

## HUT [PHỤ HỢP THỊ TRƯỜNG] – Dự báo lợi nhuận tăng trưởng mạnh từ năm sau

Nguyễn Thế Minh  
Trưởng phòng phân tích  
Khối khách hàng cá nhân

Lê Ngọc Trâm  
Chuyên viên cao cấp

29/09/2015

### Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	20,68%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	128.404.733
Số CP pha loãng	128.404.733
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	15.200
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	8.100

### Cơ cấu cổ đông

Mutual Fund Elite	9,35%
CT, HĐQT và nhóm liên quan	20,47%
Lucerne Enterprise Ltd	4,48%
Asean Smallcap Fund	3,81%
Cổ đông khác	61,89%

- BOT 10, đang thu phí hoàn vốn
- BOT 21, đang thu phí hoàn vốn
- BOT Quảng Bình (giá trị đầu tư ước tính 1.973 tỷ đồng), vừa hoàn thành thi công và đưa vào thu phí trong T5/2015
- BOT QL10 Hải Phòng, (giá trị đầu tư ước tính 2.815 tỷ đồng) đang thi công, dự kiến hoàn thành trong năm 2017
- BT-BOT 39, (giá trị đầu tư ước tính 1.882 tỷ đồng) sắp hoàn thành, dự kiến thu phí đầu năm 2016
- BT Lê Đức Thọ, (giá trị đầu tư ước tính 1.000 tỷ đồng) dự kiến hoàn thành trong T6/2016

### CÔNG TY CỔ PHẦN TASCO (HUT) – XÂY DỰNG

Giá: 10.700 VND

Giá mục tiêu: N/A

TL tăng: N/A

Giá trị vốn hóa: 1.425 tỷ VND

GTGD/ngày (30 ngày): 7,07 tỷ VND

Room KN: 20,68%

Các chỉ số chính	2013A	2014A	1H2015	2015F
Doanh thu, tỷ đồng	1.775	2.762	455	2.322
Biên LNST, trừ lợi ích CĐTS %	0,7%	9,3%	5,3%	6,5%
Tăng trưởng doanh thu	-14,4%	55,6%	29,9%	-16,0%
Tăng trưởng LN trước thuế	-24,2%	762,6%	N/A	-51,9%
Tăng trưởng EPS	-76,4%	1204,9%	N/A	-59,8%
PER	28,44	3,92	4,10	8,23
PBR	0,48	0,78	1,00	0,81
ROE	1,8%	24,6%	N/A	9,9%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	N/A	N/A	N/A	N/A
Nợ ròng / Vốn CSH	3,13	1,91	1,66	N/A

\* **Tasco là nhà thầu xây dựng dân dụng, công nghiệp và các dự án hạ tầng giao thông có tiếng ở miền Bắc. Hiện Công ty đang sở hữu 5 dự án BOT và 2 dự án BT; trong đó có 3 dự án BOT đang thu phí hoàn vốn và 4 dự án đang thi công. Đây là lĩnh vực hoạt động có biên lợi nhuận khá thấp nhưng ít chịu rủi ro kinh doanh.**

\* **Sở hữu khá nhiều dự án bất động sản tại Hà Nội, tuy nhiên hiện chỉ đang tập trung cho dự án khu nhà ở sinh thái Xuân Phương đang trong giai đoạn hoàn thiện xây dựng cơ bản. Công ty sẽ mở bán trong quý 4/2015 với giá bán cơ sở 40 triệu/m<sup>2</sup>. Công ty ước tính lợi nhuận gộp là 1.100 tỷ đồng trong khoảng 2 năm tới.**

\* **Dự án BOO thu phí tự động không dừng và kiểm soát tải trọng xe liên doanh với BIDV hiện đã hoàn thành 3 trạm thử nghiệm, dự kiến sẽ nâng lên tổng cộng 35 trạm trên QL1 đến QL14 đến hết 2016. Ước tính doanh thu phí hàng năm của mỗi trạm vào khoảng 170 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp 6-7%.**

\* **Hiện tại HUT đang giao dịch với PE 8,2 lần tương ứng với EPS 2015 là 1.300 đồng theo ước tính của VCSC. Trong năm 2016, chúng tôi đánh giá khả năng lợi nhuận sau thuế sẽ tăng mạnh chủ yếu do thu nhập từ bất động sản mang lại. Chúng tôi cũng ước tính EPS 2016 sẽ đạt khoảng 2.226 đồng, tương ứng PE forward ở mức 4,8 lần là khá hấp dẫn.**

### Nhà thầu xây lắp dân dụng, công nghiệp và các dự án BT, BOT hạ tầng giao thông có tiếng ở miền Bắc

Tasco hiện đang là chủ đầu tư 5 dự án BOT giao thông, bao gồm các dự án đang thu phí là Tân Đệ (BOT 10, Thái Bình), Mỹ Lộc (BOT 21, Nam Định), BOT Quảng Bình và các dự án đang thi công là BOT Quốc Lộ 10 (Hải Phòng) và BOT-BT tỉnh lộ 39. Ngoài ra, Tasco cũng đang thầu 2 hợp đồng BT là BT 39 và BT Lê Đức Thọ. Dự án BT 39 dự kiến sẽ hoàn thành và ghi nhận lợi nhuận sớm nhất là trong quý 4 năm nay.

Do đặc thù của các dự án đầu tư theo hình thức BT và BOT là dòng tiền đầu tư được tài trợ phần lớn bởi ngân sách nhà nước hoặc từ vay ngân hàng và sau đó doanh nghiệp đứng ra thu phí hoàn vốn, nên các doanh nghiệp tham gia thầu thường ít phải gánh chịu rủi ro kinh doanh; đổi lại các dự án BT, BOT do Tasco thầu có mức sinh lợi chỉ khoảng 9%-11%.

Ngoài tham gia thầu các dự án BT, BOT hạ tầng giao thông, nguồn thu từ hoạt động xây lắp công trình dân dụng và công nghiệp cũng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của Tasco hàng năm. Tháng 5/2015, Tasco nâng tỷ lệ sở hữu Tổng công ty Thăng Long lên 35%. Thăng Long là thương hiệu dẫn đầu ngành xây dựng cơ sở hạ tầng tại Việt Nam, công ty đạt 2.240 tỷ đồng doanh thu và 39 tỷ đồng LNST trong năm 2014. Liên kết với Thăng Long sẽ giúp Tasco có thể tham gia những gói thầu lớn với quy mô từ 500 tỷ trở lên.

**Dự án Xuân Phương, bước chuyển mình từ hoạt động xây lắp sang đầu tư**

Dự án khu nhà ở sinh thái Xuân Phương có quy mô 38 ha với khoảng 813 căn biệt thự và nhà phố. Đây là dự án nằm trong quần thể nhiều dự án đã được thực hiện như khu đô thị Mỹ Đình, khu nhà ở Viglacera, khu đô thị Vân Canh HUD,... Sau khi tuyến đường Trần Hữu Dực thông suốt (dự kiến tháng 12/2015), giao thông từ Xuân Phương đến trung tâm quận Nam Từ Liêm sẽ rất thuận tiện.

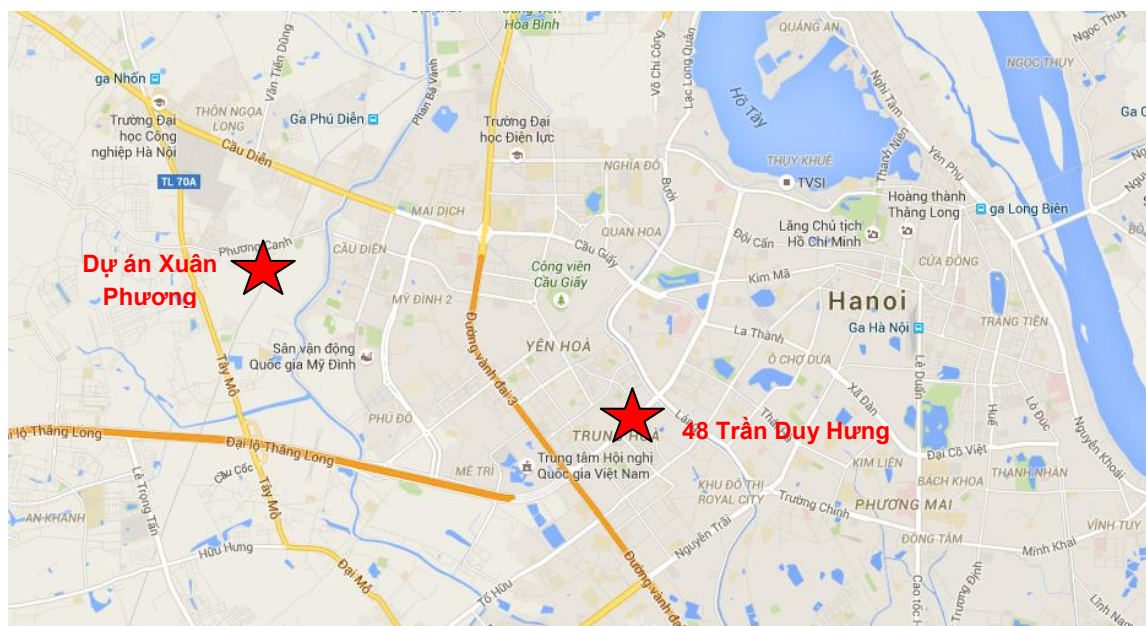
Hiện tại, Tasco đang tập trung hoàn thiện xây dựng hạ tầng của dự án để có thể mở bán trong quý 4/2015. Giá bán cơ sở khoảng 40 triệu/m<sup>2</sup>. Công ty kỳ vọng lợi nhuận từ dự án này sẽ đạt khoảng 1.100 tỷ đồng trong các năm 2015-2017.

Ngoài ra, Tasco hiện cũng đang trong quá trình đầu tư giai đoạn đầu cho một số dự án bất động sản khác như Dự án văn phòng cho thuê và chung cư cao cấp 48 Trần Duy Hưng, Dự án khu đô thị mới Vân Canh, Dự án VPTW Đảng và Báo nhân dân. Công ty cũng cho biết vừa qua Công ty đã được UBND thành phố Hà Nội giao nghiên cứu lập dự án để hoàn vốn cho dự án BT Lê Đức Thọ tại đơn vị ở số 1 khu đô thị mới Xuân Phương với diện tích đất 30ha (vị trí địa lý chỉ cách khu đô thị mới Mỹ Đình khoảng 500m). Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá 2 dự án Xuân Phương và 48 Trần Duy Hưng có tính thực tiễn cao hơn và đồng thời HUT cũng khó có thể triển khai đồng bộ nhiều dự án bất động sản cùng lúc do nguồn vốn tự có không nhiều và Công ty thực sự chưa có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực phát triển bất động sản.

**Kế hoạch triển khai kinh doanh một số dự án bất động sản của Tasco**

	2016F	2017F	2018F
Xuân Phương (khu nhà ở sinh thái thấp tầng)			
48 Trần Duy Hưng (25 tầng TTTM và căn hộ)			
DA. Vân Canh (các khu nhà liền kề và biệt thự)			
DA. Pháp Vân (TTTM và căn hộ)			
DA. Văn phòng TW Đảng (xây dựng và đầu tư 1 phần)			
DA. Bộ ngoại giao			
DA. Đơn vị ở số 1 (khu đô thị Xuân Phương)			

Nguồn: Tasco



**VETC – dự án xây dựng hệ thống thu phí không dừng và kiểm soát tải trọng xe**

Đây là dự án theo hình thức BOO (xây dựng - vận hành - sở hữu vĩnh viễn), trong đó Tasco tham gia 51% và BIDV tham gia 49%, với tổng mức đầu tư dự kiến là 2.000 tỷ đồng. Giai đoạn 1, Tasco sẽ xây dựng toàn bộ các trạm thu phí tại dự án mở rộng Quốc lộ 1 và đường Hồ Chí Minh qua Tây Nguyên (Quốc lộ 14) trong thời gian 2015-2016. Giai đoạn 2 xây dựng các trạm thu phí trên cao tốc và các quốc lộ khác trên toàn quốc từ 2017-2018.

Hiện tại, Tasco đã xây xong 3 trạm thu phí không dừng thí điểm và dự kiến sẽ triển khai đồng loạt để nâng lên tổng cộng 35 trạm trên QL1 đến QL14 đến hết 2016. Ước tính doanh thu phí của mỗi trạm vào khoảng 170 tỷ đồng/ năm với biên lợi nhuận gộp 6-7%. Dự án này sẽ mang lại nguồn thu rất ổn định cho Tasco trong tương lai.

Trong tháng 7/2015, trạm thu phí trên QL1A (đoạn Km 604+700, xã Quảng Đông, huyện Quảng Trạch) đã được tiến hành thu phí. Tasco sẽ tiến hành thu phí trong thời gian 21 năm 10 tháng.

**Tasco vừa phát hành thành công 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi. Tỷ lệ nợ cao nhưng Công ty không chịu áp lực về dòng tiền trả nợ**

Tại thời điểm 30/6/2015, Tasco có tỷ lệ tổng nợ phải trả trên nguồn vốn chủ sở hữu là 166%, trong đó dư nợ vay ngắn hạn là 266 tỷ đồng, dư nợ vay dài hạn là 2.401 tỷ đồng. Do tính chất của ngành hạ tầng là quy mô vốn đầu tư lớn và khoảng hơn 85% vốn sẽ được tài trợ bởi ngân hàng, nên dư nợ vay của Công ty rất cao. Tuy nhiên, bản chất các khoản vay này sẽ được trả gốc và lãi theo tiến độ thu phí hoàn vốn của dự án nên Tasco sẽ không phải chịu áp lực thanh toán.

Công ty vừa cho biết họ đã phát hành thành công trái phiếu chuyển đổi trị giá 500 tỷ đồng. Công ty cho biết nguồn vốn này sẽ được dùng tài trợ cho các dự án hiện hữu. Chúng tôi đánh giá tích cực điều này do lợi ích của chi phí vay khá rẻ trong giai đoạn hiện tại và việc chuyển đổi (nếu có) sẽ làm gia tăng năng lực tài chính của Tasco. Áp lực chi trả cũng sẽ không đáng ngại do Công ty cho biết họ có nguồn tiền khoảng 300 tỷ đồng Nhà nước chưa thanh toán cho dự án BT21 đã quyết toán năm ngoái dự kiến sẽ về trong năm 2016.

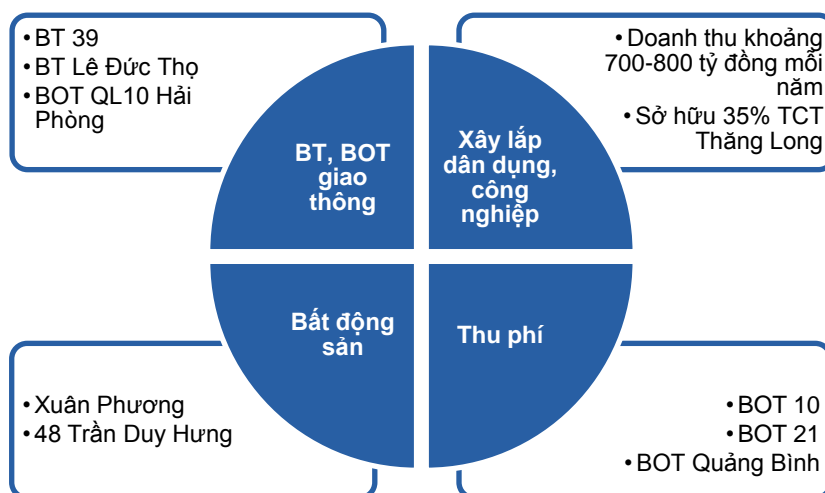
Chúng tôi cũng cho rằng lãi vay và thời gian thi công là rủi ro cần lưu ý đối với các doanh nghiệp hoạt động trong ngành xây dựng hạ tầng như Tasco. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá cao hơn 40 năm kinh nghiệm trong ngành của doanh nghiệp và uy tín hương hiệu Tasco trong lĩnh vực phát triển hạ tầng.

**Lợi nhuận năm 2015 giảm do không có yếu tố đột biến; tuy nhiên triển vọng các năm 2016-2017 khá tích cực**

Tasco đặt kế hoạch doanh thu 2015 là 2.316 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 145 tỷ đồng. Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm, Công ty đạt 455 tỷ đồng doanh thu và 24 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, là mức rất thấp so với kế hoạch đề ra. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh của Công ty là khá cao, do trong khoảng cuối năm 2015 Tasco sẽ quyết toán xong dự án BT 39. Chúng tôi ước tính dự án này sẽ đóng góp khoảng 100 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế cho Tasco trong năm nay. Với EPS 2015 theo ước tính của VCSC là 1.300 đồng/cổ phiếu (chưa tính đến tác động pha loãng của trái phiếu chuyển đổi phát hành trong tháng 9/2015), cổ phiếu HUT đang giao dịch tại mức PE là 8,2 lần theo mức giá đóng cửa ngày 29/9/2015.

Chúng tôi cũng đánh giá triển vọng doanh thu và lợi nhuận các năm sau của Tasco sẽ đạt mức tăng trưởng cao do đóng góp từ mảng đầu tư và kinh doanh bất động sản. Theo ước tính của VCSC, nhiều khả năng dự án Xuân Phương sẽ đóng góp khoảng 250 tỷ lợi nhuận sau thuế cho Tasco trong năm sau (VCSC chưa tính đến tác động của dự án 48 Trần Duy Hưng do dự án vẫn đang trong giai đoạn đầu triển khai) và do vậy tổng lợi nhuận sau thuế năm 2016 có thể đạt mức tăng gần gấp đôi so với năm 2015 và EPS 2016 cho các cổ đông hiện hữu ước đạt khoảng 2.226 đồng/cổ phiếu. Như vậy, cổ phiếu HUT đang giao dịch tại PE forward khá hấp dẫn là 4,8 lần.

**Cấu trúc hoạt động kinh doanh của Tasco**



Báo cáo tài chính tóm tắt (đơn vị: tỷ đồng)

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN**

	2013A	2014A	1H2014	1H2015
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4,770</b>	<b>6,213</b>	<b>5,612</b>	<b>6,596</b>
Tài sản ngắn hạn	1,351	1,967	1,263	1,197
Tiền, TĐ tiền	299	360	207	233
ĐTTTC ngắn hạn	39	76	19	18
Phải thu KH	512	1,243	384	372
Hàng tồn kho	119	60	122	112
Tài sản NH khác	382	228	531	462
Tài sản dài hạn	3,419	4,246	4,349	4,790
TSCĐ (nguyên giá)	3,442	4,233	4,304	4,748
Khấu hao lũy kế	-81	-126	-96	-103
Đầu tư dài hạn	7	115	116	90
Tài sản khác	52	24	25	55
	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>1H2014</b>	<b>1H2015</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>3,997</b>	<b>4,886</b>	<b>4,635</b>	<b>4,987</b>
Nợ ngắn hạn	1,173	1,568	785	1,220
Nợ vay	604	365	293	267
Nợ nhà cung cấp	276	230	111	226
Nợ ngắn hạn khác	292	973	380	728
Nợ dài hạn	2,824	3,318	3,850	3,767
Nợ vay	1,818	2,166	2,630	2,402
Nợ dài hạn khác	1,006	1,152	1,220	1,365
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>774</b>	<b>1,328</b>	<b>977</b>	<b>1,609</b>
Vốn điều lệ	646	946	846	1,284
Thặng dư	5	4	4	71
Các quỹ, LN giữ lại	86	346	91	222
Lợi ích CĐ thiểu số	36	32	35	32

**KẾT QUẢ KINH DOANH**

	2013A	2014A	1H2014	1H2015
Doanh thu	1,776	2,762	350	455
Giá vốn hàng bán	1,693	2,339	297	381
Lợi nhuận gộp	83	423	54	74
Chi phí bán hàng	44	56	21	25
EBIT	43	373	30	61
NPAT (*)	12	258	4	24

(\*) Thu nhập sau thuế của cổ đông công ty mẹ

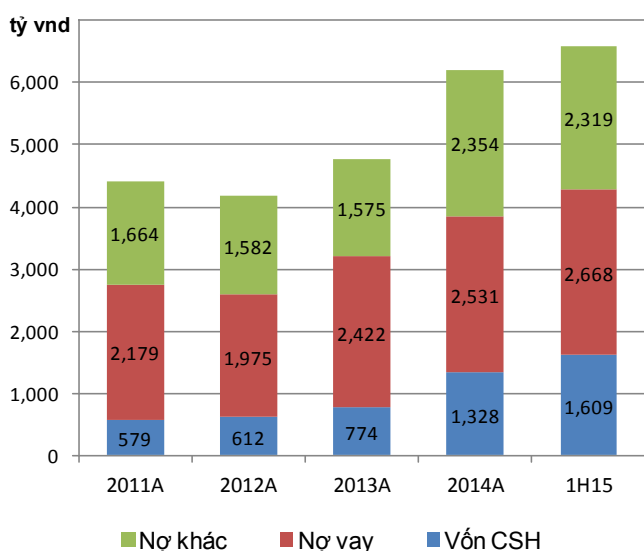
**LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ**

	2013A	2014A	1H2014	1H2015
<b>LC tiền thuần</b>	<b>235</b>	<b>61</b>	<b>-91</b>	<b>-187</b>
LC tiền từ HĐKD	122	910	46	307
LC tiền từ HĐ đầu tư	-428	-1,350	-817	-900
LC tiền từ HĐ tài chính	541	501	679	406
Tiền đầu kỳ	63	299	299	360
Tiền cuối kỳ	299	360	207	173

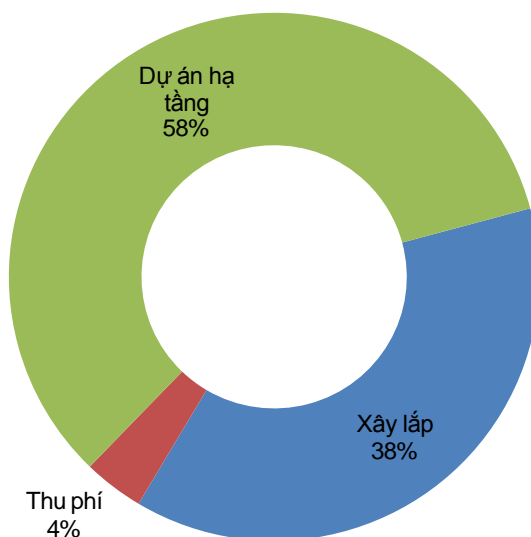
**MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH**

	2013A	2014A	1H2014	1H2015
Tỷ suất lợi nhuận gộp	4.7%	15.3%	15.3%	16.3%
Tỷ suất LN sau thuế	0.7%	9.4%	1.4%	5.3%
ROA	0.3%	4.7%	N/A	N/A
ROE	1.8%	24.6%	N/A	N/A
Đòn bẩy tài chính (A/E)	6.5	5.2	6.2	4.2
Giá trị sổ sách (đồng)	14,801	16,270	12,614	12,284
EPS (đồng/cp)	248	3,236	61	224

**Cấu trúc vốn**



**Cơ cấu doanh thu năm 2014**



### PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Trong ngắn hạn, đồ thị giá duy trì trong kênh xu hướng tăng ngắn hạn với mức kháng cự gần nhất là 11.3. Đồng thời, theo hệ thống các chỉ báo xung lượng ngắn hạn, chúng tôi đánh giá đồ thị giá đã kết thúc nhịp điều chỉnh và có thể sớm bứt phá mức kháng cự ngắn hạn 11.3 và hướng về mức 13.3.

Trong trung hạn, đồ thị giá của HUT đang dần hồi kỹ thuật và sớm xác nhận xu hướng tăng nếu đồ thị giá vượt mức 11.5 và hướng về mức kháng cự trung hạn 15.0. Trong khi đó, chúng tôi đánh giá xu hướng dài hạn có triển vọng tích cực và đang trong giai đoạn tích lũy.

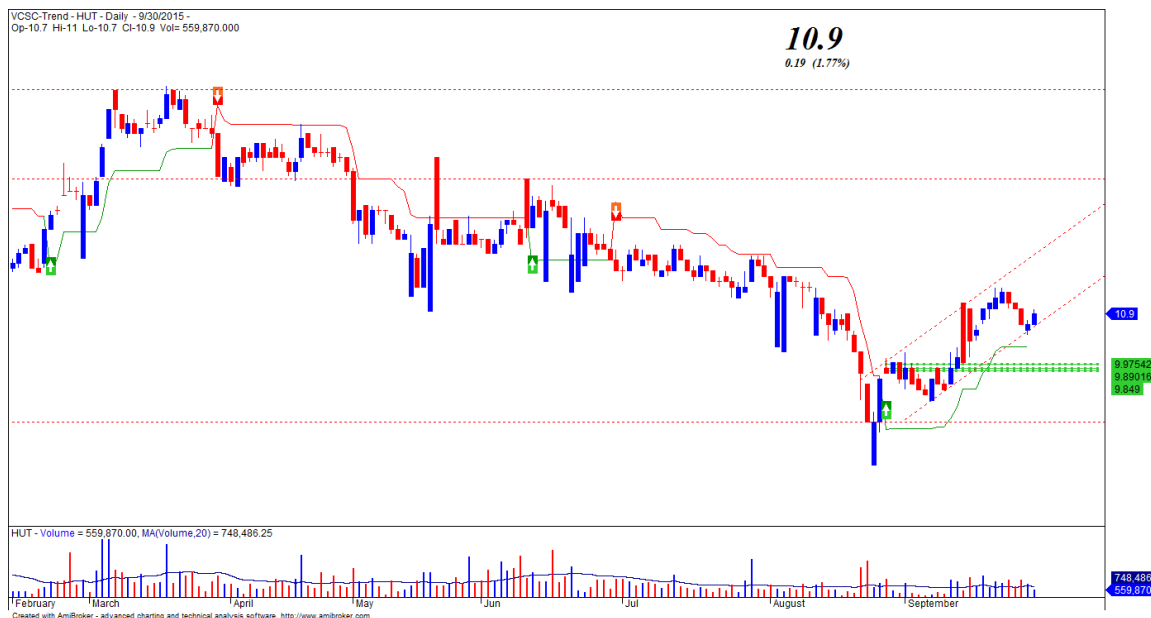
**Chúng tôi cho rằng đây là cổ phiếu thích hợp cho chiến lược đầu tư ngắn hạn ở thời điểm hiện tại với hai mức mục tiêu đặt ra là 13.3 và 15.0**

Vùng hỗ trợ 1: 10.0

Vùng hỗ trợ 2: 8.9

Vùng kháng cự 1: 13.3

Vùng kháng cự 2: 15.0





## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Ngọc Trâm, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+848 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú, +848 3914 3588 ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành Trưởng phòng cao cấp

Ngô Hoàng Long, ext 145

Đặng Văn Pháp, CV cao cấp ext 143  
Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140  
Nguyễn Lê Hoàng Yến, CV cao cấp ext 124  
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116  
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

#### Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142  
Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+848 3914 3588 ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+848 3914 3588 ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+844 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

#### Bất động sản, Hàng tiêu dùng Trưởng phòng cao cấp

Anirban Lahiri, ext 130

Hoàng Anh Tuấn, CV cao cấp ext 120  
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

#### Dầu khí

Nguyễn Đức Tuấn, Trưởng phòng ext 185  
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135  
Nguyễn Thị Kim Chung, Chuyên viên ext 132

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+848 3914 3588 ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+844 6262 6999 ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.