

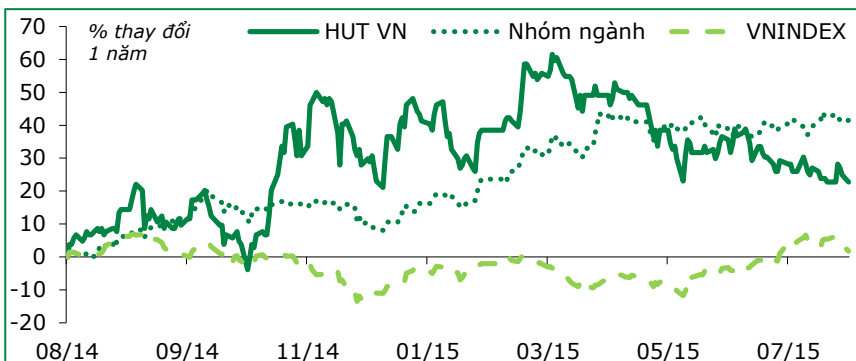
# CÔNG TY CỔ PHẦN TASCO (HUT)

Ngày 11 tháng 8 năm 2015

## BÁO CÁO LẦN ĐẦU: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (7/8/2015):	Đồng	11.500	
Giá trị nội tại dài hạn	TT định giá thấp		
Giá mục tiêu:	Đồng	12.800	
Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn		Trung lập	
Ngưỡng kháng cự	Đồng	12.000	
Ngưỡng hỗ trợ	Đồng	10.200	
Mã Bloomberg: <b>HUT VN</b>	Sàn niêm yết: HNX		
Ngành:	Xây dựng		
Bêta		1,1	
Giá cao/thấp nhất 52 tuần (đồng)		15.000/8.900	
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)		128,4	
Vốn hóa (tỷ đồng)		1.477	
Tỷ lệ free-float (triệu cổ phiếu)		105,5	
KLGDĐQ 6 tháng (cổ phiếu)		1.402.000	
Sở hữu nước ngoài (%)		20%	
<b>Năm</b>	<b>Lợi tức</b>	<b>EPS (Đồng)</b>	
2016 (VPBS dự báo)	0%	1.355	
2015 (VPBS dự báo)	0%	1.007	
2014	0%	3.246	
2013	0%	244	
2012	0%	1.052	
	<b>2010-14A</b>	<b>2015E</b>	<b>2015-19E</b>
	<b>CAGR</b>	<b>(tỷ đồng)</b>	<b>CAGR</b>
Doanh thu	34,7%	2.123	8,3%
EBITDA	57,3%	276	10,7%
Lợi nhuận ròng	40,1%	132	16,3%
<b>Chỉ số trượt</b>	<b>HUT</b>	<b>Cùng ngành</b>	<b>VN-Index</b>
P/E	4,1	9,1	12,4
P/B	0,9	1,1	1,9
EV/EBITDA	8,0	6,3	9,3
Nợ vay/ VCSH	2,0	1,1	1,0
Biên lãi ròng	9,3%	4,2%	11,0%
ROA	4,7%	4,3%	2,9%
ROE	25,6%	13,2%	16,0%



Trong báo cáo lần đầu CTCP Tasco (HUT), chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn với giá mục tiêu 1 năm là 12.800 đồng/cổ phiếu. Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá trong dài hạn, nhưng hiện xu hướng ngắn hạn là giảm. Nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu nên xem xét mua vào tại vùng giá thấp hơn.

**Kết quả kinh doanh năm 2015 sẽ giảm mạnh:** Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2015 giảm 49% so với năm trước. Theo kế hoạch năm nay, công ty chủ yếu chỉ ghi nhận dự án BT39 (đã ghi nhận một phần lợi nhuận trong năm 2011) có tổng mức đầu tư 1.882 tỷ đồng; trong khi năm 2014, HUT ghi nhận chủ yếu từ dự án BT21 có tổng mức đầu tư 3.802 tỷ đồng.

**Mảng thu phí đường bộ tăng mạnh nhờ vào mức phí cao hơn và các trạm thu phí mới đi vào hoạt động.** Mức phí tại trạm Tân Đệ đã tăng gấp đôi từ ngày 01/01/2015 và HUT đã bắt đầu thu phí để hoàn vốn cho dự án BOT QL1A - Quảng Bình vào ngày 01/7/2015. Chúng tôi kỳ vọng trạm thu phí mới để hoàn vốn cho dự án BOT QL39 sẽ được đưa vào hoạt động trong Q1/2016.

**Giảm bớt các dự án BOT giúp hạ thấp tỷ lệ nợ vay.** Theo buổi thảo luận với ban quản trị, HUT sẽ không tập trung vào các dự án BOT do tỷ suất lợi nhuận không cao và đòi hỏi vốn đầu tư lớn. Điều này sẽ giúp HUT giảm tỷ lệ nợ vay trong những năm tới.

**Các dự án bất động sản làm tăng giá trị nội tại của HUT.** Công ty dự kiến sẽ tái khởi động dự án chung cư South Building trong Q4/2015 và mở bán dự án Khu nhà ở sinh thái Xuân Phương (giai đoạn 1: khoảng 380 căn) vào Q1/2016. Do đó, chúng tôi cộng thêm giá trị thặng dư của những dự án này trong mô hình định giá.

**Rủi ro pha loãng cổ phiếu cao trong hai năm tới.** Việc phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược và việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu làm số lượng cổ phiếu đang lưu hành của HUT tăng 36% trong 6 tháng đầu năm 2015. HUT còn lên kế hoạch phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi vào Q3/2015 (có thể được chuyển đổi trong năm 2017).

**Chỉ số P/E dự phóng cao hơn nhóm tương đương cùng ngành.** Chỉ số P/E trượt của HUT thấp hơn các công ty cùng ngành. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính EPS năm 2015 là 1.007 đồng do sự pha loãng cổ phiếu và sụt giảm lợi nhuận. Tại mức giá mục tiêu, P/E dự phóng năm 2015 của HUT là 12,7 lần, cao hơn mức trung bình P/E trượt của nhóm tương đương cùng ngành là 9,1 lần.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

---

## **NỘI DUNG**

<b>CẬP NHẬT NGÀNH XÂY DỰNG VIỆT NAM.....</b>	<b>3</b>
<b>TỔNG QUAN CÔNG TY .....</b>	<b>7</b>
Công ty con và công ty liên kết .....	8
Cơ cấu sở hữu.....	8
Ban điều hành.....	9
<b>HOẠT ĐỘNG KINH DOANH .....</b>	<b>9</b>
<b>KẾ HOẠCH KINH DOANH 2015-2017 .....</b>	<b>13</b>
<b>ĐỊNH GIÁ .....</b>	<b>18</b>
Mô hình DCF .....	18
Phương pháp so sánh.....	19
Phân tích độ nhạy.....	19
<b>PHÂN TÍCH KỸ THUẬT.....</b>	<b>20</b>
<b>KẾT LUẬN .....</b>	<b>21</b>
<i>Phụ lục 1: VPBS dự phóng .....</i>	<i>22</i>
<i>Phụ lục 2: Danh sách các dự án cơ sở hạ tầng giao thông lớn đến năm 2020 .....</i>	<i>25</i>
<i>Phụ lục 3: Mức thu phí tại trạm Tân Đê, Mỹ Lộc và Quốc lộ 1A - Quảng Bình.....</i>	<i>25</i>

# CẬP NHẬT NGÀNH XÂY DỰNG VIỆT NAM

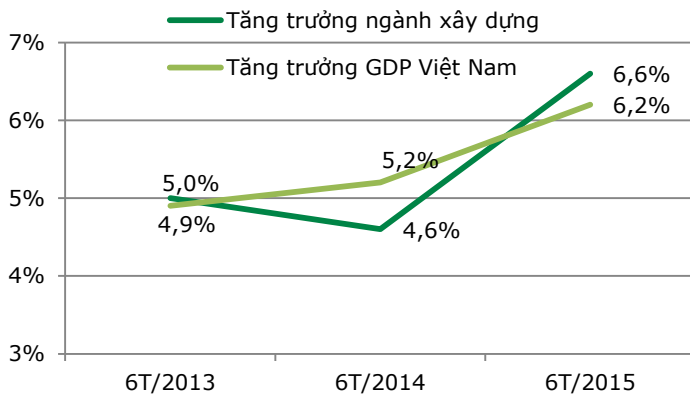
## Ngành xây dựng tiếp tục tăng nhanh hơn GDP trong 6T/2015

*Phân khúc xây dựng cơ sở hạ tầng đóng góp chủ yếu vào sự tăng trưởng giá trị sản xuất toàn ngành xây dựng trong Q2/2015.*

Số liệu của Tổng cục Thống kê (GSO) ghi nhận giá trị sản xuất ngành xây dựng theo giá so sánh năm 2010 đạt 61,5 nghìn tỷ đồng trong 6T/2015, tăng 6,6% so với cùng kỳ năm trước (năm 2014: tăng 4,6%). Tốc độ tăng trưởng này cao hơn mức tăng 6,2% của GDP.

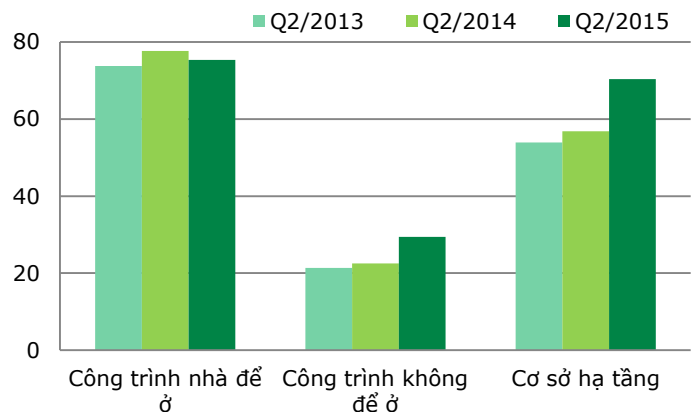
Đáng chú ý, trong Q2/2015, tốc độ tăng trưởng của phân khúc xây dựng cơ sở hạ tầng đạt 24,0% so với cùng kỳ năm trước (Q2/2014 chỉ tăng 5,0% so với cùng kỳ), sau khi Chính phủ Việt Nam ban hành nghị định số 15/2015/ND-CP về việc đầu tư theo hình thức đối tác công tư (PPP) vào ngày 14/02/2015, (chúng tôi thảo luận chi tiết ở bên dưới). Trong khi đó, mảng xây dựng nhà để ở giảm nhẹ 3,0% so với cùng kỳ vào Q2/2015. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng điều này không đáng lo ngại do nguồn cung nhà ở hiện đang tăng khá nhanh.

Tăng trưởng GDP (% so với cùng kỳ)



Nguồn: GSO

Giá trị sản xuất ngành xây dựng theo quý (nghìn tỷ)



Nguồn: GSO

## Nhu cầu cải thiện cơ sở hạ tầng là rất lớn

*Hệ thống cơ sở hạ tầng của Việt Nam cần được cải thiện để nâng cao khả năng cạnh tranh trên thị trường quốc tế.*

Nhìn chung, cơ sở hạ tầng giao thông tại Việt Nam vẫn còn kém chất lượng và chưa hoàn thiện. Theo Tổ chức Ngân hàng Thế giới, mạng lưới đường bộ của Việt Nam dài khoảng 222.179 km, trong đó chỉ 19% đã được nâng cấp và khoảng 40% bị xuống cấp và cần được đầu tư sửa chữa. Việc lưu thông chung giữa ô tô, xe tải, và các phương tiện di chuyển chậm khác như xe buýt, xe máy, và thậm chí cả tàu hỏa gây tắc nghẽn nghiêm trọng trên tất cả các tuyến đường chính.

Mặc dù hạ tầng ngành vận tải hàng hóa tại Việt Nam đã có nhiều cải thiện so với năm 2011 nhưng vẫn thấp hơn tiêu chuẩn thế giới tại các phương thức vận chuyển trong năm 2014 theo Ngân hàng Thế giới (hạng 112 trong số 144 quốc gia được khảo sát). Điều này dẫn đến chi phí vận chuyển container từ nhà máy đến cảng biển tương đối cao tại Việt Nam.

Nếu sự đồng bộ cơ sở hạ tầng (nhằm giảm bớt các chi phí không cần thiết trong quá trình lưu thông hàng hóa) không được cải thiện thì Việt Nam sẽ gặp thách thức trong quá trình tăng trưởng kinh tế và nâng cao khả năng cạnh tranh trên thị trường quốc tế. Nhu cầu tăng trưởng đã tạo thêm áp lực lên cơ sở hạ tầng

của ngành vận tải hàng hóa của Việt Nam; do đó cơ sở hạ tầng giao thông cần phải được cải thiện nếu Việt Nam muốn thành công trong chuỗi cung ứng toàn cầu.

### Xếp hạng về chất lượng cơ sở hạ tầng tại Việt Nam

Năm	2011	2012	2013	2014
Chất lượng đường bộ	123	120	102	104
Chất lượng đường sắt	71	68	58	52
Chất lượng cảng	111	113	98	88
Chất lượng đường hàng không	95	94	92	87
Chất lượng chung	123/142	119/144	110/148	112/144

Nguồn: Báo cáo cạnh tranh toàn cầu 2014-2015

### So sánh chi phí xuất và nhập khẩu trong Asean

(USD /container)	Chi phí xuất khẩu	Chi phí nhập khẩu
Ma-lai-xi-a	525	560
Xinh-ga-po	460	440
Hồng Kông	590	565
Thái Lan	595	760
<b>Việt Nam</b>	<b>610</b>	<b>600</b>

Nguồn: Môi trường kinh doanh năm 2015 của Ngân hàng Thế giới

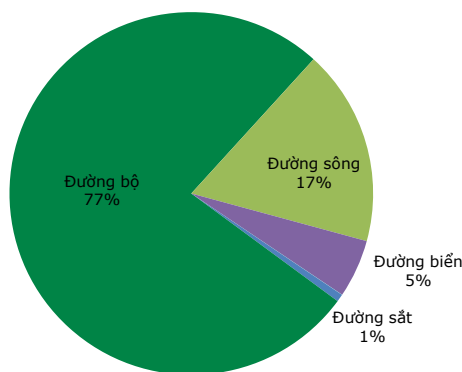
### Quy hoạch phát triển mạng đường bộ của Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2020

Vận tải đường bộ đã trở thành "xương sống" của ngành vận tải hàng hóa Việt Nam.

Phân khúc cầu đường chiếm 50-55% giá trị ngành cơ sở hạ tầng giao thông trong năm 2014. Theo kế hoạch phát triển hệ thống giao thông vận tải của Việt Nam đến năm 2020 và hướng đến năm 2030, nhu cầu vốn để phát triển cơ sở hạ tầng là khoảng 200 nghìn tỷ mỗi năm, gấp đôi so với hiện tại. Nhu cầu vốn đầu tư là khá lớn nhưng ngân sách Chính phủ chỉ đáp ứng 30-40% tổng nhu cầu. Vì vậy, nguồn vốn còn lại cần huy động từ khu vực tư nhân và nước ngoài.

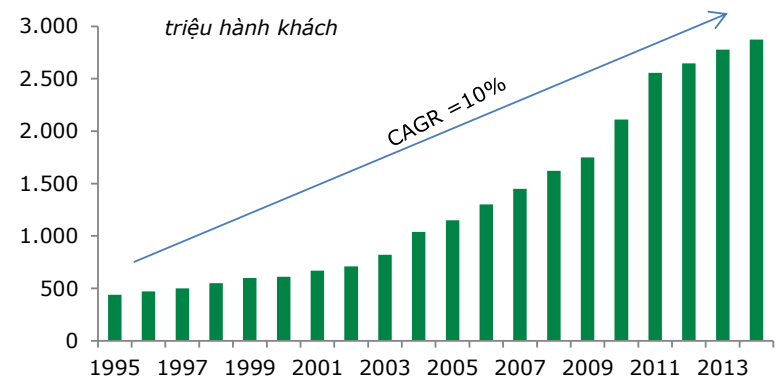
Vận tải đường bộ đã trở thành "xương sống" của ngành vận tải hàng hóa Việt Nam. Trong năm 2014, khối lượng vận chuyển bằng đường bộ chiếm 77% khối lượng vận tải hàng hóa cả nước. Số lượng hành khách lưu thông bằng đường bộ đã tăng lên nhanh chóng trong những năm qua. Do đó, việc xây dựng tuyến đường bộ sẽ là một điểm sáng trong cơ sở hạ tầng giao thông vận tải khi Chính phủ muốn giải quyết tình trạng ùn tắc giao thông tại các thành phố lớn.

### Cơ cấu khối lượng vận tải hàng hóa năm 2014



Nguồn: GSO

### Tốc độ tăng trưởng số lượng hành khách đường bộ trong giai đoạn 1995-2014



Nguồn: GSO

**Chi phí giải phóng mặt bằng làm gia tăng chi phí đầu tư vào các dự án đường cao tốc tại Việt Nam.** Chi phí để xây dựng đường cao tốc tại Việt Nam cao hơn 50-100% so với các quốc gia Châu Á khác như Thái Lan, Ma-lai-xi-a, Trung Quốc và In-đô-nê-xi-a, chủ yếu là do chi phí giải phóng mặt bằng. Quá trình giải phóng mặt bằng thường làm chậm tiến độ thực hiện dự án và tăng chi

phí đầu tư. Nhiều dự án đã bị trễ tiến độ do việc giải phóng mặt bằng chậm, như dự án Đại lộ Thăng Long được khởi công vào năm 2005 với tổng số vốn là 5.379 tỷ đồng. Dự án này tốn khoảng 250 tỷ đồng/km, tăng từ 180 tỷ đồng/km của năm 2005. Bên cạnh đó, một số lý do khác làm tăng chi phí đầu tư như trình độ quản lý dự án yếu kém, địa hình yếu, nguồn vốn phụ thuộc vào các khoản vay khiến chi phí lãi vay cao, hầu hết các chuyên gia, tư vấn, nhà thầu cũng như máy móc, thiết bị được cung cấp từ nguồn vốn ODA, v.v.

### **Nghị định mới về đầu tư theo hình thức đối tác công tư (PPP) hỗ trợ tiến độ xây dựng và nhu cầu trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng**

*Chúng tôi kỳ vọng rằng nghị định mới về PPP sẽ thu hút mạnh các nguồn vốn từ khu vực tư nhân vào các dự án cơ sở hạ tầng.*

Nghị định số 15/2015 /NĐ-CP về đầu tư theo hình thức đối tác công tư (PPP) có hiệu lực từ ngày 10/4/2015, thay thế Quyết định số 71/2010/QĐ-TTg và Nghị định 108/2009/NĐ-CP. Chúng tôi nhận thấy rằng khung pháp lý mới này về PPP cơ bản không có thay đổi lớn nhưng nó thể hiện động thái của Chính phủ nhằm thúc đẩy đầu tư vào các dự án PPP ở Việt Nam thông qua việc tăng cường cầu nối hợp tác giữa cơ quan Nhà nước và các nhà đầu tư tư nhân. Bảng dưới đây đề cập những thay đổi quan trọng của nghị định mới về PPP:

Quyết định 71 và Nghị định 108		Nghị định 15
Các loại hợp đồng chính	BOT, BT, ODA Nhật Bản, đầu tư trực tiếp theo Luật Đầu tư	Bổ sung thêm các loại hợp đồng: Xây dựng-Sở hữu-Kinh doanh (BOO), Xây dựng-Chuyển giao-Cho thuê (BTL), Xây dựng-Cho thuê-Chuyển giao (BLT), và Kinh doanh-Quản lý (OM). Nghị định về PPP còn linh hoạt cho phép "các hợp đồng tương tự" nếu được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt.
Các lĩnh vực đầu tư	Chủ yếu cho các lĩnh vực như vận tải, nhà máy điện, bệnh viện	Bổ sung thêm một số ngành như: cơ sở hạ tầng thương mại (công nghiệp, khoa học, công nghệ và khu kinh tế), giao thông, hệ thống chiếu sáng, hệ thống thoát nước, nhà ở xã hội, nhà ở tái định cư, nghĩa trang, cung cấp nước và xử lý chất thải, nhà máy điện và truyền tải, cơ sở hạ tầng y tế, giáo dục, văn hóa, thể thao, công nghiệp, nông nghiệp và các dự án khác theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ.
Vốn đầu tư tối thiểu	(Không đề cập)	20 tỷ đồng, trừ các dự án theo hợp đồng OM và các dự án nông nghiệp
Tỷ lệ đầu tư tối đa của Chính phủ	Giới hạn mức đầu tư của nhà nước trong một dự án là 30% tổng chi phí đầu tư, không phụ thuộc vào nhu cầu và tính chất thực tế của dự án (trên 30% phải được sự chấp thuận của Thủ tướng Chính phủ). Mức giới hạn như vậy có ảnh hưởng tiêu cực đến lợi ích của nhà đầu tư trong chương trình PPP của Việt Nam.	Không giới hạn số vốn nhà nước trong một dự án PPP (phụ thuộc vào nhu cầu của dự án)
Tiền sử dụng đất/thuê đất	Miễn phí tiền sử dụng đất, tiền thuê đất trong suốt thời gian của dự án	Đóng tiền sử dụng đất, tiền thuê đất theo quy định của Luật đất đai
Thế chấp quyền sử dụng đất	Quyền sử dụng đất chỉ có thể được thế chấp cho vay sau khi nhận được sự chấp thuận từ Bộ Tư Pháp	Quyền sử dụng đất, tài sản và các quyền khác, có thể được thế chấp theo quy định của Luật đất đai và Luật dân sự. Thế chấp đất với bên cho vay nước ngoài là trái với luật pháp hiện hành.
Ngoại hối	Chính phủ đã đảm bảo tính chuyển đổi, tính có sẵn và việc chuyển ngoại tệ đối với một số dự án.	Các dự án cơ sở hạ tầng quan trọng (trong chương trình của Chính phủ và được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt) có thể được đảm bảo về nguồn ngoại tệ có sẵn. Không đề cập đến đảm bảo tỷ giá và không rõ người bảo lãnh.
Bảo lãnh	Được Nhà nước bảo lãnh toàn bộ	Có thể đảm bảo hiệu suất của các đối tác Nhà Nước, nhưng người bảo lãnh sẽ do Thủ tướng Chính phủ bổ nhiệm và không phải là người của Chính phủ.
Quy trình thực hiện	Không rõ ràng	Các thủ tục thực hiện các dự án PPP minh bạch hơn (một bước đi thông minh trong quy trình triển khai dự án PPP)

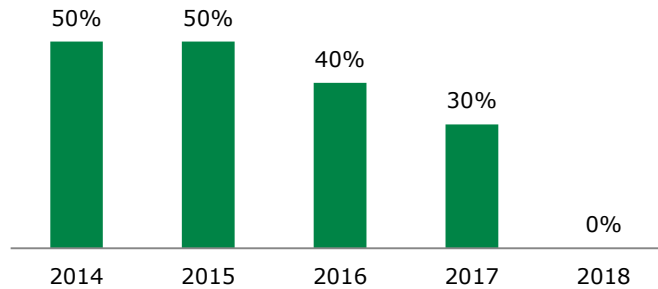
Nguồn: Nghị định số 15/2015 /NĐ-CP, Freshfields, VPBS tổng hợp

## Hoạt động thu phí có tiềm năng tăng trưởng cao

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động thu phí sẽ tăng trưởng mạnh trong những năm tới nhờ vào mức thuế nhập khẩu xe hơi giảm mạnh từ năm 2016 đến năm 2018.

Theo Thông tư 165/2014/TT-BTC có hiệu lực từ 01/01/2015, thuế nhập khẩu xe từ ASEAN hiện ở mức 50%, sẽ bắt đầu giảm từ năm 2016, và xuống mức 0% vào năm 2018. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ dẫn đến nhu cầu ô tô sẽ tăng cao trong tương lai. Vì vậy, doanh thu từ hoạt động thu phí, lệ phí của các công ty hạ tầng cũng sẽ tăng trưởng trong vài năm tới.

Thuế nhập khẩu ô tô năm 2014-2018



Nguồn: Thông tư 165/2014/TT-BTC, Bộ Tài Chính

Thông tư 159/2013/TT-BTC về "Hướng dẫn chế độ thu, nộp, quản lý và sử dụng phí sử dụng đường bộ để hoàn vốn đầu tư xây dựng đường bộ" giúp nâng cao tính khả thi của các dự án hạ tầng (BOT, PPP).

Lộ trình áp dụng như sau:

- Năm 2014 áp dụng mức thu tối đa không quá 2,5 lần mức thu tối thiểu khung (riêng mức thu xe nhóm 5 tối đa không quá 2 lần mức thu tối thiểu khung);
- Năm 2015 áp dụng mức thu tối đa không quá 3 lần mức thu tối thiểu khung (riêng mức thu xe nhóm 5 tối đa không quá 180.000 đồng/vé/lượt);
- Từ năm 2016 trở đi, mức thu phí sẽ được điều chỉnh sau 3 năm dựa trên những thay đổi thực tế, chỉ số giá và đề xuất của Bộ Giao thông Vận tải, Bộ Tài chính sẽ thực hiện điều chỉnh mức thu phí quy định tại Thông tư này bảo đảm nguyên tắc của pháp luật về phí, lệ phí.

Phương tiện chịu phí	Khung mức phí	Mức phí cũ
1 Xe dưới 12 ghế ngồi, xe tải có tải trọng dưới 2 tấn, các loại xe buýt chở khách công cộng	15.000 – 52.000	10.000
2 Xe từ 12 đến 30 ghế ngồi, xe tải có tải trọng từ 2 tấn đến dưới 4 tấn	20.000 – 70.000	15.000
3 Xe từ 31 ghế ngồi trở lên, xe tải có tải trọng từ 4 tấn đến dưới 10 tấn	25.000 – 87.000	22.000
4 Xe tải có tải trọng từ 10 tấn đến dưới 18 tấn, xe chở hàng container 20 fit	40.000 – 140.000	40.000
5 Xe tải có tải trọng từ 18 tấn trở lên, xe chở hàng container 40 fit	80.000 – 200.000	80.000

Nguồn: Thông tư 159/2013/TT-BTC và Thông tư 90/2004/TT-BTC

Bên cạnh đó, Bộ Giao thông Vận tải bắt đầu áp dụng hệ thống thu phí điện tử (ETC) tại một trạm thu phí trên Quốc lộ 1 tại tỉnh Quảng Bình để chuẩn bị triển khai cho toàn bộ hệ thống đường bộ ở Việt Nam. Hệ thống này sử dụng nhận dạng công nghệ tần số radio (RFID), sẽ giúp giảm ùn tắc tại các trạm thu phí vì xe sẽ không phải dừng lại để trả phí. Để sử dụng dịch vụ, chủ xe sẽ được cấp một thẻ nhận dạng miễn phí có chứa thông tin chi tiết về chiếc xe của họ. Sau khi thẻ đã được quét tại các trạm thu phí, lệ phí sẽ được tự động trừ tiền từ tài

khoản của chủ sở hữu. Ông Phạm Quang Dũng, Chủ tịch HUT (công ty chịu trách nhiệm về thực hiện hệ thống) cho biết hệ thống sẽ giúp tiết kiệm khoảng 3.400 tỷ đồng mỗi năm, trong đó bao gồm chi phí in vé giấy, chi phí nhiên liệu và lương trả cho nhân viên đứng tại trạm.

## TỔNG QUAN CÔNG TY

CTCP Tasco (HUT) được thành lập vào năm 1971 dưới tên gọi Đội cầu Nam Hà. Vào tháng 4/2008, công ty niêm yết trên Sở GDCK Hà Nội (HNX). HUT tham gia vào mảng xây dựng cơ sở hạ tầng cầu đường, BT, BOT, dịch vụ thu phí và bất động sản. Đến nay, HUT đã hoạt động trong các lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng hơn 44 năm và đã thực hiện nhiều dự án BT và BOT quy mô lớn.

Đối thủ cạnh tranh chính trong nước của HUT là Sông Đà, Vinaconex, HUD, Lũng Lô, Licogi, và UDIC v.v. Đối thủ cạnh tranh chính nước ngoài là các nhà thầu Nhật Bản, Hàn Quốc và Trung Quốc.

### Quá trình hình thành và phát triển của công ty

1971	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thành lập với tên gọi Đội cầu Nam Hà</li> </ul>
2004 - 2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giải thưởng chất lượng Việt Nam</li> </ul>
2005	<ul style="list-style-type: none"> <li>Phát triển 2 chi nhánh tại Nam Định và TP.HCM</li> </ul>
2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>Đổi tên thành CTCP TASCO</li> </ul>
2008	<ul style="list-style-type: none"> <li>Niêm yết trên sàn HNX với vốn điều lệ 55 tỷ đồng</li> </ul>
2008	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ký kết các dự án đầu tư BT và BOT lớn</li> </ul>
2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nâng vốn điều lệ lên 350 tỷ đồng</li> <li>Phát hành thành công 200 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi</li> </ul>
2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>Phát hành 175 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi</li> </ul>
2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nâng cấp hệ thống kiểm soát nội bộ và đưa hệ thống quản trị rủi ro vào áp dụng</li> </ul>
2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thành lập CT TNHH MTV Tasco Quảng Bình, CTCP Tasco Thành Công</li> </ul>
2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>Phát hành riêng lẻ 20 triệu cổ phiếu cho cổ đông chiến lược</li> <li>Chuyển đổi trái phiếu thành 10 triệu cổ phiếu</li> </ul>
2015	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nâng mức sở hữu tại Tổng Công ty Thăng Long lên 35,41%</li> </ul>

Nguồn: Báo cáo thường niên HUT

HUT tập trung vào các hoạt động kinh doanh sau:

- **Xây dựng cơ sở hạ tầng (90,7% doanh thu năm 2014):** Hoạt động kinh doanh chính bao gồm xây dựng giao thông cầu đường, thủy lợi và các dự án BT. HUT đã thành công trong nhiều dự án quy mô lớn và nổi tiếng ở miền Bắc của Việt Nam, như đường tỉnh lộ 490C (tổng mức đầu tư là 748 tỷ đồng), đường quốc lộ 38B (tổng mức đầu tư là 375 tỷ đồng), BT21 (tổng mức đầu tư là 3.802 tỷ đồng).
- **Hoạt động thu phí (3,7% doanh thu năm 2014):** Hiện nay, HUT có 3 trạm thu phí tại Tân Đệ (thu phí từ năm 2009), Mỹ Lộc (từ năm 2009) và Quảng Bình (từ tháng 7/2015).

*HUT là một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng ở khu vực phía Bắc của Việt Nam.*

- Bất động sản (0,5% doanh thu năm 2014): HUT tham gia kinh doanh bất động sản từ năm 2007. Hiện nay, HUT có 4 bốn dự án bất động sản đang triển khai tại Hà Nội với tổng quỹ đất hơn 38,5 ha.
- Các dịch vụ khác (5,1% doanh thu năm 2014): HUT còn sản xuất các sản phẩm bê tông, kinh doanh vật liệu xây dựng.

## Công ty con và công ty liên kết

HUT hiện có 5 công ty con và 3 công ty liên kết tập trung vào mảng xây dựng và bất động sản. Kết quả kinh doanh năm 2014 của các công ty này khá tốt.

### Lợi nhuận sau thuế năm 2014 của các công ty con và công ty liên kết của HUT (Tỷ đồng)

STT	Công ty con	% sở hữu	Hoạt động kinh doanh	Vốn góp của HUT (tỷ đồng)	2014 (tỷ đồng)	
					Doanh thu	LNST
1	Cty TNHH MTV Tasco 6	100,0%	Thu phí đường bộ	0,05	102	6
2	CTCP Tasco Nam Thái	51,0%	Xây lắp	154,1	0,8	1,3
3	Cty TNHH MTV Tasco Quảng Bình	100,0%	Xây lắp	181,5	-	-
4	Cty TNHH MTV Tasco Nam Định	100,0%	Xây lắp	300,6	1.605	259
5	CTCP Tasco Thành Công	51,0%	Vật liệu xây dựng	3,0	146	1
<b>STT Công ty liên kết</b>						
1	CTCP BĐS Thái An	30,0%	Bất động sản	16,9		
2	CTCP Tasco Thăng Long	30,0%	Bất động sản	1,8		
3	CTCP D-Tech	20,0%	Vật liệu xây dựng	2,0		
4	Tổng Công ty Thăng Long	35,41%	Xây dựng	133		

Nguồn: Dữ liệu của công ty

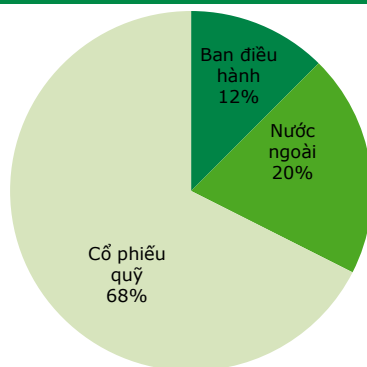
## Cơ cấu sở hữu

Mutual Fund Elite là nhà đầu tư nước ngoài lớn nhất với tỷ lệ sở hữu 9,4%.

Mutual Fund Elite đã mua 5 triệu cổ phiếu tại ngày 14/5/2015, với giá bình quân 13.500 đồng/cổ phiếu (giá điều chỉnh sau khi chia cổ tức 12% trên mệnh giá vào ngày 10/6/2015 là 12.000 đồng/cổ phiếu); đây là 1 phần trong đợt phát hành riêng lẻ của HUT (20 triệu cổ phiếu). Những cổ phiếu mới này được niêm yết trên sàn HSX vào ngày 19/5/2015 nhưng bị hạn chế chuyển nhượng trong vòng một năm.

Hiện nay, Mutual Fund Elite là nhà đầu tư nước ngoài lớn nhất của HUT với tỷ lệ sở hữu là 9,35% (tương đương 10,7 triệu cổ phiếu), tiếp theo là Lucerne Enterprise Ltd. (4,5%) và Asean Small Cap Fund (3,8%).

### Cơ cấu sở hữu



Nguồn: Báo cáo thường niên, HSX

### Nhà đầu tư nước ngoài lớn

Nhà đầu tư nước ngoài	Tỷ lệ sở hữu
Mutual Fund Elite	9,4%
Lucerne Enterprise Ltd	4,5%
Asean Small Cap Fund	3,8%
<b>Tổng</b>	<b>17,7%</b>

Nguồn: Báo cáo thường niên, HSX



## Ban điều hành

**Ông Phạm Quang Dũng - Chủ tịch** làm việc tại Cục Thủy lợi của huyện Hải Hậu, Nam Định trước khi được mời về làm Phó Giám đốc cho Công ty Công trình Giao thông Nam Định vào năm 1997. Ông Dũng đã dẫn dắt HUT trở thành một thương hiệu sáng trong lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng cầu đường.

**Ông Hoàng Hà Phương – Tổng Giám đốc** là kỹ sư cầu đường có hơn 10 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông vận tải. Ông Phương đã làm việc ở HUT từ tháng 5/2008 và đảm nhiệm rất nhiều vị trí chủ chốt như Giám đốc dự án và Giám đốc CT TNHH MTV Tasco Quảng Bình. Ông đã giúp HUT vượt qua giai đoạn khó khăn và đạt được những kết quả đáng ghi nhận.

### Cơ cấu ban điều hành

Tên	Vị trí	Năm sinh	Tỷ lệ sở hữu
Hội đồng quản trị			
Ông Phạm Quang Dũng	CT HĐQT	1954	5,66%
Ông Phạm Văn Lương	Phó CT HĐQT	1957	3,26%
Ông Nguyễn Ngọc Hùng	Thành viên	1975	0,08%
Bà Phạm Thị Nhàn	Thành viên	1962	1,20%
Bà Trần Thị Thanh Tân	Thành viên	1971	1,37%
Ông Vũ Quang Lâm	Thành viên	1975	2,26%
Bà Nguyễn Thị Thúy *	Thành viên	1961	0,51%
Ban giám đốc			
Ông Hoàng Hà Phương	TGD	1979	
Ông Trịnh Xuân Nam	Phó TGD	1971	
Ông Nguyễn Hồng Thăng	Phó GD Tài chính	1975	

(\* ) Đại diện vốn góp của Tập đoàn Phát triển Nhà và Đô thị (HUD)  
Nguồn: Báo cáo quản trị bán niên 2015

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

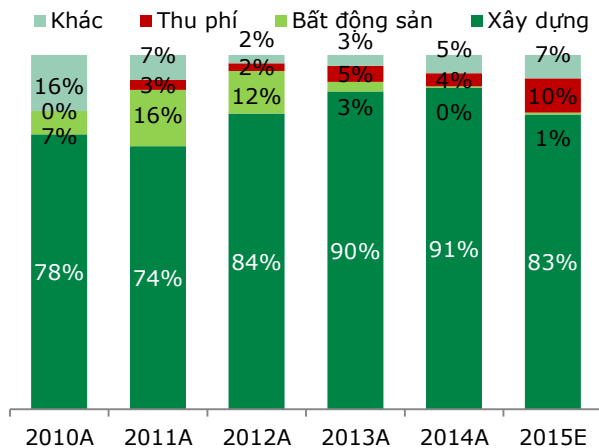
### Phân khúc xây dựng cơ sở hạ tầng là mảng kinh doanh chính

Trong giai đoạn 2010-2014, phân khúc xây dựng cơ sở hạ tầng duy trì tỷ trọng đóng góp lớn nhất vào doanh thu thuần và lợi nhuận gộp của HUT. Trong năm 2011, doanh thu chủ yếu đến từ các dự án mở rộng QL 1A đoạn từ Km605+00 đến Km617+00 (tổng mức đầu tư là 315 tỷ đồng) và cải tạo, nâng cấp Quốc lộ 38B (tổng mức đầu tư là 374,6 tỷ đồng). Trong năm 2012, HUT thực hiện dự án nâng cấp đường tỉnh lộ 490C2 (tổng mức đầu tư là 748 tỷ đồng). Trong năm 2013, doanh thu mảng xây dựng cơ sở hạ tầng giảm nhẹ do dự án BT21 (tổng mức đầu tư là 3.802 tỷ đồng) chưa hoàn thành kịp để được ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong năm.

Doanh thu từ mảng xây dựng vào năm 2014 đạt 2.762 tỷ đồng, tăng 56,0% so với năm trước và lợi nhuận sau thuế đạt mức 258 tỷ đồng. Những dự án chính đóng góp vào sự tăng trưởng doanh thu bao gồm dự án BT21, Cầu Phố Lu (tổng mức đầu tư là 270 tỷ đồng). Tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) của doanh thu thuần đạt 35,0% trong giai đoạn 2010-2014.

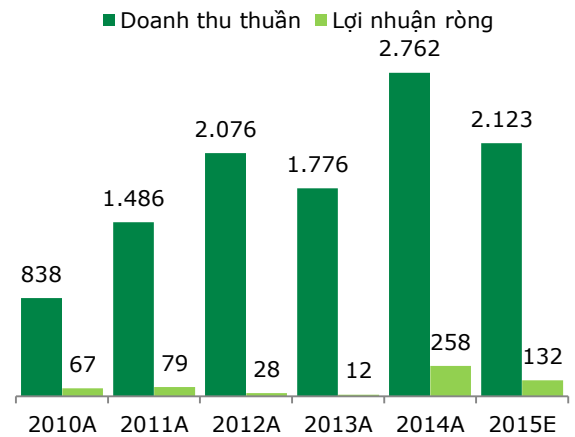
*Phân khúc xây dựng cơ sở hạ tầng chiếm 90,7% tổng doanh thu của HUT trong năm 2014.*

## Cơ cấu doanh thu



Nguồn: Báo cáo tài chính, VPBS

## Doanh thu và lợi nhuận ròng (tỷ đồng)

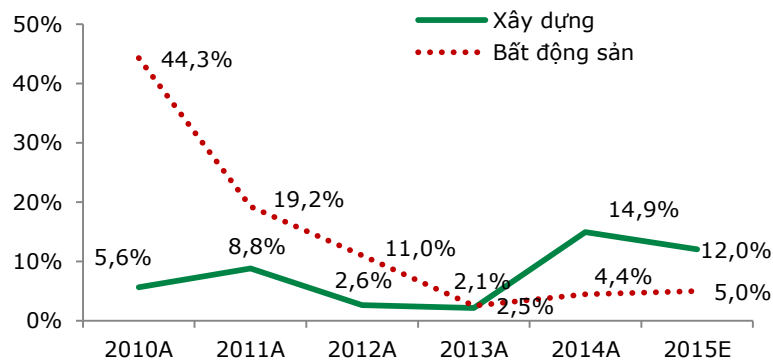


Nguồn: Báo cáo tài chính, VPBS

Biên lợi nhuận gộp của công ty giảm đáng kể xuống còn 2,6% trong năm 2012 và 2,1% trong năm 2013 so với mức 8,8% năm 2011. Nguyên nhân chính do trình trạng trì trệ của thị trường bất động sản của Việt Nam và Nhà nước giảm mạnh đầu tư công từ năm 2011 đến năm 2013; nên HUT đã phải giảm giá bán các biệt thự tại dự án Vân Canh, chi phí xây dựng tăng trong khi giá thầu các dự án cầu đường không tăng để cạnh tranh với các nhà thầu trong nước khác.

Trong năm 2014, biên lợi nhuận gộp của HUT gia tăng đáng kể, lên đến 14,9%. Theo như cuộc thảo luận của chúng tôi với công ty, sự gia tăng này chủ yếu xuất phát từ việc ghi nhận dự án BT21 (biên lợi nhuận gộp 14,0%). Do đó tốc độ CAGR của lợi nhuận ròng trong giai đoạn 2010-2014 đạt 40,0%.

## Biên lợi nhuận gộp theo phân khúc



Nguồn: Báo cáo tài chính, VPBS

*HUT không thành công trong việc mở rộng mảng bất động sản.*

Công ty bắt đầu mở rộng hoạt động với phân khúc bất động sản trong năm 2007. Công ty đã triển khai dự án Khu đô thị mới Vân Canh (HUT là nhà đầu tư thứ cấp) và Khu nhà ở sinh thái Xuân Phương (trước đây là khu đô thị mới Xuân Ngọc) từ năm 2008. Tuy nhiên, HUT chỉ cho ra mắt dự án Khu đô thị mới Vân Canh do tình trạng trì trệ của thị trường bất động sản trong giai đoạn 2008-2013. Tỷ trọng doanh thu mảng bất động sản giảm dần từ năm 2011 đến năm 2014. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng HUT sẽ tập trung triển khai lại dự án Khu nhà ở sinh thái Xuân Phương do triển vọng tốt của thị trường bất động sản trong vài năm tới; và phân khúc này sẽ đóng góp một phần lớn vào tổng doanh thu và lợi nhuận của HUT từ năm 2016 đến năm 2018.

Mảng thu phí mang lại dòng tiền ổn định cho HUT.

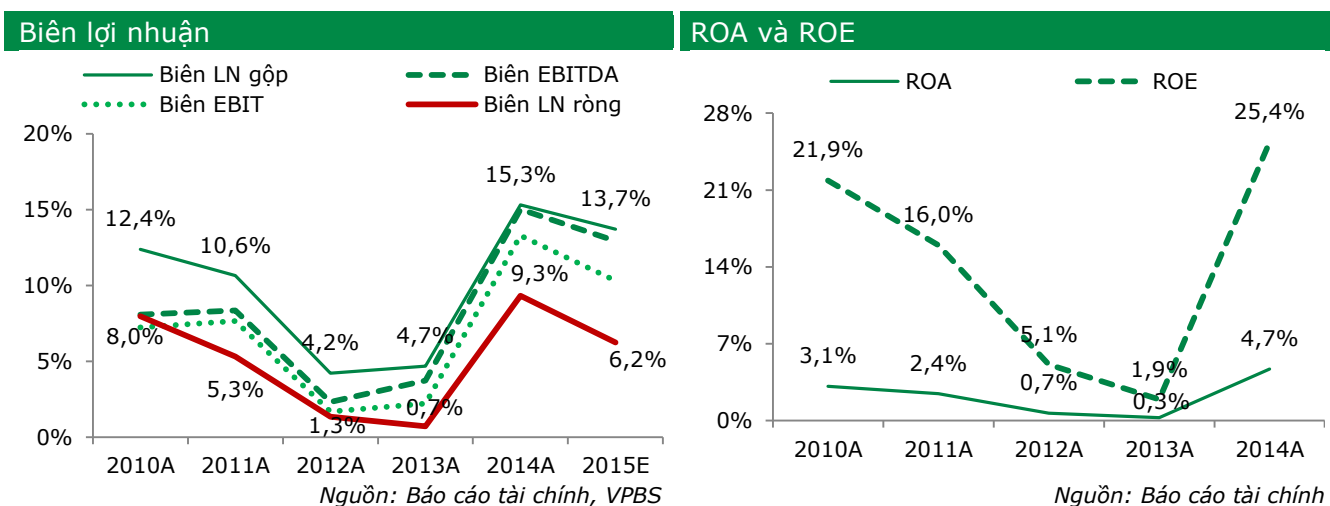
Hoạt động thu phí có tỷ trọng đóng góp doanh thu ổn định ở mức 3,0-4,0%. Vào năm 2009, HUT bắt đầu thu phí trạm Tân Đê để hoàn vốn trong 17-18 năm (tùy thuộc lưu lượng xe thực tế) cho dự án BOT QL10. Từ ngày 01/01/2015, trạm thu phí Tân Đê tăng mức thu phí thêm 200% so với năm 2008. Trong năm 2009, HUT bắt đầu thu phí tại trạm Mỹ Lộc để hoàn vốn cho dự án BOT QL21 với thời gian hoàn vốn là 17-18 năm. Từ 01/06/2013, mức thu phí tại trạm Mỹ Lộc tăng gấp đôi so với năm 2009.

### Lợi nhuận được cải thiện mạnh mẽ sau khi sụt giảm trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2013

Lợi nhuận sụt giảm nhưng được cải thiện trong năm 2014.

Biên lợi nhuận ròng của HUT giảm từ mức 8,0% năm 2010 xuống còn 0,7% trong năm 2013 do thị trường bất động sản Việt Nam trì trệ, Nhà nước đã giảm đầu tư công, và cạnh tranh cao (giá đấu thầu thấp và chi phí lãi vay cao). Trong năm 2014, biên lợi nhuận ròng, biên EBIT và EBITDA có xu hướng tương tự với biên lợi nhuận gộp.

Chỉ số ROA và ROE của công ty giảm dần từ năm 2010 đến năm 2013, đặc biệt là vào năm 2013 khi HUT tăng vốn chủ sở hữu 85,0% do trả cổ tức bằng cổ phiếu và trái phiếu chuyển đổi, trong khi lợi nhuận ròng lại giảm mạnh.



Chúng tôi so sánh lợi nhuận của HUT với nhóm các công ty niêm yết trong ngành có hoạt động kinh doanh gần với HUT: CTCP Xây dựng Cotec (CTD), CTCP Bất động sản và Xây dựng Hòa Bình (HBC), CTCP Kỹ thuật Nền móng và Công trình ngầm Fecon (FCN), CTCP xây dựng điện Việt Nam (VNE), CTCP Sông Đà 5 (SD5), CTCP Sông Đà 10 (SDT) và CTCP xây dựng số 5 (SC5). Biên lợi nhuận gộp của HUT năm 2014 là 15,3%, đứng thứ 4, và biên lợi nhuận thuần là 9,3%, đứng thứ 2 trong nhóm này. Nhìn chung, lợi nhuận của HUT là tương đương mức trung bình.

## Chỉ số sinh lời

	HUT	CTD	HBC	FCN	VNE	SD5	SĐT	SC5
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>								
2010	12,4%	8,5%	16,7%	27,6%	21,2%	14,7%	21,9%	7,5%
2011	10,6%	7,7%	13,7%	24,1%	25,6%	15,2%	20,8%	3,3%
2012	4,2%	7,2%	9,3%	26,0%	26,4%	20,7%	23,0%	4,9%
2013	4,7%	7,5%	9,1%	16,9%	21,2%	13,9%	22,2%	2,5%
2014	15,3%	7,3%	11,7%	18,9%	30,1%	12,4%	21,9%	6,3%
<b>Trung bình</b>	<b>9,4%</b>	<b>7,6%</b>	<b>12,1%</b>	<b>22,7%</b>	<b>24,9%</b>	<b>15,4%</b>	<b>21,9%</b>	<b>4,9%</b>
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>								
2010	8,0%	7,3%	7,9%	14,0%	6,1%	5,6%	9,1%	3,4%
2011	5,3%	4,7%	4,9%	9,5%	4,2%	3,3%	6,1%	1,7%
2012	1,3%	5,2%	3,2%	9,4%	2,4%	2,9%	6,4%	0,6%
2013	0,7%	4,2%	0,8%	8,5%	2,0%	1,3%	5,5%	4,3%
2014	9,3%	4,3%	2,0%	9,6%	8,9%	2,7%	6,1%	2,4%
<b>Trung bình</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>3,8%</b>	<b>10,2%</b>	<b>4,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>6,7%</b>	<b>2,5%</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VPBS tổng hợp

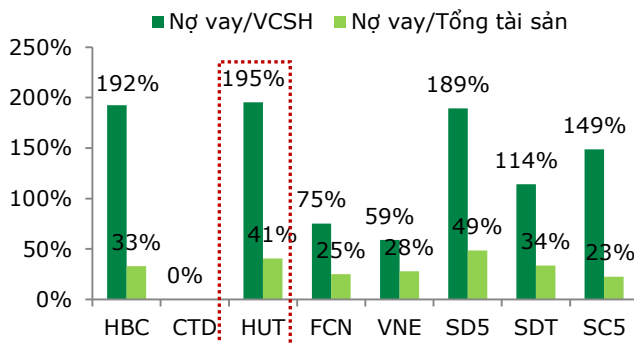
## Tình hình tài chính ổn định và hợp lý đối với công ty xây dựng hạ tầng

Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu của HUT ổn định trong giai đoạn 2010 – 2014 và tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản đang có xu hướng giảm.

Tính đến ngày 31/3/2015, tổng số dư nợ vay của HUT là 2.188 tỷ đồng chủ yếu vay dài hạn để tài trợ cho các dự án BT và BOT. Công ty có uy tín thanh toán tín dụng đúng hạn, ngay cả trong giai đoạn 2010-2013 nhờ có dòng tiền ổn định từ mảng thu phí. Chúng tôi ước tính lãi suất bình quân của HUT là 12,3% so với mức 13,5% của năm 2014.

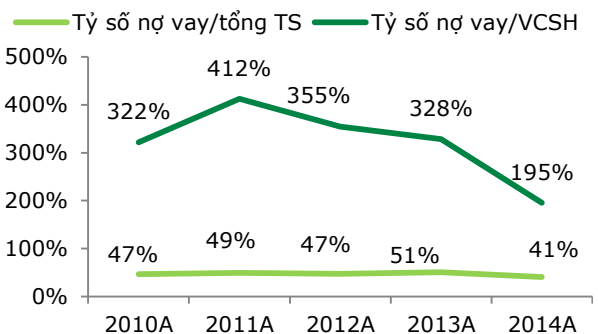
Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu của HUT ổn định trong giai đoạn 2010-2014 và tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản mặc dù cao hơn nhóm tương đương cùng ngành nhưng đang có xu hướng giảm. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ vay này đang ở mức phù hợp với hoạt động kinh doanh hiện tại khi HUT đang triển khai các dự án BT và BOT.

Tỷ lệ nợ vay các công ty cùng ngành năm 2014



Nguồn: Báo cáo tài chính, VPBS tổng hợp

Tỷ lệ nợ vay của HUT



Nguồn: Báo cáo tài chính

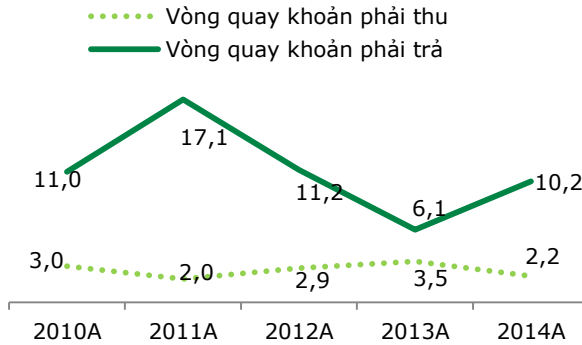
## Vòng quay phải thu trên mức trung bình của các công ty cùng ngành

HUT trích lập dự phòng rất ít cho các khoản nợ xấu so với các công ty trong ngành trong năm 2014.

Các khoản phải thu của HUT phần lớn đến từ các dự án thực hiện cho Nhà nước, vì thế mức dự phòng cho các khoản nợ phải thu khó đòi ở mức thấp. Hệ số vòng quay khoản phải thu ổn định ở mức 2,0-3,5 lần trong những năm gần đây, trong khi mức trung bình của nhóm tương đương cùng ngành năm 2014 là 2,0 lần. Hầu hết các công ty trong ngành đều ghi nhận một khoản dự phòng cho nợ xấu trong năm 2014 như CTD (43 tỷ đồng), VNE (23 tỷ đồng), SĐT (18 tỷ đồng), và HBC (157 tỷ đồng).

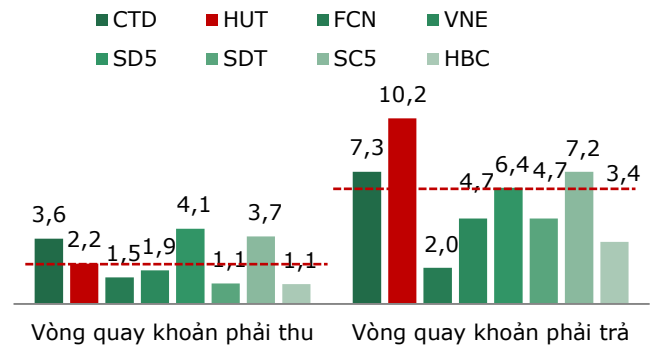
Hệ số vòng quay khoản phải trả cao nhất so với mức 6,4 lần của nhóm cùng ngành. Điều này có nghĩa HUT không tận dụng được vốn của các nhà cung cấp vật liệu xây dựng, nhưng cũng cho thấy khả năng thanh toán của HUT khá tốt.

### Chỉ số thanh toán



Nguồn: Báo cáo tài chính

### So sánh với công ty cùng ngành



Nguồn: Báo cáo tài chính

## KẾ HOẠCH KINH DOANH 2015-2017

Chiến lược của HUT là tập trung vào ba mảng sau:

### 1. Xây dựng cơ sở hạ tầng (dự án cầu đường, thủy lợi và BT)

#### Xây dựng cầu đường

*HUT tiếp tục tập trung vào mảng xây dựng cầu đường trong những năm tới.*

HUT hiện có năng lực thi công xây dựng đường bộ, nhưng yếu ở mảng xây dựng cầu. Công ty tăng tỷ lệ sở hữu tại Tổng Công ty Thăng Long lên mức 35,41% tại ngày 14/5/2015, để nâng cao năng lực xây dựng cầu lớn. Theo buổi thảo luận với ban quản trị, mảng xây dựng cầu đường dự kiến đóng góp khoảng 800-900 tỷ đồng trong năm 2015 và tăng trưởng khoảng 10% mỗi năm trong những năm tới; biên lợi nhuận gộp cho các dự án này ở mức 5-10%.

#### Dự án BT

Dự án BT	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí	Tiến độ	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Chiều dài (km)
1 BT21	100%	Nam Định	Hoàn thành T10/2014	3.802	21,1
2 BT39	51%	Thái Bình	Hoàn thành 90%	1.882	22,8
3 BT Lê Đức Thọ	100%	Hà nội	Đang triển khai	1.000	3,5

Nguồn: HUT, VPBS tổng hợp

Hiện nay, HUT đang triển khai dự án BT39 (CTCP Tasco Nam Thái - HUT sở hữu 51,0%) với tổng mức đầu tư là 1.882 tỷ đồng. Dự án này dự kiến sẽ đóng góp lớn vào doanh thu công ty năm 2015. HUT dự kiến ghi nhận toàn bộ doanh thu và lợi nhuận từ dự án này trong năm 2015.

HUT đang triển khai dự án BT Lê Đức Thọ với tổng mức đầu tư là 1.000 tỷ đồng. Để hoàn vốn cho dự án BT này, HUT sẽ được giao các dự án sau: khu nhà ở sinh thái Xuân Phương (38 ha với giá trị đất là 600 tỷ đồng), dự án 48 Trần Duy Hưng, và một khu đất khác. Ban quản trị cho biết công ty sẽ tiếp tục triển khai các dự án BT trong những năm tới, với cách thức hoàn vốn có thể được nhận bằng tiền mặt hoặc đất.

## Dự án BOT và thu phí

	Dự án BOT	Tỷ lệ sở hữu	Địa điểm	Tiến độ	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Trạm	Doanh thu hàng năm (tỷ đồng)	Thời gian hoàn vốn
1	BOT QL 10	100%	Thái Bình	Hoàn thành 2012	650	Tân Đê	70	17-18 năm
2	BOT QL 21	100%	Nam Định	Hoàn thành 2012	487	Mỹ Lộc	50	17-18 năm
3	BOT QL 1A	100%	Quảng Bình	Hoàn thành 6/2015	1.983	Quảng Bình	120 (*)	17-18 năm
4	BOT QL 39	51%	Thái Bình	Hoàn thành 1/2016	500	Thái Bình	60 (*)	17-18 năm
5	BOT QL 10	100%	Hải Phòng	Q4/2015-Q4/2017	2.815	Hải Phòng		

(\*) HUT dự báo. Nguồn: HUT, VPBS tổng hợp

HUT sẽ không triển khai thêm dự án BOT trong tương lai.

Hiện tại, HUT đã hoàn thành 3 dự án BOT và có 3 trạm thu phí để hoàn vốn cho các dự án này. Dự án mới nhất là BOT QL 1A - Quảng Bình với tổng số vốn đầu tư là 1.983 tỷ đồng. HUT đã bắt đầu thu phí tại trạm này từ 1/7/2015. Mảng kinh doanh này có dòng tiền ổn định nhưng tỷ suất lợi nhuận không cao và đòi hỏi số vốn đầu tư rất lớn. Theo như thảo luận với ban quản trị, chiến lược của HUT cho mảng này sẽ thay đổi trong năm tới. Công ty sẽ không tập trung vào các dự án BOT; nên BOT QL 10 và BOT QL 32 (HUT sở hữu 30%) có thể là hai dự án BOT cuối cùng của HUT.

Mảng bất động sản dự kiến sẽ ghi nhận kết quả kinh doanh tốt trong năm 2016-2018.

## 2. Mảng bất động sản

Công ty cho biết sẽ mở rộng mảng kinh doanh bất động sản trong thời gian tới do thanh khoản của thị trường bất động sản Việt Nam đang cải thiện mạnh mẽ.

STT	Dự án	Mức sở hữu	Địa điểm	Tiến độ	Diện tích	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Khác
1	Khu nhà ở sinh thái Xuân Phương	100%	Từ Liêm, Hà Nội	Mở bán Q1/2016	38 ha	2.500	> 800 căn
2	Nhà ở cho Báo Nhân dân và VP. TƯ Đảng	100%	Từ Liêm, Hà Nội	Hoàn thành 1:500	3,95 ha	1.114	126 căn và 6 tòa
3	Chung cư South Building	100%	Hoàng Mai, Hà Nội	Hoàn thành móng	2.173 m <sup>2</sup>	300	21 tầng
4	Dự án 48 Trần Duy Hưng	100%	Cầu Giấy, Hà Nội	Hoàn thành 1:500	2.800 m <sup>2</sup>	462	126 căn

Nguồn: HUT, VPBS tổng hợp

Dự án Khu nhà ở sinh thái Xuân Phương là một dự án bất động sản lớn của HUT với tổng diện tích 38 ha tại phường Từ Liêm, Hà Nội. Công ty dự kiến sẽ hoàn thành dự án BT Lê Đức Thọ vào Q4/2015 và con đường này sẽ kết nối trực tiếp đến dự án Khu nhà ở sinh thái Xuân Phương. Dự án bao gồm khoảng 800 biệt thự và nhà liền kề với diện tích đất bình quân khoảng 75-100 m<sup>2</sup> mỗi căn. Công ty sẽ hoàn thành cơ sở hạ tầng tại dự án này trong Q1/2016 và dự kiến mở bán khoảng 380 căn (giai đoạn 1) trong Q1/2016. Giá đất trung bình là 30-40 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Chúng tôi nghĩ rằng mức giá này là hợp lý và dự án sẽ đóng góp phần lớn doanh thu và lợi nhuận cho HUT trong giai đoạn 2016-2018.



Nguồn: Website HUT

Khu nhà ở cho Báo Nhân dân và Văn phòng Trung ương Đảng tại phường Xuân Phương, huyện Từ Liêm, Hà Nội. Đây là một dự án tái định cư cho nhân viên của báo Nhân dân và Văn phòng Trung ương Đảng. Do đó, biên lợi nhuận gộp không cao (khoảng 5-10%) nhưng đều ra cho dự án này được bảo đảm. HUT dự kiến triển khai dự án này trong năm 2016.

Căn hộ South Building đã được triển khai từ tháng 11/2011 và HUT đã hoàn thành tầng hầm của dự án. Tuy nhiên, công ty đã dừng dự án này do thị trường bất động sản Việt Nam liên tục đi xuống từ năm 2011 đến năm 2013. Công ty dự kiến khởi công lại dự án này trong Q4/2015.

Dự án 48 Trần Duy Hưng là dự án để hoàn vốn đầu tư cho dự án BT Lê Đức Thọ với tổng diện tích 2.800 m<sup>2</sup>. HUT dự kiến triển khai dự án này trong 2016. Nhìn chung, các dự án bất động sản của HUT có vị trí tốt và giá đất hợp lý. Vì vậy, chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh bất động sản sẽ có đóng góp lớn vào doanh thu và lợi nhuận của HUT trong giai đoạn 2016-2018. Tuy nhiên, tiềm năng tăng trưởng dài hạn đối với mảng kinh doanh này chưa rõ ràng do HUT không phải là một công ty đầu tư bất động sản chuyên nghiệp và quỹ đất hiện tại của công ty cũng không lớn.

### 3. Trạm thu phí không dừng (ETC)

Theo ban quản trị của HUT, công ty dự kiến sở hữu 51,0% của dự án này (Ngân hàng BIDV sở hữu 49,0%) với tổng mức đầu tư giai đoạn 1 là 1.480 tỷ đồng và sẽ hoạt động theo hình thức BOO (xây dựng-sở hữu-kinh doanh). Ông Phạm Hùng Dũng (Chủ tịch của HUT) cho biết nếu các trạm thu phí áp dụng công nghệ này, Chính phủ sẽ tiết kiệm được khoảng 70 tỷ đồng/năm từ việc in vé thu phí, 230 tỷ đồng/năm cho chi phí nhiên liệu khi xe dừng lại, và 2.800 tỷ đồng/năm để trả lương cho nhân viên thu phí.

STT	Dự án BOO	HUT sở hữu	Địa điểm	Tiến độ	Vốn đầu tư (tỷ đồng)
1	Thu phí điện tử không dừng – Giai đoạn 1	51%	Từ QL1 đến QL14	Đang triển khai thử nghiệm 2015-2016	1.480
2	Thu phí điện tử không dừng – Giai đoạn 2	51%	Toàn quốc	2017-2018	n/a

Nguồn: HUT, VPBS tổng hợp

Hiện nay, HUT đã thí điểm thành công công nghệ thu phí điện tử (ETC) cho xe phải trả phí mà không phải dừng lại tại 3 trạm thu phí: 2 trạm trên quốc lộ 1 (trạm Quảng Bình và trạm Hoàng Mai) và trạm Toàn Mỹ trên QL14. Trong giai đoạn 1, HUT dự kiến áp dụng cho 10 trạm vào cuối năm 2015 và 30 trạm trong năm 2016. Đối với giai đoạn 2, công ty sẽ mở rộng thêm 100 trạm ETC trên toàn quốc. Tuy nhiên, chúng tôi không có đủ thông tin để xác định tỷ trọng đóng góp của phân khúc này vào doanh thu và lợi nhuận của HUT.

## MỤC TIÊU NĂM 2015

Ban quản trị đặt mục tiêu đạt 2.316 tỷ đồng doanh thu và 145 tỷ đồng lợi nhuận ròng, lần lượt giảm 16% và 44% so với năm 2014. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng HUT sẽ hoàn thành 92% kế hoạch doanh thu và 91% kế hoạch lợi nhuận năm 2015 do cân nhắc khả năng một số dự án có thể không hoàn thành kịp tiến độ để ghi nhận như kỳ vọng của công ty. Bên cạnh đó, HUT dự kiến chi trả cổ tức năm 2015 là 12% trên mệnh giá và bằng cổ phiếu.

	2014A	Kế hoạch 2015 của HUT	2015 VPBS dự báo
Doanh thu (tỷ đồng)	2.762	2.316	2.123
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	258	145	132
Cổ tức (% trên mệnh giá)	12%	12%	

Nguồn: HUT, VPBS

## Kế hoạch tăng vốn để triển khai BOT QL 10 và xây dựng các trạm ETC

Tổng nhu cầu vốn cho năm 2015 là 4.900 tỷ đồng, trong đó vốn chủ sở hữu chiếm 19,0%. HUT có kế hoạch phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, với thời hạn tối đa là ba năm. Lãi suất trái phiếu sẽ bằng bình quân lãi suất huy động 12 tháng của ba ngân hàng thương mại, cộng thêm 5%.

## Lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu năm 2015 ước đạt 11 tỷ đồng

Theo như buổi thảo luận của chúng tôi với ban quản trị, công ty ước đạt 11 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 129,0% so với cùng kỳ năm trước và tương đương 8,0% kế hoạch năm 2015. Nguyên nhân do trong 6 tháng đầu năm 2015 HUT chưa ghi nhận doanh thu và lợi nhuận của dự án BT39 (dự kiến sẽ được hoàn thành vào cuối năm 2015), và dự án BOT QL 1A-Quảng Bình (đi vào hoạt động trong tháng 7/2015).

## GIẢ ĐỊNH VÀ DỰ PHÓNG

### Tốc độ tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp:

	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Tốc độ tăng trưởng doanh thu</b>	<b>55,6%</b>	<b>-23,1%</b>	<b>14,9%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>
Xây dựng hạ tầng	57,3%	-29,81%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Bất động sản	-73%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Thu phí	27%	104,0%	92,4%	5,0%	5,0%	5,0%
Khác	163%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>15,3%</b>	<b>13,7%</b>	<b>14,9%</b>	<b>15,7%</b>	<b>15,7%</b>	<b>15,7%</b>
Xây dựng hạ tầng	14,9%	12,0%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Bất động sản	4,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Thu phí	40,0%	35,0%	35,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Khác	5,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Nguồn: VPBS ước tính



#### Mảng xây dựng cơ sở hạ tầng:

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận cho 5 năm tiếp theo dựa trên các giả định sau đây:

- Năm 2015: Tốc độ tăng trưởng doanh thu sẽ giảm 30% do HUT chỉ ghi nhận chủ yếu từ dự án BT39.
- Từ năm 2016 trở đi: HUT tập trung vào các dự án cầu đường và tăng trưởng ổn định ở mức 7% mỗi năm.

Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp của phân khúc này ở mức 12,0% trong năm 2015 và 11,5% trong giai đoạn 2016 trở đi, giảm từ 15,0% trong năm 2014 do biên lợi nhuận gộp trung bình của các dự án BT và cầu đường là khoảng 11,5%.

#### Mảng bất động sản:

Chúng tôi giả định doanh thu không tăng trưởng trong các năm tới. Biên lợi nhuận gộp của phân khúc này là 5,0%, gần tương đương với mức trung bình của năm 2013 và năm 2014.

Đối với khu nhà ở sinh thái Xuân Phương và các dự án bất động sản khác, chúng tôi không dự báo doanh thu cho các dự án này do chưa được mở bán chính thức. Tuy nhiên, chúng tôi có tính toán giá trị thặng dư của các dự án này trong mô hình định giá của chúng tôi.

#### Mảng thu phí:

- Năm 2015: Tốc độ tăng trưởng doanh thu là 104% do HUT tăng gấp đôi mức thu phí tại trạm Tân Đệ và bắt đầu thu phí 1 trạm mới (BOT QL 1A - Quảng Bình) vào ngày 01/07/2015.
- Năm 2016: Tốc độ tăng trưởng doanh thu là 92% do dự án BOT QL 1A - Quảng Bình đi vào hoạt động trong năm.
- Từ năm 2017 trở đi: chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng 5% mỗi năm dựa trên tốc độ tăng trưởng CAGR của lượng hành khách đường bộ trong giai đoạn 1995-2014.

Biên lợi nhuận gộp giảm từ 40% năm 2014 xuống mức 35% trong năm 2015 và 2016 do khấu hao cao; và ổn định ở mức 40% từ năm 2017 trở đi.

**Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp:** Chúng tôi giả định tỷ lệ của các khoản chi phí này trên doanh thu là 3,4% cho giai đoạn dự báo, tương đương với mức trung bình trong năm 2013 và 2014.

**Doanh thu tài chính:** chủ yếu đến từ thu nhập từ lãi. Chúng tôi giả định thu nhập từ lãi là 8 tỷ đồng trong năm 2015, tương đương với mức trung bình của năm 2013 và 2014, và 10 tỷ đồng từ năm 2016.

**Chi phí tài chính:** Chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí lãi vay trên tổng dư nợ ở mức 2,0% (tương đương với năm 2014).

**Chi phí đầu tư (capex):** Chúng tôi giả định HUT sẽ đầu tư cho các dự án BT, BOO, BOT trong giai đoạn 2015-2019 như sau:

Tỷ đồng	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Capex	(900)	(500)	(400)	(100)	(100)

Nguồn: VPBS dự báo

**Chi phí thuế:** Chúng tôi giả định mức thuế suất hiệu dụng bằng thuế suất thu nhập doanh nghiệp: 22,0% trong năm 2015 và 20,0% từ năm 2016 trở đi, theo Nghị định số 218/2013/NĐ-CP.

## ĐỊNH GIÁ

Dựa vào phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp so sánh theo giá thị trường (chỉ số P/E), chúng tôi tính toán được giá trị hợp lý của HUT là **12.800** đồng/cổ phiếu. Chúng tôi áp dụng tỷ trọng của phương pháp DCF là 70% và phương pháp P/E là 30% do dòng tiền ổn định nhờ vào hoạt động xây dựng và thu phí đồng thời chỉ số P/E của HUT hiện đang thấp hơn nhiều so với trung bình các công ty cùng ngành. Tiềm năng tăng giá trong dài hạn là 11,3%; do đó, cổ phiếu HUT đang bị thị trường **ĐỊNH GIÁ THẤP**.

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	đồng/cổ phiếu
DCF	14.359	70%	10.051
P/E	9.163	30%	2.749
<b>Giá trị hợp lý</b>			<b>12.800</b>

*Nguồn: VPBS tính toán*

### Mô hình DCF

Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) cho thấy mức giá mục tiêu là 14.359 đồng cho mỗi cổ phiếu HUT.

Chúng tôi áp dụng các giả định sau cho mô hình DCF:

- Lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với mức 6,5%.
- Mức bù rủi ro thị trường dự kiến là 8,67%. Beta của HUT là 1,10.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính ở mức 15,7% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- Lãi suất nợ vay dài hạn là 12,3%; thuế suất hiệu dụng của HUT là 20,0%.
- Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 12,3%.
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của HUT là 5,0%.

Tỷ đồng	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Dòng tiền tự do	(525)	(115)	(4)	280	364
Hệ số chiết khấu	1,0	0,8	0,8	0,7	9,2
Giá trị hiện tại dòng tiền	(500)	(97)	(3)	188	3.347
Giá trị công ty	2.936				
Cộng: Tiền mặt	194				
Trừ: Nợ vay	(2.188)				
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	32				
Cộng: Giá trị còn lại dự án BĐS	934				
Giá trị VCSH	1.844				
<b>Giá trị cổ phiếu</b>	<b>14.359</b>	đồng/cp			

## Phương pháp so sánh

Nhóm tương đương cùng ngành gồm 7 công ty niêm yết có hoạt động kinh doanh tương tự HUT và kết quả kinh doanh ổn định trong 4 năm qua.

Chỉ số P/E trượt của HUT thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành do số lượng cổ phiếu tăng mạnh trong Q2/2015 làm giảm EPS.

Chúng tôi sử dụng mức P/E trung bình của nhóm ngành là 9,1 lần để ước tính giá hợp lý cho cổ phiếu của HUT.

Mã CK	Tên công ty	Tăng trưởng EPS 12T	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	P/E	Nợ vay/VCSH	ROE	ROA
CTD	CTCP Xây dựng Cotec	14%	3.876	12,1	1,5	0%	13,7%	7,3%
HBC	CTCP Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Hoà Bình	153%	1.260	11,5	1,2	192%	10,3%	1,9%
FCN	CTCP Kỹ thuật nền móng và Công trình ngầm FECON	-1%	1.001	7,6	1,4	75%	19,2%	6,7%
VNE	Tổng CTCP Xây dựng điện Việt Nam	907%	826	6,8	1,1	59%	16,5%	7,3%
SD5	CTCP Sông Đà 5	-16%	426	6,4	0,8	189%	12,9%	2,7%
SDT	CTCP Sông Đà 10	-37%	607	7,2	0,7	114%	8,5%	2,5%
SC5	CTCP Xây dựng số 5	-38%	402	11,7	1,4	149%	11,3%	1,8%
Trung vị		-1%	826	7,6	1,2	114%	12,9%	2,7%
Trung bình		140%	1.200	9,1	1,1	111%	13,2%	4,3%
HUT	CTCP Tasco	1308%	1.477	4,1	0,9	195%	25,6%	4,7%

Nguồn: Bloomberg, VPBS. Dữ liệu tại ngày 7/8/2015

## Phân tích độ nhạy

Độ nhạy của giá mục tiêu do sự thay đổi WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

		Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn						
		3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%
WACC	11,4%	11.900	13.069	14.407	15.954	17.762	19.904	22.482
	11,7%	11.109	12.182	13.403	14.807	16.436	18.350	20.631
	12,0%	10.376	11.363	12.482	13.760	15.233	16.953	18.983
	12,3%	9.695	10.605	11.632	12.800	14.139	15.690	17.508
	12,6%	9.059	9.901	10.847	11.918	13.139	14.544	16.179
	12,9%	8.465	9.246	10.120	11.104	12.221	13.499	14.977
	13,2%	7.910	8.635	9.444	10.351	11.376	12.543	13.884

Độ nhạy của giá mục tiêu do sự thay đổi giả định tốc độ tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng cơ sở hạ tầng

		Biên lợi nhuận gộp năm 2015 của mảng xây dựng cơ sở hạ tầng						
		10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
Tốc độ tăng trưởng doanh thu từ năm 2016	0,0%	11.925	12.105	12.286	12.467	12.647	12.828	13.009
	3,0%	12.104	12.284	12.465	12.646	12.826	13.007	13.188
	5,0%	12.194	12.374	12.555	12.736	12.916	13.097	13.278
	7,0%	12.258	12.439	12.619	12.800	12.981	13.161	13.342
	10,0%	12.302	12.482	12.663	12.843	13.024	13.205	13.385
	12,0%	12.292	12.472	12.653	12.834	13.014	13.195	13.376
	15,0%	12.213	12.394	12.575	12.755	12.936	13.117	13.297

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật của cổ phiếu HUT cho thấy một xu hướng giảm trung hạn khi cổ phiếu phá vỡ đường MA50 vào ngày 27/4/2015 và giao dịch dưới ngưỡng này trong ba tháng trở lại đây.

Giá cổ phiếu này hiện đang giao dịch dưới các đường kháng cự ngắn hạn như đường MA10 ngày cũng như MA20 ngày, kết hợp với khối lượng sụt giảm, cho thấy cả lực cung và cầu đều đang suy yếu. Sau khi kiểm nghiệm thành công ngưỡng hỗ trợ ở mức giá quanh 10.000 đồng/cổ phiếu, HUT đã phục hồi trở lại trong thời gian gần đây.

Vì vậy, chúng tôi giữ quan điểm TRUNG LẬP đối với cổ phiếu HUT tại thời điểm phát hành báo cáo này.

HUT	(đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	13.800
Giá thấp nhất trong 3 tháng	10.200
Đường MA 50 ngày	12.000
Đường MA 100 ngày	11.500
Kháng cự trung hạn	12.000
Hỗ trợ trung hạn	10.200
<b>Xu hướng hiện tại</b>	<b>TRUNG LẬP</b>



---

## KẾT LUẬN

HUT là một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông ở miền Bắc của Việt Nam. Công ty có uy tín cao và thương hiệu mạnh với kinh nghiệm xây dựng hơn 44 năm. Ngoài ra, HUT sẽ là công ty triển khai hệ thống thu phí điện tử không dừng (ETC) lớn nhất trong ba năm tới.

Với năng lực và chất lượng xây dựng có thể cạnh tranh được với các nhà thầu nước ngoài, chúng tôi tin rằng HUT sẽ tiếp tục giành được nhiều hợp đồng hơn trong các danh mục của dự án cầu đường và BT do nhu cầu mở rộng và cải thiện hệ thống đường bộ và cầu của Việt Nam là rất lớn.

Chúng tôi kỳ vọng HUT sẽ ghi nhận lợi nhuận khả quan khi mở bán dự án Khu đô thị Xuân Phương trong giai đoạn 2016-2018. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lo ngại về việc HUT có kế hoạch mở rộng mảng bất động sản trong khi không phải là một nhà phát triển bất động sản chuyên nghiệp và quỹ đất của HUT là khá nhỏ so với các công ty cùng ngành.

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn đối với cổ phiếu HUT với giá mục tiêu một năm là 12.800 đồng/cổ phiếu. Những rủi ro chính theo quan điểm của chúng tôi bao gồm:

- 1) Rủi ro pha loãng cổ phiếu là khá lớn trong hai năm tiếp theo.
- 2) Dự án Khu đô thị Xuân Phương có thể tiếp tục bị trì hoãn.
- 3) Tiến độ thu tiền thấp hơn so với dự kiến đối với các dự án cơ sở hạ tầng của Nhà nước.
- 4) Lưu lượng giao thông, phí giao thông và thời gian hoàn vốn đầu tư xây dựng đường bộ lâu hơn so với dự kiến.
- 5) Tiến độ xây dựng, giải phóng mặt bằng và thủ tục pháp lý cho các dự án cơ sở hạ tầng trong tương lai chậm hơn so với dự kiến.

## Phụ lục 1: VPBS dự phóng

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Xây dựng	651	1.103	1.733	1.593	2.505	1.760	1.883	2.015	2.156	2.307
Bất động sản	55	238	249	49	13	13	13	13	13	13
Thu phí	0	41	46	80	102	208	401	421	442	464
Dịch vụ khác	132	104	47	54	142	142	142	142	142	142
<b>Doanh thu</b>	<b>838</b>	<b>1.486</b>	<b>2.076</b>	<b>1.776</b>	<b>2.762</b>	<b>2.123</b>	<b>2.439</b>	<b>2.591</b>	<b>2.753</b>	<b>2.926</b>
% tăng trưởng		77,3%	39,7%	-14,4%	55,6%	-23,1%	14,9%	6,2%	6,3%	6,3%
Giá vốn hàng bán	734	1.328	1.988	1.693	2.339	1.831	2.074	2.183	2.320	2.467
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>104</b>	<b>158</b>	<b>87</b>	<b>83</b>	<b>423</b>	<b>292</b>	<b>365</b>	<b>408</b>	<b>432</b>	<b>459</b>
Chi phí bán hàng	43	46	51	44	56	72	94	99	106	112
<b>EBIT</b>	<b>61</b>	<b>112</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>368</b>	<b>220</b>	<b>271</b>	<b>308</b>	<b>327</b>	<b>346</b>
Khấu hao	7	10	13	27	48	56	62	66	67	69
<b>EBITDA</b>	<b>68</b>	<b>122</b>	<b>50</b>	<b>66</b>	<b>416</b>	<b>276</b>	<b>333</b>	<b>375</b>	<b>394</b>	<b>415</b>
Doanh thu tài chính	18	24	17	5	11	8	10	10	10	10
Chi phí tài chính	8	22	10	29	39	55	59	59	55	53
Lợi nhuận khác	16	2	(4)	0	(5)	(2)	0	0	0	0
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	(0)	2	(2)	(0)	(1)	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>86</b>	<b>117</b>	<b>38</b>	<b>15</b>	<b>334</b>	<b>170</b>	<b>222</b>	<b>259</b>	<b>282</b>	<b>303</b>
Thuế	18	25	10	3	76	37	44	52	56	61
Thuế suất hiệu dụng	21,3%	21,1%	24,8%	20,3%	22,6%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>68</b>	<b>93</b>	<b>29</b>	<b>12</b>	<b>259</b>	<b>133</b>	<b>178</b>	<b>207</b>	<b>226</b>	<b>243</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1	14	1	(0)	1	0	1	1	1	1
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>67</b>	<b>79</b>	<b>28</b>	<b>12</b>	<b>258</b>	<b>132</b>	<b>177</b>	<b>207</b>	<b>225</b>	<b>242</b>
Biên LN ròng	8,0%	5,3%	1,3%	0,7%	9,3%	6,2%	7,3%	8,0%	8,2%	8,3%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	3.418	2.492	1.052	244	3.246	1.007	1.355	1.586	1.728	1.860
Số lượng cổ phiếu (triệu)	19,55	31,70	26,28	50,90	79,42	128,40	128,40	128,40	128,40	128,40

Ghi chú: EPS được điều chỉnh cho quỹ khen thưởng phúc lợi theo Thông tư 200.

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b> (tỷ đồng)	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>										
Tiền và các khoản tương đương tiền	125	155	63	299	360	100	109	72	83	322
Các khoản đầu tư ngắn hạn	68	46	5	39	76	76	76	76	76	76
Các khoản phải thu	275	746	719	512	1.243	955	1.002	994	980	962
Hàng tồn kho	170	212	238	119	60	73	83	87	93	92
Tài sản ngắn hạn khác	867	778	471	382	228	228	228	228	210	193
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.505</b>	<b>1.937</b>	<b>1.496</b>	<b>1.351</b>	<b>1.967</b>	<b>1.433</b>	<b>1.498</b>	<b>1.457</b>	<b>1.442</b>	<b>1.646</b>
<b>Tài sản dài hạn</b>										
Tài sản cố định	1.650	2.438	2.618	3.360	4.107	4.951	5.389	5.723	5.755	5.787
Các khoản đầu tư dài hạn	0	7	23	7	115	247	247	247	247	247
Tài sản dài hạn khác	24	41	31	52	24	36	37	32	35	35
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1.674</b>	<b>2.486</b>	<b>2.672</b>	<b>3.419</b>	<b>4.246</b>	<b>5.234</b>	<b>5.673</b>	<b>6.002</b>	<b>6.037</b>	<b>6.069</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.179</b>	<b>4.422</b>	<b>4.168</b>	<b>4.770</b>	<b>6.213</b>	<b>6.667</b>	<b>7.172</b>	<b>7.459</b>	<b>7.480</b>	<b>7.714</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>										
Các khoản phải trả	67	78	178	276	230	195	248	261	278	322
Vay nợ ngắn hạn	391	266	291	604	365	318	366	389	413	439
Nợ ngắn hạn khác	715	614	469	292	973	389	393	397	401	405
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.173</b>	<b>958</b>	<b>938</b>	<b>1.173</b>	<b>1.568</b>	<b>902</b>	<b>1.007</b>	<b>1.047</b>	<b>1.092</b>	<b>1.166</b>
<b>Nợ dài hạn</b>										
Vay nợ dài hạn	1.091	1.913	1.684	1.818	2.166	2.455	2.578	2.568	2.318	2.209
Nợ dài hạn khác	421	972	935	1.006	1.152	1.652	1.752	1.802	1.802	1.828
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>1.512</b>	<b>2.885</b>	<b>2.618</b>	<b>2.824</b>	<b>3.318</b>	<b>4.107</b>	<b>4.329</b>	<b>4.369</b>	<b>4.119</b>	<b>4.037</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>2.684</b>	<b>3.843</b>	<b>3.556</b>	<b>3.997</b>	<b>4.886</b>	<b>5.009</b>	<b>5.336</b>	<b>5.416</b>	<b>5.211</b>	<b>5.203</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>										
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	422	422	422	652	950	1.284	1.284	1.284	1.284	1.284
Lợi nhuận chưa phân phối	38	106	135	86	346	341	518	725	950	1.191
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>461</b>	<b>529</b>	<b>557</b>	<b>737</b>	<b>1.296</b>	<b>1.625</b>	<b>1.802</b>	<b>2.009</b>	<b>2.234</b>	<b>2.475</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	34	51	55	36	32	33	34	34	35	36
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.179</b>	<b>4.422</b>	<b>4.168</b>	<b>4.770</b>	<b>6.213</b>	<b>6.667</b>	<b>7.172</b>	<b>7.459</b>	<b>7.480</b>	<b>7.714</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (tỷ đồng)	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
LCTT từ hoạt động kinh doanh	(63)	123	225	121	894	332	338	349	336	422
LCTT từ hoạt động đầu tư	(1.175)	(754)	(140)	(427)	(1.334)	(1.032)	(500)	(400)	(100)	(100)
LCTT từ hoạt động tài chính	1.197	660	(176)	542	501	440	171	14	(225)	(82)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(42)</b>	<b>29</b>	<b>(91)</b>	<b>235</b>	<b>61</b>	<b>(260)</b>	<b>9</b>	<b>(37)</b>	<b>11</b>	<b>240</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	167	125	155	63	299	360	100	109	72	83
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>125</b>	<b>154</b>	<b>63</b>	<b>299</b>	<b>360</b>	<b>100</b>	<b>109</b>	<b>72</b>	<b>83</b>	<b>322</b>
Dòng tiền tự do cho công ty	(1.201,9)	(657,3)	26,8	(177,1)	(305,6)	(524,6)	(114,9)	(3,6)	279,9	364,1

<b>Chỉ số tài chính</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Chỉ số định giá</b>										
Chỉ số PE					3,5	11,4	8,5	7,3	6,7	6,2
Chỉ số PEG					0,3	36,8	6,3	6,2	6,1	5,7
EV / EBIT					9,5	15,8	12,8	11,3	10,6	10,0
EV / EBITDA					8,4	12,6	10,4	9,3	8,8	8,4
Chỉ số P/S					0,3	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
Chỉ số P/B					0,7	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
Lợi suất cổ tức tiền mặt			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Chỉ số sinh lời</b>										
Biên LN gộp	12,4%	10,6%	4,2%	4,7%	15,3%	13,7%	14,9%	15,7%	15,7%	15,7%
Biên EBITDA	8,1%	8,2%	2,4%	3,7%	15,0%	13,0%	13,6%	14,5%	14,3%	14,2%
Biên LN hoạt động	7,2%	7,7%	1,7%	2,2%	13,3%	10,3%	11,1%	11,9%	11,9%	11,8%
Biên LN ròng	8,0%	5,3%	1,3%	0,7%	9,3%	6,2%	7,3%	8,0%	8,2%	8,3%
Tỷ số LN/tổng tài sản	3,1%	2,4%	0,7%	0,3%	4,7%	2,1%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	21,9%	16,0%	5,1%	1,9%	25,4%	9,1%	10,3%	10,8%	10,6%	10,3%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>										
Tỷ số thanh toán lãi vay	8,3	5,5	3,6	1,4	9,3	4,0	4,6	5,2	6,0	6,5
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,6	0,8	2,5	2,7
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	76%	80%	78%	77%	66%	63%	62%	60%	55%	52%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	3,2	4,1	3,5	3,3	2,0	1,7	1,6	1,5	1,2	1,1
<b>Chỉ số thanh toán</b>										
Hệ số vòng quay tài sản	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
Hệ số vòng quay các khoản phải thu	3,05	1,99	2,89	3,47	2,2	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0
Hệ số vòng quay các khoản phải trả	11,0	17,1	11,2	6,1	10,2	9,4	8,4	8,4	8,4	7,7
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	4,3	6,2	8,3	14,0	38,5	24,3	24,3	24,3	24,3	26,1
Hệ số thanh toán hiện hành	1,3	2,0	1,6	1,2	1,3	1,6	1,5	1,4	1,3	1,4
Hệ số thanh toán nhanh	1,1	1,8	1,3	1,1	1,2	1,5	1,4	1,3	1,2	1,3



## Phụ lục 2: Danh sách các dự án cơ sở hạ tầng giao thông lớn đến năm 2020

STT	Dự án	Vốn đầu tư (triệu USD)	Hình thức	Chi phí mỗi km (triệu USD)	Chi phí mỗi km (tỷ đồng)
1	Cao tốc Bắc Nam: Ninh Bình - Thanh Hóa, Thanh Hóa - Nghi Sơn	1.867	PPP	15,4	334,5
2	Cao tốc Dầu Giây - Phan Thiết	757	PPP	7,7	166,4
3	Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	1.175	PPP, ODA	15,1	327,4
4	Đường vành đai 3 TPHCM đoạn Tân Vạn - Nhơn Trạch	400	BOT, ODA	23,5	510,6
5	Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận	1.381	PPP, ODA	25,6	555,0
6	Cao tốc Nội Bài - Hạ Long	1.762	PPP, BOT	11,9	258,3
7	Cao tốc Cam Lộ - La Sơn	1.095	PPP, BOT	10,7	233,0
8	Cao tốc vành đai III Hà Nội đoạn Mai Dịch - Nam Thăng Long	250	PPP, BOT	46,6	1.012,1
9	Đường nối trung tâm TP Quảng Ngãi - cảng Dung Quất II	71	PPP	-	-
10	Hạ tầng Khu Phi Thuế quan giai đoạn 1 - cửa khẩu Đồng Đăng	28	PPP	-	-
11	Cao tốc Dầu Giây - Liên Khương	3.520	PPP	17,6	381,9
12	Đường sắt vào cảng cửa ngõ Quốc tế Hải Phòng	1.600	PPP, BOT	28,1	609,1
13	Tuyến đường sắt Biên Hòa - Vũng Tàu	5.000	BOT	41,5	899,9
14	Nâng cấp, cải tạo tuyến đường sắt Hà Nội - TPHCM	2.300	BOT, ODA	-	-
15	Đường sắt đô thị tuyến số 6 (từ trung tâm HN đến Nội Bài)	1.356	PPP	28,9	626,1
16	Cảng hàng không quốc tế Long Thành (giai đoạn 1)	5.620	PPP, BOT	-	-

## Phụ lục 3: Mức thu phí tại trạm Tân Đệ, Mỹ Lộc và Quốc lộ 1A - Quảng Bình

Trạm thu phí	Phương tiện chịu phí	Mức phí áp dụng từ 21/4/2015
Quảng Bình	Xe dưới 12 ghế ngồi, xe tải có tải trọng dưới 2 tấn; các loại xe buýt vận tải khách công cộng	30.000
	Xe từ 12 ghế ngồi đến 30 ghế ngồi; xe tải có tải trọng từ 2 tấn đến dưới 4 tấn	40.000
	Xe từ 31 ghế ngồi trở lên; xe tải có tải trọng từ 4 tấn đến dưới 10 tấn	50.000
	Xe tải có tải trọng từ 10 tấn đến dưới 18 tấn; xe chở hàng bằng Container 20 fit.	80.000
	Xe tải có tải trọng từ 18 tấn trở lên; xe chở hàng bằng Container 40 fit	160.000

Trạm thu phí	Phương tiện chịu phí	Mức phí áp dụng từ 01/03/2010	Mức phí áp dụng từ 01/01/2013
Mỹ Lộc	Xe dưới 12 ghế ngồi, xe tải có tải trọng dưới 2 tấn; các loại xe buýt vận tải khách công cộng.	10.000	20.000
	Xe từ 12 ghế ngồi đến 30 ghế ngồi; xe tải có tải trọng từ 2 tấn đến dưới 4 tấn	15.000	30.000
	Xe từ 31 ghế ngồi trở lên; xe tải có tải trọng từ 4 tấn đến dưới 10 tấn	22.000	40.000
	Xe tải có tải trọng từ 10 tấn đến dưới 18 tấn; xe chở hàng bằng Container 20 fit	40.000	80.000
	Xe tải có tải trọng từ 18 tấn trở lên; xe chở hàng bằng Container 40 fit	80.000	160.000

Trạm thu phí	Phương tiện chịu phí	Mức phí áp dụng từ 01/01/2013	Mức phí áp dụng từ 01/01/2015	Mức phí áp dụng từ 01/01/2016
Tân Đệ	Xe dưới 12 ghế ngồi, xe tải có tải trọng dưới 2 tấn; các loại xe buýt vận tải khách công cộng	15.000	30.000	35.000
	Xe từ 12 ghế ngồi đến 30 ghế ngồi; xe tải có tải trọng từ 2 tấn đến dưới 4 tấn	23.000	40.000	50.000
	Xe từ 31 ghế ngồi trở lên; xe tải có tải trọng từ 4 tấn đến dưới 10 tấn	33.000	50.000	75.000
	Xe tải có tải trọng từ 10 tấn đến dưới 18 tấn; xe chở hàng bằng Container 20 fit	60.000	80.000	140.000
	Xe tải có tải trọng từ 18 tấn trở lên; xe chở hàng bằng Container 40 fit	120.000	160.000	200.000

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) đưa ra khuyến nghị dựa trên sự kết hợp giữa phân tích ngắn hạn và dài hạn.

Chúng tôi sử dụng hệ thống khuyến nghị dài hạn như sau:

**Cổ phiếu bị thị trường định giá thấp (Undervalued):** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới lớn hơn 10%.

**Cổ phiếu phản ánh đúng giá trị nội tại (Fully-valued):** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới dao động từ 0% đến 10%.

**Cổ phiếu được thị trường định giá cao (Overvalued):** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới thấp hơn 0%.

Sau đó, chúng tôi sẽ đưa ra những nhận định trong ngắn hạn dựa trên các yếu tố vĩ mô cùng với phương pháp phân tích kỹ thuật. Phương pháp này cho thấy những tín hiệu tăng giá, trung lập hay giảm giá thông qua việc phân tích các chỉ số xu hướng như đường trung bình động, PSAR, và MACD, cũng như chỉ báo xung lượng bao gồm chỉ số RSI và MFI.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị chung dựa trên các quan điểm trong ngắn hạn và dài hạn như sau:

Khuyến nghị	Giá trị dài hạn	Xu hướng ngắn hạn
<b>MUA</b>	Undervalued	Tăng giá hoặc Trung lập
	Fully-valued	Tăng giá
<b>GIỮ</b>	Undervalued	Giảm giá
	Fully-valued	Trung lập
	Overvalued	Tăng giá
<b>BÁN</b>	Fully-valued	Giảm giá
	Overvalued	Trung lập hoặc Giảm giá

## LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

### Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

### Lưu Bích Hồng

Giám đốc - Phân tích cơ bản  
honglb@vpbs.com.vn

### Nguyễn Quang Minh

Chuyên viên phân tích  
minhng@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

### Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức  
& Nhà đầu tư Nước ngoài  
marcdjandji@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 158

### Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
dungld@vpbs.com.vn  
+844 3974 3655 Ext: 335

### Trần Cao Dũng

Giám đốc Tư vấn Đầu tư và Quản lý Tài sản  
Khối Dịch vụ Ngân hàng cá nhân cao cấp Prestige  
dungtc@vpbs.com.vn  
+848 3910 0868

### Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
phuongvv@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 130

### Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
domalux@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 128

### Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
vinhtd@vpbs.com.vn  
+844 3835 6688 Ext: 369

### Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
vinhnd@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 146

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lượng và thường của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418