BĐS.

Chi phí tài chính và chi phí bán hàng trong kỳ cũng giảm lần lượt 21% và 49%

Theo đó LNST của cổ đông mẹ 1H2017 đạt 183 tỷ, +15% yoy.

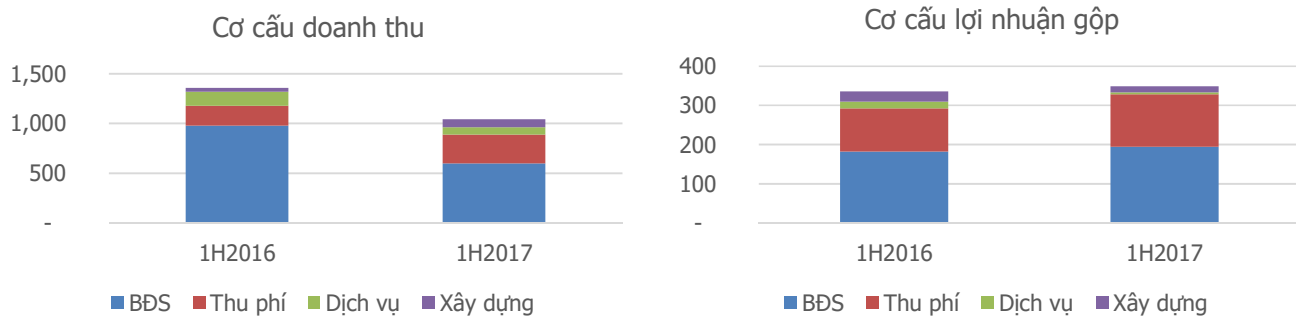
Về cơ cấu nguồn vốn, nợ dài hạn trong kỳ tăng hơn 500 tỷ, chủ yếu dùng để tài trợ các dự án BOT. Hệ số nợ vay/vốn chủ sở hữu của HUT tại 30/6 ở mức 2,1 lần. Tuy nhiên, phần lớn nợ vay của HUT

là nợ dài hạn (4.805/5.163 tỷ) cùng với việc dòng tiền kinh doanh tương đối dồi dào (1H2017: 415 tỷ) là cơ sở đảm bảo sức khỏe tài chính lành mạnh cho HUT.

Trong tháng 8/2017, HUT cũng thực hiện phát hành riêng lẻ 50 triệu cổ phiếu với giá 10.500 đồng/cổ phiếu, thu về 525 tỷ. Một số nhà đầu tư lớn tham gia bao gồm Vina Capital (30 triệu cổ phiếu), PYN Elite (5 triệu cổ phiếu), Chủ tịch HĐQT (5 triệu cổ phiếu). Số còn lại chủ yếu là các cá nhân trong nội bộ công ty.

Trong tháng 9/2017, khối lượng trái phiếu có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu HUT đạt 106,2 tỷ, tương đương 10,624 triệu cổ phần sau khi chuyển đổi. Mức giá chuyển đổi ước tính khoảng 10.000 đồng.

Biểu 1: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của HUT (tỷ đồng)



Nguồn: MBS tổng hợp

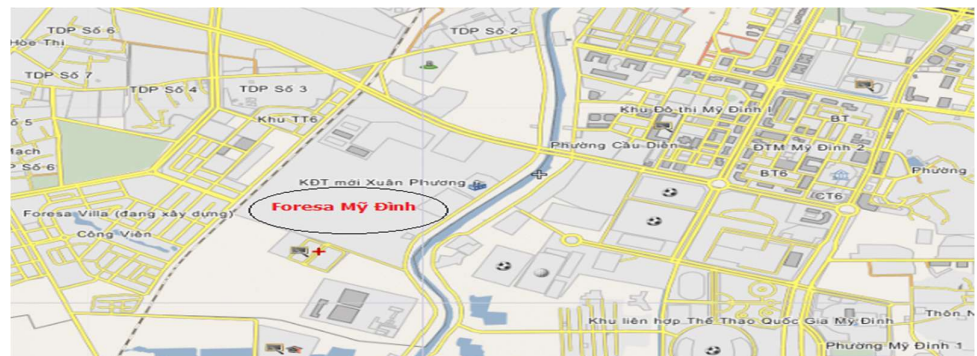
Triển vọng mảng BĐS và điểm nhấn Foresa Mỹ Đình năm 2018

Thông qua việc triển khai các dự án BT, HUT được giao đổi ứng nhiều dự án BĐS tiềm năng. Kinh doanh BĐS trở thành mảng hoạt động chính của HUT từ năm 2016.

Trong 2H2017, HUT dự kiến bàn giao và ghi nhận nốt doanh thu lợi nhuận từ các dự án đang triển khai là Foresa Xuân Phương, Xuân Phương Residences và South Building Pháp Vân. Tổng doanh thu và lợi nhuận gộp theo ước tính của chúng tôi đạt 1.375 tỷ và 223 tỷ.

Điểm nhấn chính với HUT trong 2018 là việc triển khai dự án **Foresa Mỹ Đình**. Dự án đã được chấp thuận quy hoạch và đền bù giải phóng mặt bằng 19/32ha và dự kiến triển khai xây dựng trong Q4/2017. Dự án có vị trí nằm cạnh Xuân Phương Residences, sản phẩm chính là nhà phố và biệt thự. Theo ghi nhận của chúng tôi, giá liền kề khu vực lân cận dự án hiện đang giao dịch khoảng 90 triệu/m², cá biệt tại dự án Vinhomes Gardenia, giá biệt thự/liền kề hiện khoảng 100-130 triệu/m². Chúng tôi ước tính giá bán sản phẩm trung bình của dự án khoảng 70 triệu/m², tương ứng có thể đóng góp trên 1.000 tỷ lợi nhuận gộp cho HUT và tạo ra bước tăng trưởng mạnh về KQKD trong năm 2018.

Biểu 2: Vị trí Foresa Mỹ Đình



Nguồn: MBS tổng hợp

Bên cạnh đó, HUT dự kiến triển khai hai dự án cao tầng vào năm 2018 tại 48 Trần Duy Hưng và 120 Trần Quốc Hoàn. Giá bán ước tính của hai dự án lần lượt vào khoảng 50 triệu/m² và 30 triệu/m². Đây là các dự án có vị trí trung tâm, thủ tục pháp lý hoàn thiện, do đó chúng tôi đánh giá khả quan về tiềm năng của hai dự án này.

Về dài hạn, HUT hiện còn quỹ đất gần 80 ha với chủ yếu là các sản phẩm thấp tầng, nằm tại khu vực quận Nam Từ Liêm và huyện Hoài Đức. Đây là các khu vực có tốc độ đô thị hóa cao và nhiều tiềm năng cho thị trường BĐS.

Biểu 3: Tổng hợp các dự án BĐS của HUT

Dự án	Chi tiết sản phẩm	Doanh thu ước tính ghi nhận (tỷ đồng)	2H2017	2018	2019	2020
Foersa Xuân Phương	813 căn thấp tầng	200				
South Building	140 căn chung cư	232				
Xuân Phương Residences	642 căn chung cư	942				
Foersa Mỹ Đình	305 căn thấp tầng	4.690				
Dự án 148 Trần Duy Hưng	140 căn chung cư	630				
Chung cư Bộ Ngoại giao	800 căn chung cư	1.800				
Dự án Vân Canh	4ha đất thấp tầng	N/A				
Dự án Phú Đô	4ha	N/A				
Dự án Tây Mỗ	70ha	N/A				

Hoạt động thu phí BOT hoàn thiện với dự án BOT Quốc lộ 10

HUT là một trong những doanh nghiệp đầu tư hạ tầng hàng đầu tại khu vực phía Bắc với nhiều dự án BT, BOT. Tuy nhiên trong các năm tới, công ty dự kiến sẽ hạn chế hoạt động đầu tư BOT và chỉ tập trung vào các dự án BT để đổi lấy quỹ đất phục vụ hoạt động kinh doanh BĐS.

Hiện tại HUT đang sở hữu 5 trạm BOT, trong đó trạm BOT QL10 Quán Toan – Cầu Nghìn dự kiến bắt đầu thu phí từ tháng 10/2017 sẽ đóng góp lớn vào KQKD 2018 của công ty. Công ty cho biết dự kiến doanh thu và LNST của trạm này lần lượt đạt 360 tỷ và 60 tỷ.

Tổng hợp các dự án BOT của HUT

Dự án	TMĐT (tỷ đồng)	Lợi nhuận (%/VCSH/năm)	Thời gian khai thác (năm)	Bắt đầu khai thác
BOT 10 (Cầu La Uyên – Cầu Tân Đệ - Thái Bình)	1.028	14,0%	11,75	4/2009
BOT Mỹ Lộc QL21B (tránh Tp. Nam Định)	487	18,0%	17,17	8/2009
BOT Quảng Bình (nâng cấp mở rộng QL1)	2.000	11,5%	17,00	7/2015
BOT 39 (Thanh Nê, Diêm Điền, Thái Bình)	550	11,5%	18,00	1/2017
BOT QL10 qua Hải Phòng (Quán Toan - Cầu Nghìn)	2.815	11,5%	16,00	10/2017

Triển vọng các hoạt động khác

Thu phí tự động không dừng ETC

Dự án ETC của HUT được thực hiện thông qua công ty con VETC (HUT sở hữu 98%) theo hình thức BOO với tổng mức đầu tư 1.524 tỷ.

Trên cả nước hiện có 88 trạm thu phí. Trong khuôn khổ dự án, VETC sẽ đầu tư 32 trạm, chủ yếu nằm trên quốc lộ 1 và đường Hồ Chí Minh qua khu vực miền Trung, Tây Nguyên. Hiện tại, 10 trạm đã đi vào hoạt động, 9 trạm đang triển khai. VETC đã dán thẻ được khoảng 500.000 xe thông qua các trạm đăng kiểm.

Trong 3 năm đầu tiên, doanh thu của dự án thu phí không dừng (ETC) tại mỗi trạm thu phí được tính bằng số lần ETC tiếp nhận/tổng số lần thu phí rồi nhân với mức phí quản lý, tổ chức thu trong hợp đồng BOT. Với cách tính này, Với cách tính này, VETC ước thu về khoảng 3,5 tỷ cho mỗi lần ETC.

Do tiến độ lắp đặt các trạm còn chậm, số lần ETC chưa nhiều nên trong giai đoạn 2016-2018, mảng ETC dự báo không đóng góp nhiều cho KQKD của HUT.

Với các trạm BOT còn lại, VETC sẽ phải cạnh tranh với hai đối thủ mới là Viettel và CTCP Vietin. Tuy nhiên với lợi thế đi trước và triển khai thu phí tại các trạm trên quốc lộ 1 có lưu lượng xe lớn nhất cả nước, chúng tôi đánh giá khả quan với triển vọng kinh doanh của VETC trong dài hạn.

Dịch vụ y tế

Mảng dịch vụ y tế của HUT hiện tại bao gồm dự án Bệnh viện Mắt Cơ sở 2, khai Trương vào tháng 4/2017. Doanh thu hiện tại của bệnh viện ở mức 6-7 tỷ/tháng và kì vọng đạt khoảng 100 tỷ trong năm 2018.

Triển vọng KQKD 2H2017 và các năm tới

Chúng tôi dự báo HUT đạt khoảng 2.000 tỷ doanh thu thuần và 234 tỷ LNST trong 2H2017, chủ yếu nhờ việc ghi nhận dự án Xuân Phương Residences phần cao tầng, chung cư South Building, phần còn lại của dự án Foreasa Villa. Hoạt động thu phí đạt khoảng 300 tỷ doanh thu.

Lũy kế cả năm, công ty đạt gần 3.059 tỷ tổng doanh thu, +9%yoy. LNST đạt 417 tỷ, +3,4%yoy. EPS đạt khoảng 1.946 đồng/cp.

Năm 2018, chúng tôi ước tính HUT đạt khoảng 4.000 tỷ doanh thu với trọng điểm là dự án Foresa Mỹ Đình.

EPS được ước tính với giả định HUT sẽ không phát hành thêm cổ phiếu vào 2018-2019.

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017F	2018F	2019F
Tổng doanh thu	2.960	3.059	4.042	5.565
- BDS	2.147	1.973	2.814	4.306
- Thu phí	447	593	839	839
- Xây dựng	118	232	-	-
- Bán hàng, dịch vụ	249	261	389	420
Giá vốn	1.999	2.259	2.876	4.304
Lợi nhuận gộp	787	785	1.146	1.233
Doanh thu tài chính	37	28	21	172
Chi phí tài chính	199	192	209	217
Lợi nhuận sau thuế	403	416	639	765
EPS (VNĐ)	2.287	1.946	2.545	3.048

Định giá

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu HUT theo phương pháp NAV, bằng việc đánh giá lại các dự án BĐS của HUT. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi cũng tiến hành chiết khấu giảm một số khoản phải thu và điều chỉnh lại nợ vay do hoạt động chuyển đổi trái phiếu của công ty vào tháng 9/2017.

Kết quả định giá cổ phiếu HUT theo NAV đạt 15.473 đồng/cổ phần.

Đơn vị: tỷ đồng	Giá trị sổ sách tại ngày 30/06/2017	Điều chỉnh	Giá trị đánh giá lại
TỔNG TÀI SẢN NGẮN HẠN	1.936	(563)	1.373
Tiền và tương đương tiền	615		615
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	60		60
Các khoản phải thu	1.098	(563)	535
Hàng tồn kho rỗng	48		48
Tài sản lưu động khác	116		116
TỔNG TÀI SẢN DÀI HẠN	8.027	1.350	9.377
Phải thu dài hạn	281		281
Tài sản cố định	2.767	42	2.810
Dở dang dài hạn	4.488	1.308	5.796
<i>Xuân Phương Residence</i>	<i>355</i>	<i>108</i>	<i>464</i>

South building Pháp Vân	130	22	152
Foresa Mỹ Đình	7	839	847
Foresa XP	-	118	118
Trần Duy Hưng	-	81	81
Bộ Ngoại Giao	-	140	140
Đầu tư dài hạn	325		325
Tài sản dài hạn khác	165		165
TỔNG TÀI SẢN	9.963	787	10.750
NỢ PHẢI TRẢ	7.475	(106)	7.369
Lợi ích cổ đông thiểu số	22		22
Vốn phát hành thêm			525
VỐN CHỦ SỞ HỮU			3.885
Số lượng cổ phiếu			251.058.913
Định giá cổ phiếu (VNĐ/cp)			15.473

Khuyến nghị đầu tư

HUT là doanh nghiệp đầu tư hạ tầng lớn tại khu vực phía Bắc, với chuỗi dự án BOT mang lại dòng tiền ổn định hàng năm. Từ năm 2016, HUT chuyển dần hoạt động sang đầu tư và kinh doanh BĐS nhờ quỹ đất đối ứng từ các dự án hạ tầng.

KQKD 2H2017 và cả năm 2018 dự kiến tăng trưởng khả quan nhờ hạch toán các dự án lớn như Xuân Phương Residences và Foresa Mỹ Đình, đồng thời đưa vào khai thác dự án BOT Quán Toan – Cầu Ngành.

Với định giá 15.473 đồng/cổ phiếu, cao hơn 29% so với thị giá hiện tại, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu HUT, tuy nhiên cần lưu ý các tác động của việc niêm yết bổ sung 50 triệu cổ phiếu phát hành riêng lẻ (giá 10.500/cp) và 10,6 triệu cổ phiếu được chuyển đổi (dự kiến giá 10.000/cp) cũng như việc hạch toán lợi nhuận thường tập trung vào Quý 4. Do đó, nhà đầu tư có thể tận dụng các phiên điều chỉnh để tích lũy cổ phiếu ở mức giá hợp lý.

Rủi ro đầu tư (dowdside risks)

Rủi ro đầu tư chính với cổ phiếu HUT là rủi ro pha loãng cổ phiếu. Trong 5 năm vừa qua, HUT liên tục tăng vốn thông qua các hình thức phát hành riêng lẻ, phát hành hiện hữu và chuyển đổi trái phiếu. Đây là lí do khiến mức PE của HUT chỉ duy trì khoảng 5-6 lần trong những năm vừa qua. Với mức EPS dự báo năm 2018 khoảng 2.500 đồng, mức định giá 15.473/cp tương đương PE 6 lần là tương đối phù hợp với HUT.

Rủi ro tiếp theo của HUT liên quan tới khả năng đi xuống của thị trường bất động sản. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá môi trường lãi suất vẫn ở mức thấp và định hướng duy trì tăng trưởng tín dụng của Chính phủ sẽ giữ ổn định thị trường BĐS ít nhất tới hết 2018. Bên cạnh đó, các dự án sắp tới của HUT chủ yếu gồm biệt thự liền kề thấp tầng, căn hộ trung cư có vị trí trung tâm tại quận Cầu Giấy, là các sản phẩm có nhu cầu cao trên thị trường. Do đó chúng tôi đánh giá rủi ro về thị trường BĐS đối với HUT ở mức thấp.

Liên hệ

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Ngân hàng

Phạm Thiên Quang (Quang.PhamThien@mbs.com.vn)

Điện, Công nghiệp, Xây dựng

Nguyễn Ngọc Hoàng (Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn)

Cao su, Săm lốp

Trần Trọng Đức (Duc.TranTrong@mbs.com.vn)

MBS Institutional sales

Nguyễn Thị Minh Phương (Phuong2.NguyenMinh@mbs.com.vn)

Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)

Nguyễn Thạch Thảo (Thao.NguyenThach@mbs.com.vn)

Lâm Trần Tấn Sĩ (Si.LamTranTan@mbs.com.vn)

Cảng biển, Dầu khí, Vật liệu xây dựng

Phí Quốc Tuấn (Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn)

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

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) + cổ tức]/ 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). 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 HỢI 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.