

CÔNG TY CỔ PHẦN DAMSAN (HSX: ADS)

Lê Hồng Thuận

Chuyên viên phân tích

 Email: thuanlh@fpts.com.vn

Điện thoại: (8424) - 3773 7070

Ext: 4343

Giá hiện tại:

18.850

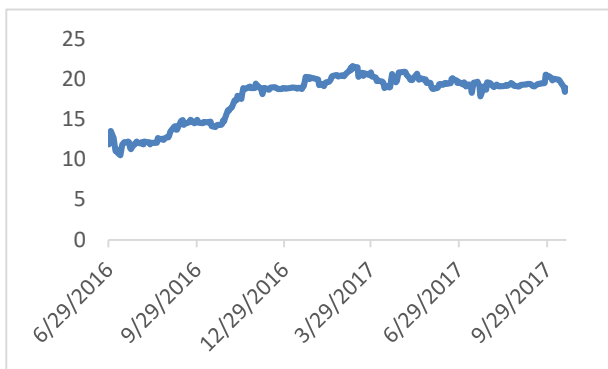
Giá mục tiêu :

24.750

Tăng/(giảm):

31%
Khuyến nghị
MUA

Biến động giá cổ phiếu ADS



Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu ADS của Công ty Cổ phần Damsan, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh PE, chúng tôi xác định giá mục tiêu của ADS là **24.750 đồng/cp**. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu ngắn hạn. Rủi ro đầu tư lớn nhất đối với doanh nghiệp là biến động giá nguyên vật liệu đầu vào và chính sách quản lý bông tồn kho của Trung Quốc.

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Điểm hấp dẫn đầu tư vào doanh nghiệp:

- ✓ **Doanh thu hoạt động sản xuất tăng trưởng mạnh từ năm 2017 do nhà máy sợi Eiffel đi vào hoạt động và mở rộng đầu tư nhà máy dệt khăn cao cấp**

Với việc mở rộng quy mô sản xuất sợi thông qua nhà máy sợi mới đi vào hoạt động, công ty đã mở rộng được quy mô để đáp ứng nhu cầu đầu ra đang tăng tại Trung Quốc.

Mặt khác, trong năm 2017, công ty nâng công suất sản xuất sản phẩm khăn bông đang được tiêu thụ tốt tại thị trường Nhật Bản.

- ✓ **Hoạt động bất động sản hỗ trợ kết quả kinh doanh**

Quý III và IV/2017 là thời điểm doanh nghiệp ghi nhận doanh thu dự án xây dựng nhà ở xã hội tại Tổ 39, 40 Phường Quang Trung Thành Phố Thái Bình. Doanh thu và lợi nhuận ghi nhận từ dự án này khoảng 147 và 15 tỷ đồng.

- ✓ **Giá cổ phiếu đang tương đối thấp so với các doanh nghiệp trong ngành**

Hiện tại P/E trung bình cả ngành dệt may là 12,39. Với mức P/E hiện tại là 6,28, giá cổ phiếu ADS đang được định giá tương đối thấp so với các doanh nghiệp trong ngành.

Thông tin giao dịch

Giá hiện tại (VNĐ)	18.850
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	23.750
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	16.500
Số lượng CP niêm yết (triệu CP)	16.873.481
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	16.873.481
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	109.377
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	1,4%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	168,74
Vốn hóa (tỷ VND)	318.065

Thông tin chung

Tên	Công ty Cổ phần Damsan
Địa chỉ	Lô A4 – Đường Bùi Viện – KCN.Nguyễn Đức Cảnh -Thành phố Thái Bình
Doanh thu chính	- Kinh doanh bông; - Sản xuất sợi xuất khẩu - Sản xuất khăn bông xuất khẩu.
Chi phí chính	Bông, Điện, Lao động...

Cơ cấu cổ đông
(%)

Ông Vũ Huy Đông và gia đình	32.0%
Công ty Tài chính cổ phần Điện lực	9.5%
Khác	58.5%

Cổ tức
(%)

Cổ tức hàng năm	15 – 20%
Trả cổ tức bằng tiền năm 2016	20%
Kế hoạch 2017	20%

RỦI RO ĐẦU TƯ
Rủi ro đến từ ngành

- ✓ **Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào**
- ✓ **Rủi ro đầu ra phụ thuộc vào chính sách quản lý dự trữ bông của Trung Quốc**

Rủi ro kinh doanh

- ✓ **Rủi ro từ dự án nhà ở thương mại**

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Damsan hoạt động trong ngành dệt may, tập trung chủ yếu vào lĩnh vực sản xuất sợi cotton. Bắt đầu hoạt động từ năm 2006 với công suất ban đầu là 3.500 tấn sợi/ năm tại Thái Bình, tính tới năm 2017, Công ty đã mở rộng quy mô lên 3 nhà máy gồm Damsan1, Damsan2 và nhà máy dệt sợi Eiffel với tổng công suất lên tới khoảng 16.560 tấn sợi/năm.

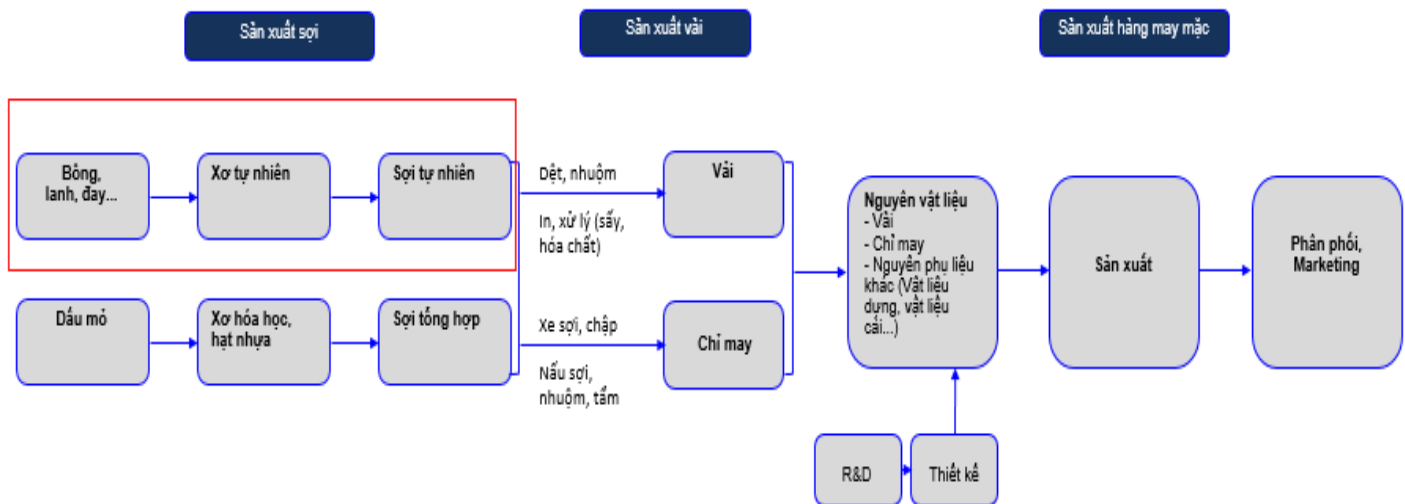
Thị trường cung ứng sợi cotton của Việt Nam hiện nay có khoảng 100 doanh nghiệp, với tổng số cọc sợi đạt 7,5 triệu và năng lực sản xuất đạt 1,05 triệu tấn năm 2016. Là doanh nghiệp tư nhân với 8 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực sản xuất sợi, Công ty cổ phần Damsan là một trong các doanh nghiệp lớn nhất cả nước về quy mô sản xuất sợi.

STT	Tên doanh nghiệp	Số lượng cọc sợi	Năng lực sản xuất
1	Phong Phú	350.000	40.700
2	Thiên Nam	173.000	33.600
3	Hanosimex	171.096	26.400
4	Đức Quân	108.700	17.500
5	Damsan	87.000	16.560
6	Sợi Phú Bài	65.600	13.500
7	Dệt may Huế	60.000	12.000
8	Sợi Trà Lý	46.000	8.400
9	Dệt may Thăng Lợi	90.000	8.000
10	Sợi Hòa Thọ	21.600	5.000
100	Toàn ngành	7.500.000	1.050.000
	Trung bình ngành	75.000	10.500

(Nguồn: FPTS Tổng hợp)

LĨNH VỰC SẢN XUẤT SỢI COTTON TẠI VIỆT NAM

Chuỗi giá trị ngành dệt may



(Nguồn: FPTTS Tổng hợp)

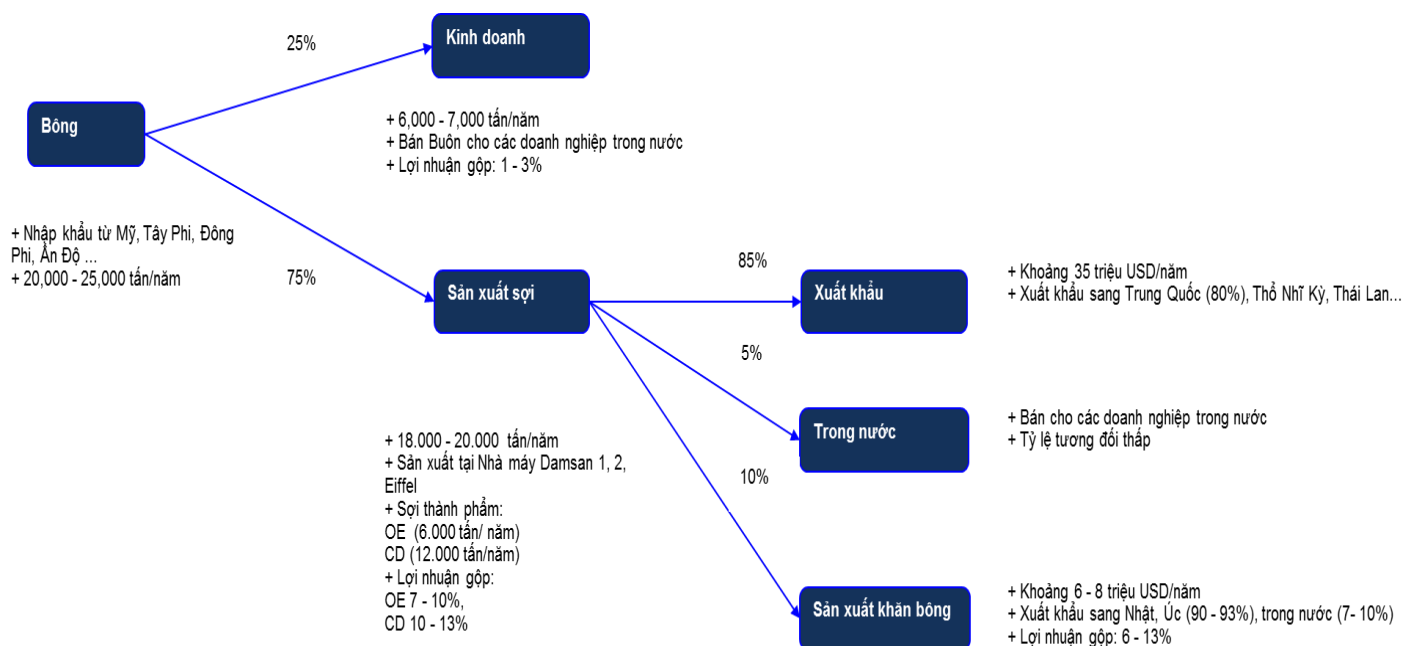
Công ty Cổ phần Damsan chỉ tham gia vào chuỗi giá trị từ công đoạn sản xuất bông đến sợi tự nhiên. Hoạt động kinh doanh lõi của doanh nghiệp là sản xuất sợi cotton và khăn bông. Ngoài ra, trong những năm gần đây, doanh nghiệp mở rộng hoạt động sang lĩnh vực bất động sản.

Lĩnh vực sản xuất sợi cotton tại Việt Nam phụ thuộc nhiều vào biến động cung cầu thị trường bông thế giới và chính sách quản lý bông tại Trung Quốc

Sản xuất sợi cotton tại Việt Nam chỉ từ mua bông để sản xuất thành sợi tự nhiên (cụ thể là sợi cotton), do đó tỷ lệ lợi nhuận không lớn. Đầu vào của quá trình sản xuất là bông phải nhập khẩu gần như hoàn toàn trong khi đầu ra là sợi lại phải xuất khẩu tới 65%. Như vậy cả đầu vào và đầu ra của lĩnh vực sản xuất sợi cotton này phụ thuộc hoàn toàn vào yếu tố bên ngoài. Cụ thể, đầu vào phụ thuộc vào biến động cung cầu bông trên thị trường thế giới. Đầu ra lại phụ thuộc vào nhu cầu sợi của nước nhập khẩu, trong đó, chủ yếu là Trung Quốc.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Quy trình sản xuất của ADS



(Nguồn: Công ty Cổ phần Damsan, FPTS Tổng hợp)

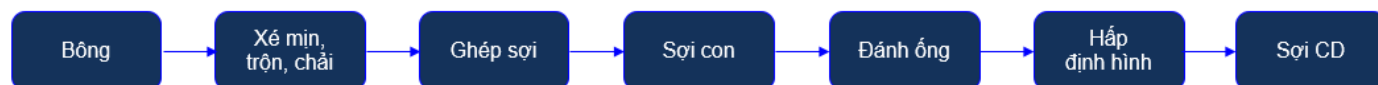
Màng sợi

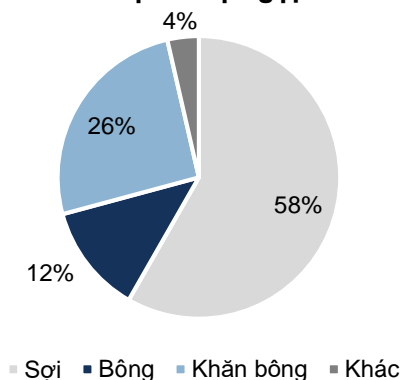
Hiện tại có 2 công nghệ sản xuất sợi phổ biến là công nghệ sản xuất sợi nôi cọc (CD) và công nghệ sản xuất sợi OE. Sợi CD sản xuất theo công nghệ nôi cọc từ xơ dài trong khi sợi OE được sản xuất theo công nghệ Rotor từ xơ ngắn. Công nghệ sản xuất sợi OE ra đời sau nhưng chưa thay thế hoàn toàn được công nghệ sản xuất sợi CD do công nghệ Rotor chỉ sản xuất được sợi với chỉ số sợi thấp (Chỉ số càng lớn thì sợi càng nhỏ). Ngoài ra, nhu cầu tiêu thụ sợi trên thế giới về sợi OE mới chỉ chiếm tỉ trọng nhỏ (khoảng 15 – 20%). Do đó, các doanh nghiệp sản xuất sợi vẫn tiếp tục sản xuất cả hai loại sợi với hai công nghệ khác nhau. Về giá bán sản phẩm, sợi OE có giá trung bình khoảng 2 USD/kg trong khi sợi CD là 2,9 – 3,1 USD/kg. Về dây chuyền sản xuất, sợi CD có số lượng máy nhiều hơn và chi phí đầu tư máy móc cao hơn.

Quy trình sản xuất sợi OE (Công nghệ Rotor):



Quy trình sản xuất sợi CD:



Cơ cấu lợi nhuận gộp 2016


(Nguồn: BCTC ADS, FPTS tổng hợp)

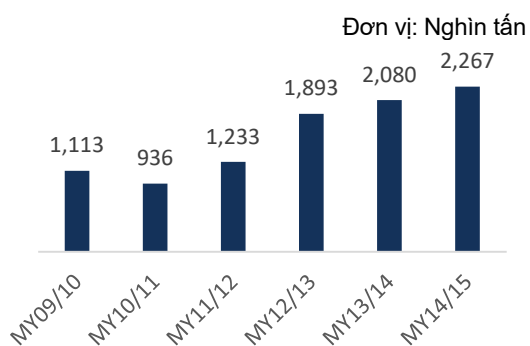
Màng sản xuất sợi vốn là mảng kinh doanh chủ đạo của doanh nghiệp, đem lại lợi nhuận lớn nhất.

Sản phẩm sợi của doanh nghiệp là sợi OE có chỉ số sợi từ 10 đến 30 và sợi CD có chỉ số sợi từ 20 đến 40, trong đó, chủ yếu là sợi OE 21 và CD32. Đây là các loại sợi có nhu cầu và sức mua lớn trên thị trường.

Tỷ lệ hao hụt trong quá trình sản xuất: Công ty luôn cố gắng hạn chế tối đa hao hụt nguyên vật liệu sản xuất nhằm làm giảm lãng phí nguyên vật liệu. Tỷ lệ hao hụt trong quá trình sản xuất sợi CD 13%, sợi OE 18% (Để sản xuất 1 tấn sợi CD trung bình cần 1,13 tấn bông xơ dài và để sản xuất 1 tấn sợi OE trung bình cần 1,18 tấn bông xơ ngắn). Tính tới năm 2017, các nhà máy sợi của Damsan đã đạt công suất tối đa với công suất trung bình 1.000 tấn sợi CD/tháng; 600 tấn sợi OE/tháng. Tỷ lệ lợi nhuận gộp/doanh thu thuần mảng kinh doanh sợi từ 5 - 10%, trong đó, sợi OE 7 - 10%, sợi CD 10 - 13%.

Sợi đầu ra chủ yếu được xuất khẩu (85%), phần còn lại (15%) được tiêu thụ trong nước và dùng làm nguyên liệu sản xuất khăn bông. Trong đó, sản phẩm sợi được xuất khẩu sang Trung Quốc (80%), Thổ Nhĩ Kỳ, Thái Lan... Kim ngạch xuất khẩu hàng năm đạt khoảng 35 triệu USD.

Một số đối tác nhập khẩu sợi lớn của công ty cổ phần Damsan bao gồm: Zhejiang Materials Industry Chemical Group Co. Ltd, China Textile Industrial Corporation For Foreign Economic and Technical Cooperation, Ya Ma Chi Co...

Nhập khẩu sợi cotton tại Trung Quốc (2011 – 2015)


(Nguồn: Global Trade Atlas, FPTS Tổng hợp)

Tuy nhiên, sản lượng và giá bán sợi đầu ra lại phụ thuộc vào chính sách quản lý bông sợi tại Trung Quốc

Chính sách quản lý trữ lượng bông quốc gia ở Trung Quốc được thực hiện qua 2 kênh là dự trữ quốc gia và hạn ngạch nhập khẩu khiến giá bông tại Trung Quốc cao hơn giá bông nhập khẩu và hạn chế sản xuất sợi tại Trung Quốc. Chi tiết xem tại [Phụ lục 4](#). Do đó, nhu cầu nhập khẩu sợi tăng mạnh trong giai đoạn 2011 – 2015, đặc biệt là sợi nhập khẩu từ Việt Nam. Trong giai đoạn 2011 - 2015, lượng sợi nhập khẩu tăng trung bình 30%/năm (2011: 936 nghìn tấn; 2015: 2.267 nghìn tấn). Trong đó sợi nhập khẩu từ Việt Nam tăng mạnh (2011: 180 nghìn tấn; 2016 là 800 nghìn tấn), trở thành nước xuất khẩu sợi cotton vào Trung Quốc lớn nhất, vượt qua các đối tác nhập khẩu lớn là Ấn Độ và Pakistan (2016: khoảng 400 nghìn tấn).

Thay đổi chính sách bảo hộ sản xuất bông sẽ ảnh hưởng tới tình hình xuất khẩu sợi của Việt Nam

Khi chính phủ Trung Quốc giảm dự trữ bông quốc gia thông qua hình thức đấu giá, giá bông tại thị trường Trung Quốc giảm về gần hơn với giá bông thị trường thế giới, ngành sợi tại Trung Quốc sẽ được kích thích phục hồi. Do đó, nâng cao năng lực cạnh tranh của ngành sợi tại Trung Quốc và xuất khẩu sợi từ phía Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng đáng kể.

So sánh chi phí sản xuất sợi

Vùng	Chi phí lương (NDT/người / tháng)	Chi phí điện (NDT/kwh)
Tân Cương, Trung Quốc	3.500-4.500	0,35
Trung Quốc (vùng còn lại)	3.500-4.500	0,70
Vietnam	1.300-1.600	0,52
Ấn Độ	1.000-1.200	0,46
Uzbekistan	1.000-1.100	0,30

(Nguồn: China Chemical Fiber, FPTS Tổng hợp)

Năng lực sản xuất sợi cotton tại Trung Quốc đang tăng trưởng mạnh mẽ

Chính phủ Trung Quốc vừa qua đã tạo dựng đặc khu kinh tế ở Tân Cương (phía Tây Trung Quốc) với các ưu đãi như giá điện tại đây chỉ bằng 1/2 so với giá điện chung tại Trung Quốc, và doanh nghiệp được Chính phủ trợ cấp 1/3 lương lao động,... Do đó, chỉ trong 2-3 năm qua, đã có 13,6 triệu cọc sợi được đầu tư tại đây vào cuối năm 2016 (2014: 7 triệu cọc sợi). Dự kiến đến năm 2020, số lượng cọc sợi tại đây tăng lên 20 triệu, gấp 3 lần quy mô sản xuất của Việt Nam. Với 10 triệu cọc sợi tăng lên, sản lượng sợi gia tăng ở Tân Cương có thể đạt 1.5 triệu tấn, tương đương 70% tổng lượng sợi nhập khẩu năm 2016, hoàn toàn thay thế được nhu cầu nhập khẩu sợi.

Tình hình cung cầu bông tại Trung Quốc 2014/2015 - 2016/2017

	Đơn vị: Tấn		
	14/15	15/16	16/17
Tồn kho đầu kỳ	13.653	14.789	13.838
Sản xuất	6.532	5.200	4.901
Nhập khẩu	1.804	1.110	1.200
Tổng cung	21.989	21.099	19.939
Xuất khẩu	15	54	65
Sử dụng	7.185	7.207	7.300
Tồn kho cuối kỳ	14.789	13.838	12.574
Tỉ lệ tồn kho/sử dụng	206	192	172

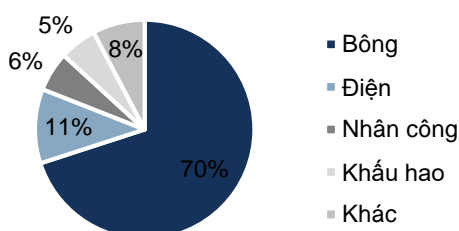
(Nguồn: USDA, FPTS Tổng hợp)

Tóm lại, xuất khẩu sợi của Việt Nam bị phụ thuộc lớn vào chính sách quản lý bông sợi tại Trung Quốc. Về phía cầu, tồn kho bông tiếp tục ở mức cao và thực trạng chênh lệch giá vẫn tiếp diễn trong ngắn hạn, nhu cầu nhập khẩu sợi vẫn cao. Dự trữ bông tồn kho tại Trung Quốc vẫn ở mức rất lớn (gấp 2 lần nhu cầu sử dụng bông) nên khó có thể ảnh hưởng tới Việt Nam trong ngắn hạn. Trung bình mỗi năm sản lượng bông tại Trung Quốc đạt 5 triệu tấn, nhập khẩu 1 triệu tấn, đã đáp ứng được gần hết nhu cầu sử dụng bông trong nước (7 triệu tấn), lượng tồn kho bông trong nước chỉ giảm khoảng 1 triệu – 2 triệu tấn/năm. Với tình hình tồn kho hiện tại khoảng 12 triệu tấn, Trung Quốc cần ít nhất 5 năm để giảm hết lượng tồn kho. Về phía cung, dự kiến đến năm 2020 sản lượng sợi mới có thể thay thế nhu cầu nhập khẩu và sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới đầu ra sản phẩm sợi Việt Nam.

Dự báo: Việc tiếp tục mở rộng quy mô sản xuất sợi thông qua việc xây dựng nhà máy dệt sợi Damsan An Ninh với quy mô 50.000 cọc sợi sẽ cần được cân nhắc kỹ lưỡng về đầu ra tiêu thụ. Tuy nhiên, với quy mô nhà máy hiện tại, tiêu thụ sản phẩm sợi dự báo sẽ tiếp tục ổn định tới năm 2020.

Mảng kinh doanh bông

Mảng kinh doanh bông mặc dù đem lại doanh thu lớn nhưng tỷ lệ lợi nhuận gộp/ doanh thu thuần ổn định ở mức thấp (1 - 3%)

Cơ cấu chi phí sản xuất sợi


(Nguồn: FPTS Tổng hợp)

Bông được nhập khẩu 100% từ các thị trường Mỹ, Ấn Độ, Hy Lạp, Thổ Nhĩ Kỳ, Cameroon, Pakistan, Tanzania, Uganda, Nigerian... dựa trên kế hoạch tiêu thụ được xây dựng từ đầu năm và tình hình thị trường bông thế giới. Công ty nhập khẩu khoảng 20.000 - 25.000 tấn bông/năm, trong đó, bông dùng cho sản xuất khoảng 18.000 - 20.000 tấn, còn lại 6.000 - 7.000 tấn dùng để kinh doanh.

Trong cơ cấu chi phí sản xuất sợi, bông chiếm tỷ trọng cao nhất (70%). Do đó, thay đổi giá bông sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới chi phí sản xuất sợi của doanh nghiệp. Doanh nghiệp luôn đảm bảo duy trì bông tồn kho thông qua chính sách dự trữ bông để đảm bảo hoạt động sản xuất được thông suốt.

Thực tế chủ yếu việc kinh doanh bông tại ADS là việc doanh nghiệp thuê bên đối tác gia công sản phẩm sợi, do đó, doanh nghiệp giao bông và nhận lại sản phẩm sợi từ bên gia công. Điều này xuất phát chủ yếu từ việc công suất sản xuất của doanh nghiệp đã đạt tối đa từ khi vận hành nhà máy nên cần thuê ngoài để hoàn thiện các đơn hàng. Với tình hình sản xuất và tiêu thụ như hiện tại, doanh nghiệp đang có kế hoạch mở rộng thêm nhà máy sản xuất sợi với công suất 50.000 tấn sợi/năm Damsan An Ninh tại Tiền Hải, Thái Bình. Tỷ lệ lợi nhuận gộp/doanh thu thuần mảng kinh doanh bông là 1 - 3%.

Các đối tác nhập khẩu bông lớn của doanh nghiệp bao gồm Allenberg Cotton Co. (Mỹ), Bhadresh Trading corporation Ltd (Ấn Độ), Cathay Cotton Limited (Hong Kong), Tong Teik Pte Ltd (Singapore), RCMA Asia PTE Ltd (Singapore), Raghunath Agrotech Ltd (India)...

Chính sách dự trữ bông: Công ty thường duy trì lượng bông trong kho đủ sản xuất trong 60 ngày (khoảng 4.000 tấn), ngoài ra lượng bông đang vận chuyển khoảng 2 - 3 tháng. Do đó, lượng bông luôn đảm bảo doanh nghiệp sản xuất liên tục 24/24 trong 4 tháng. Chính sách dự trữ bông khá linh hoạt. Trong trường hợp nhận thấy giá bông trên thị trường tăng mạnh, công ty có thể dự trữ lượng bông nhiều hơn.

Dự báo: Với quy mô nhà máy sợi Eiffel mới đi vào hoạt động nâng tổng công suất lên gần 17.000 tấn sợi/năm, doanh nghiệp có thể đáp ứng nhu cầu đặt hàng và không cần thuê gia công sản phẩm sợi. Do đó, doanh thu hoạt động kinh doanh bông có xu hướng giảm trong các năm tới. Tuy nhiên, sự sụt giảm này sẽ được bù đắp bởi doanh thu đến từ hoạt động sản xuất sợi.

Mảng khăn

Mảng kinh doanh khăn đang tiêu thụ tương đối tốt và doanh nghiệp đang có định hướng mở rộng mảng này



Sản phẩm khăn được sản xuất tại nhà máy Damsan 2 bao gồm khăn mặt, khăn thể thao, khăn ăn, khăn tắm, khăn đi biển cao cấp Dobby và Jacquard. Sản phẩm khăn được xuất ra các thị trường Nhật, Úc (90 - 93%) phục vụ khách sạn, suối nước nóng, quán ăn, nhà hàng..., còn lại tiêu thụ trong nước (7 - 10%). Kim ngạch xuất khẩu khăn hàng năm đạt khoảng 6 - 8 triệu USD.

Tính tới năm 2017, sản phẩm khăn chưa đạt công suất tối đa (khoảng 50% - 60%), với công suất đạt khoảng 1.200 - 1.300 tấn khăn/năm. Hiện tại công ty đang mở rộng năng lực sản xuất khăn thêm 1.200 - 1.400 tấn/năm qua nhà máy dệt khăn cao cấp, bắt đầu hoạt động từ Q2/2017. Tỷ lệ lợi nhuận gộp/doanh thu thuần mảng kinh doanh khăn là 6 - 13%.

Tỷ lệ hao hụt trong quá trình sản xuất khăn khoảng 10%. Về công nghệ sản xuất khăn, máy dệt móc được nhập khẩu từ châu Âu như máy dệt Vamatex (Italia), Sulzer textile (Đức)...

Một số đối tác nhập khẩu khăn lớn của công ty bao gồm: Sawashou, Yamauchi, Act Trading, Daiichi, Kamtex, Nojima, Itochu Corporation Osarm...

Dự báo: Công suất sản xuất khăn ước tính đạt 2.000 tấn vào năm 2017 và nâng lên 2.600 tấn từ năm 2018 sau khi doanh nghiệp mở rộng quy mô sản xuất khăn bông chất lượng cao từ đầu năm 2017. Với giá bán khoảng 100.000 - 120.000 VNĐ/kg, mảng khăn đem lại doanh thu khoảng 200 - 250 tỷ VNĐ/năm. Việc nâng công suất sản xuất khăn sẽ khiến biên lợi nhuận gộp toàn Công ty cải thiện do đây là mảng kinh doanh có tỷ lệ lợi nhuận gộp/doanh thu lớn hơn so với hoạt động kinh doanh sợi và bông.

Màng bất động sản

Hoạt động kinh doanh bất động sản không phải là hoạt động kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp. Tuy nhiên, Công ty Cổ phần Damsan đã thực hiện 2 dự án xây dựng nhà ở xã hội thành công vào năm 2015 và 2017.

Trong năm 2015, Công ty đã hoàn tất việc bàn giao nhà tại số 56 đường Trần Hưng Đạo, phường Lê Hồng Phong, thành phố Thái Bình. Doanh thu của dự án này đã được công ty ghi nhận vào năm 2015 là 143 tỷ đồng, lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh là 15,3 tỷ đồng. Dự án công trình xây dựng gồm 18 tầng, 256 căn hộ, diện tích trung bình từ 27 - 60 m², giá bán trung bình 8.950.000 VNĐ/m².

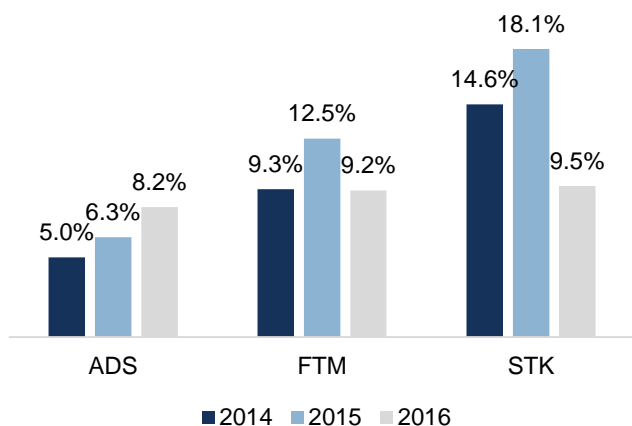
Trong năm 2017, Công ty đã và đang hoàn tất Dự án nhà ở xã hội tại Tổ 39, 40 Phường Quang Trung Thành Phố Thái Bình. Dự kiến doanh thu thu được từ dự án này là 157 tỷ và lợi nhuận đạt 15 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong Q3 và Q4/2017. Số lượng căn hộ theo dự án là 289 căn, trong đó có 141 căn là nhà ở tái định cư sau khi xây dựng sẽ bàn giao lại cho thành phố để đổi lại đất tại khu Phú Xuân, số căn còn lại có diện tích trung bình 35 - 70 m² được bán với giá 10.300.000 VNĐ/m² (đã bao gồm VAT). Hiện tại dự án đã bàn giao được 90% số lượng căn hộ.

Ngoài ra, Công ty còn đang tiếp tục đầu tư Dự án Khu đô thị Phú Xuân Damsan gồm 248 nhà liền kề và 76 biệt thự. Khác với 2 dự án trước vốn là hai dự án chính sách của tỉnh Thái Bình, có lộ trình thực hiện rõ ràng và mang lại nguồn thu ổn định và chắc chắn, dự án Khu đô thị Phú Xuân là dự án xây dựng nhà ở thương mại do công ty chịu trách nhiệm thực hiện và bán nhà xây thô cho các hộ dân, do đó rủi ro cao hơn. Hiện tại, Công ty đã thực hiện xong giải phóng mặt bằng và thi công hạ tầng, số lượng khách hàng đăng ký mua và đặt cọc đạt 50%. Dự kiến Dự án sẽ hoàn tất trong năm 2018.

Dự báo: Trong năm 2017, doanh thu và chi phí ghi nhận từ Dự án nhà ở xã hội tại Phường Quang Trung lần lượt là 157 tỷ và 142 tỷ. Lợi nhuận dự kiến từ hoạt động bất động sản là 15 tỷ đồng.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Tỷ lệ lợi nhuận gộp/doanh thu

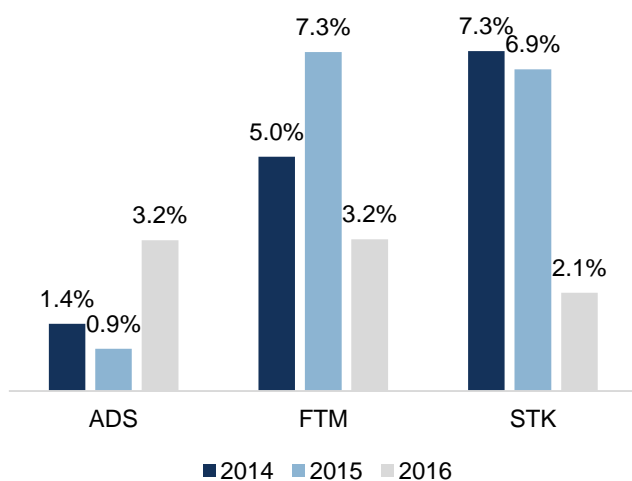


Tỷ lệ lợi nhuận gộp/doanh thu thuần cải thiện

Tỷ lệ lợi nhuận gộp/ Doanh thu thuần của ADS có xu hướng cải thiện qua các năm (2014: 5,01%, 2015: 6,27%, 2016: 8,16%). Trong năm 2016, tỷ lệ lợi nhuận gộp tăng mạnh do đóng góp đáng kể từ mảng sợi. Tỷ lệ lợi nhuận gộp mảng sợi tăng từ 3,69% (2015) lên 5,78% (2016) do giá bông tăng trong năm 2016 dẫn tới giá sợi đầu ra tăng. Trong lúc đó, bông nguyên liệu đầu là bông giá rẻ do được dự trữ từ giai đoạn trước đó nên tỷ lệ lợi nhuận tăng mạnh.

Đối với STK, năm 2016 tỷ lệ lợi nhuận gộp/doanh thu giảm mạnh do ảnh hưởng từ vụ kiện chống phá giá mặt hàng sợi của công ty tại thị trường Thổ Nhĩ Kỳ.

Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế/doanh thu



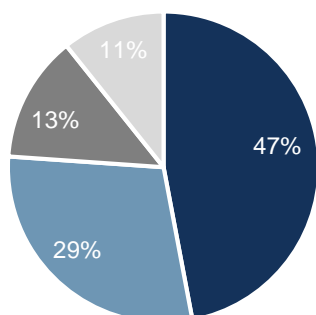
Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế/doanh thu của ADS cũng cải thiện đáng kể. Riêng năm 2015, tỷ lệ này giảm do ảnh hưởng của việc Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ khiến khiến chi phí tài chính tăng mạnh. Trong khi tỷ lệ này của ADS tăng thì FTM lại giảm mạnh do chi phí lãi vay và khấu hao của cả FTM và ADS rất lớn. Với FTM, chi phí lãi vay và khấu hao lớn do nhận tài sản và khoản nợ từ công ty Đại Cường. Với STK, Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế/doanh thu giảm mạnh do gánh nặng chi phí khấu hao và lãi vay từ nhà máy Trắng Bàng 3 đi vào hoạt động đúng lúc nhu cầu mặt hàng sợi của doanh nghiệp bị chậm lại.

(Nguồn: FPTIS Tổng hợp)

Cơ cấu vốn ADS

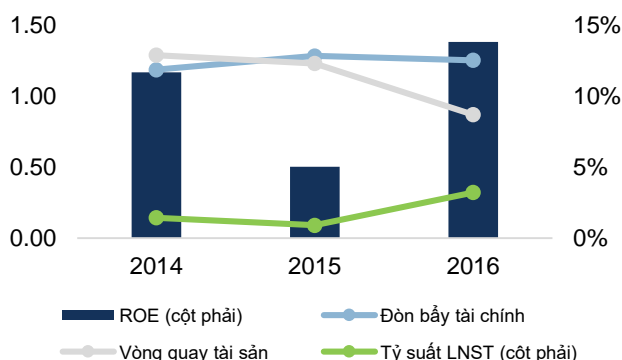
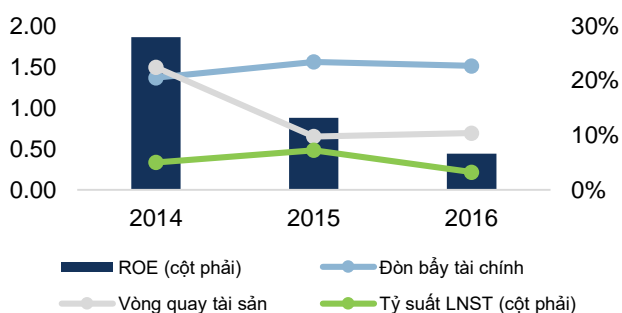
TSDH 489 tỷ	VCSH 246 tỷ
TSNH 857 tỷ	Nợ DH 231 tỷ
HTK 363 tỷ	Nợ NH 867 tỷ
Tiền gửi NH 210 tỷ	Vay NH 512 tỷ

(Nguồn: FPTS Tổng hợp)

Cơ cấu nợ vay ngân hàng ADS


- Vay ngắn hạn bằng USD ■ Vay ngắn hạn bằng VNĐ
- Vay dài hạn bằng USD ■ Vay dài hạn bằng VNĐ

(Nguồn: FPTS Tổng hợp)

Phân tích Dupont - ADS

Phân tích Dupont - FTM


(Nguồn: FPTS Tổng hợp)

Tỷ lệ đòn bẩy cao, chủ yếu từ vay nợ ngắn hạn

Trong cơ cấu tài sản của công ty cổ phần Damsan, tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu tương đối cao (4,5 lần). Tuy nhiên, tỷ lệ đòn bẩy cao lại chủ yếu từ nợ vay ngắn hạn (512 tỷ), trong đó nợ vay ngắn hạn bằng USD chiếm đa số (47%). Bản chất các khoản vay ngắn hạn này là các khoản vay LC để nhập nguyên vật liệu (bông) với tài sản đảm bảo là hàng nhập nên rủi ro thanh toán không quá lớn.

Hiện tại với lãi suất đi vay LC chỉ khoảng 2,2 - 3%. Do đó, mặc dù quy mô nợ vay của doanh nghiệp rất lớn (gần 800 tỷ) nhưng chi phí lãi vay hàng năm tương đối thấp (~30 tỷ/năm).

Chỉ tiêu ROE có xu hướng cải thiện do tỷ lệ lợi nhuận thuần/ doanh thu được cải thiện và hiệu quả sử dụng tài sản cao

Chỉ số ROE của ADS có xu hướng cải thiện nhẹ từ năm 2014 lên 2016, chủ yếu là do tỷ lệ lợi nhuận thuần/doanh thu tăng. ROE tăng từ 12% lên 14% trong khi tỷ lệ lợi nhuận thuần/doanh thu tăng từ 1,43% lên 3,22%.

Ngược lại với ADS, FTM có chỉ số ROE giảm từ 28% xuống 7% khi lợi nhuận thuần/doanh thu có xu hướng giảm từ 5,02% xuống 3,25%. Một nguyên nhân khác dẫn đến sự giảm mạnh của chỉ số ROE của FTM là do quy mô tài sản tăng rất lớn (Tổng tài sản tăng từ 560 tỷ năm 2014 lên 1.700 tỷ năm 2016 do FTM nhận nợ và tài sản từ công ty Đại Cường), tuy nhiên, hiệu quả sử dụng tài sản lại không tăng tương ứng với quy mô tài sản với quy mô doanh thu gần tương đương với ADS (khoảng 1.100 tỷ năm 2016) nhưng quy mô tài sản của ADS lại thấp hơn nhiều (Tổng tài sản của ADS khoảng 1.300 tỷ vào cuối năm 2016 thì FTM có quy mô tổng tài sản là 1.700 tỷ. Số lượng cọc sợi của ADS là 87.000 cọc sợi thì FTM là 108.700 cọc sợi).

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Mô hình định giá của chúng tôi theo phương pháp tổng giá trị thành phần, xác định giá mục tiêu là dựa trên sự đóng góp chủ yếu từ Hoạt động kinh doanh lõi là sản xuất sợi và từ Dự án nhà ở xã hội đã triển khai và hoàn thiện năm 2017. Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E với trọng số **90%:10%**. Ngoài ra, chúng tôi xác định riêng giá trị đóng góp của Dự án BĐS Phú Xuân Đạm San đang triển khai do đánh giá rủi ro cao hơn và sử dụng hệ số chiết khấu cao hơn.

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
A	Hoạt động kinh doanh lõi và Dự án nhà ở xã hội	21.023	
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		90%
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	20.935	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	19.642	
2	Phương pháp so sánh		10%
	So sánh P/E	27.638	
B	Dự án BĐS Phú Xuân Đạm San	3.727	
	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	3.727	
A+B	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	24.750	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền đối với Hoạt động kinh doanh lõi và Dự án nhà ở xã hội

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2017	7,83%	Phần bù rủi ro	8,72%
Chi phí sử dụng nợ	4,28%	Hệ số Beta (*)	1,65
Chi phí sử dụng VCSH	19,15%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	4,72%	Thời gian dự phóng	5 năm

(*): Sử dụng Beta các doanh nghiệp trong ngành ([Phụ lục 3](#))

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	1.131.735
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)	77.763
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	878.064
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	331.434
Số lượng cổ phiếu (triệu)	17
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	19.642
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	353.241
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	20.935

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hóa (tỷ)	Lợi nhuận (tỷ)	P/E
Công ty Cổ phần Sợi Thế Kỷ	STK	1.037	42	24,80x
Công ty Cổ phần Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công	TCM	1.387	183	7,56x
Công ty Cổ phần Sản xuất Thương mại May Sài Gòn	GMC	450	58	7,70x
Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG	TNG	584	83	7,01x
Công ty Cổ phần May Phú Thành	MPT	59	7	8,22x
Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đức Quân	FTM	718	38	19,07x
Trung bình				12,39x
Công ty Cổ phần Damsan	ADS	318	51	6,28x

Dự kiến dòng tiền dự án nhà thương mại ở Phú Xuân

	2017	2018	2019
Doanh thu (triệu)	120.000	250.000	250.000
Chi phí (triệu)	98.000	215.000	215.000
Lợi nhuận (triệu)	22.000	35.000	35.000

(Nguồn: ADS)

TÓM TẮT GIẢ ĐỊNH

Chỉ tiêu	2016	2017F	Giả định của FPT S
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.100.976	1.698.368	
Tăng trưởng doanh thu từ các dự án bất động sản			
<i>Hoạt động bất động sản</i>	3.358	267.000	Dự án nhà ở xã hội tại Tổ 39, 40 Phường Quang Trung Thành Phố Thái Bình ghi nhận doanh thu trong Q3, Q4/2017 là 147 tỷ đồng và Dự án nhà ở thương mại Phú Xuân là 120 tỷ đồng
<i>Hoạt động kinh doanh bông</i>		232.458	Giá bông thu mua khoảng 1,65 USD/kg, tỷ lệ lợi nhuận gộp/doanh thu là 1%.
Doanh thu hoạt động sản xuất sợi tăng trưởng mạnh từ năm 2017 do nhà máy Eiffel đã đi vào hoạt động (từ Q4/2016). Tính tới thời điểm hiện tại, nhà máy sợi Eiffel đã hoạt động tối đa công suất, tăng số lượng cọc sợi từ 47.000 cọc sợi lên 87.000 cọc sợi, sản lượng sợi CD tăng từ 6.000 tấn/năm lên 10.000 – 12.000 tấn/năm, sản lượng sản xuất sợi OE đạt khoảng 7.200 tấn/năm.			
<i>Hoạt động sản xuất sợi</i>		974.510	Sản lượng sợi đạt 7.200 tấn sợi OE/năm và 12.000 tấn sợi CD/năm, bán ra 85% lượng sợi, 15% sử dụng là đầu vào sản xuất khăn.
Giả định giá bán sợi duy trì ở mức giá trung bình 6 tháng đầu năm (tăng 20 - 25% so với 2016) do nhu cầu nhập khẩu sợi tăng từ phía Trung Quốc, từ 2,3 – 2,5USD lên 2,8 – 3,0 USD/kg sợi CD, từ 1,4 – 1,6 USD/kg lên 1,8 – 2,0 USD/kg sợi OE.			
<i>Hoạt động sản xuất khăn bông</i>	197.218	224.400	Nhà máy sản xuất khăn bông cao cấp bổ sung 100 tấn khăn/tháng , tuy nhiên, giai đoạn 1 (2017) chỉ tăng công suất được 600 tấn khăn/năm. Ước tính năm 2017 sản xuất và tiêu thụ khăn đạt khoảng 2.000 tấn.
Giá bán duy trì ở mức giá năm 2016 (110.000 VNĐ/kg)			
Giá vốn hàng bán	1.011.174	1.557.605	
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	89.802	140.763	
Doanh thu hoạt động tài chính	30.600	21.106	Không bao gồm lãi chênh lệch tỷ giá
Chi phí tài chính	46.655	38.184	Giả định tỷ giá tăng 2%/năm, khiến lỗ chênh lệch tỷ giá 8 tỷ (chủ yếu từ các khoản vay có gốc ngoại tệ)
Trong đó: Chi phí lãi vay	32.963	30.596	Chi phí lãi vay giảm so với 2016 do chi phí huy động vốn (USD, VND) giảm 1% so với 2016.
Chi phí bán hàng	9.983	12.882	Giả định 0.9% doanh thu thuần
Chi phí quản lý doanh nghiệp	26.454	28.627	Giả định 2% doanh thu thuần (không bao gồm dự phòng)
Tổng lợi nhuận (lỗ) kế toán trước thuế	40.882	82.176	Tăng 15 tỷ từ dự án nhà ở xã hội, 22 tỷ từ dự án nhà ở thương mại và 5 tỷ từ hoạt động kinh doanh lõi
Chi phí thuế	5.388	12.223	Giả định ở mức 13%/năm với hoạt động kinh doanh thông thường và 20% đối với hoạt động bất động sản
Lợi nhuận (lỗ) sau thuế TNDN	35.493	69.953	

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.301.143	1.100.976	1.698.368	1.777.316
Giá vốn hàng bán	1.219.523	1.011.174	1.557.605	1.631.385
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	81.620	89.802	140.763	145.931
Doanh thu hoạt động tài chính	36.068	30.600	21.106	24.039
Chi phí tài chính	73.069	46.655	38.184	36.655
Trong đó: Chi phí lãi vay	29.696	32.963	30.596	29.608
Chi phí bán hàng	11.285	9.983	12.882	13.746
Chi phí quản lý doanh nghiệp	21.385	26.454	28.627	30.546
Lợi nhuận (lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh	11.949	37.312	82.176	89.023
Thu nhập khác	3.201	4.471	-	-
Chi phí khác	1.197	900	-	-
Tổng lợi nhuận (lỗ) kế toán trước thuế	13.953	40.882	82.176	89.023
Chi phí thuế TNDN hiện hành	2.236	5.923	12.223	10.523
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	(45)	(535)	-	-
Lợi nhuận (lỗ) sau thuế TNDN	11.762	35.493	69.953	78.500

Các tỷ lệ trên báo cáo	2015	2016	2017F	2018F
Tỷ lệ Lợi nhuận gộp/Doanh thu thuần	6,27%	8,16%	7,52%	7,26%
Tỷ lệ lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh/doanh thu thuần	3,76%	4,85%	4,89%	4,36%
Số ngày phải thu khách hàng	31,84	34,50	30,00	30,00
Số ngày phải trả hoạt động kinh doanh	38,67	44,46	40,00	40,00
EPS	732	2.895	4.146	3.489

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2015	2016	2017F	2018F
A. TÀI SẢN NGẮN HẠN	833.183	788.649	950.182	1.012.550
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	89.870	48.693	77.763	122.427
II. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	355.070	291.584	357.842	381.829
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	202.177	209.503	201.457	195.148
1. Phải thu khách hàng	113.517	104.052	129.729	125.533
2. Trả trước cho người bán	24.855	21.798	29.192	28.328
3. Các khoản phải thu khác	67.361	89.763	50.320	48.819
4. Dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi (*)	(3.556)	(6.110)	(7.784)	(7.532)
IV. Hàng tồn kho	171.182	204.474	265.768	267.326
V. Tài sản ngắn hạn khác	14.885	34.396	47.351	45.819
B. TÀI SẢN DÀI HẠN	222.502	476.561	425.959	428.901
1. Tài sản cố định	205.321	353.263	413.607	364.364
2. Chi phí trả trước dài hạn	12.459	9.368	6.196	3.025
3. Tài sản dài hạn khác	3.639	4.342	6.156	5.957
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	1.055.685	1.265.210	1.376.141	1.441.450
A. NỢ PHẢI TRẢ	821.579	1.008.829	1.101.155	1.068.844
I. Nợ ngắn hạn	758.899	858.829	994.627	997.537
1. Vay và nợ ngắn hạn	595.404	608.441	771.536	781.224
2. Phải trả người bán	145.286	206.998	159.957	155.220
3. Các khoản phải trả ngắn hạn khác	18.209	43.389	63.135	61.093
II. Nợ dài hạn	62.681	150.001	106.528	71.307
1. Vay và nợ dài hạn	55.260	149.987	106.528	71.307
B. VỐN CHỦ SỞ HỮU	234.106	256.380	274.986	372.607
1. Vốn đầu tư của chủ sở hữu	160.700	168.735	168.735	224.980
5. Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	55.414	64.992	78.798	76.002
6. Lợi ích cổ đông thiểu số	11.671	15.029	19.829	24.629
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	1.055.685	1.265.210	1.376.141	1.441.450

Kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu

Công ty cổ phần Damsan dự kiến chào bán cổ phiếu ra công chúng như sau:

Phát hành cho cổ đông hiện hữu		
Số lượng cổ phiếu chào bán cho cổ đông hiện hữu		5,624,493
Tỷ lệ thực hiện	3:1 (cổ đông sở hữu 03 cổ phiếu sẽ được mua thêm 01 cổ phiếu)	
Số lượng cổ phiếu lưu hành sau khi phát hành		22,497,974
Điều kiện hạn chế chuyển nhượng	Được tự do chuyển nhượng	
Giá chào bán		17,000
Tổng số tiền thu được		95,6 tỷ
Thời gian chào bán	Quý IV/2017	
Phát hành cho các nhà đầu tư		
Số lượng cổ phiếu chào bán cho các nhà đầu tư		4,370,000
Số lượng cổ phiếu lưu hành sau khi phát hành		26,867,974
Điều kiện hạn chế chuyển nhượng		01 năm
Giá chào bán		17,000
Tổng số tiền thu được		75,5 tỷ
Thời gian chào bán	Trong năm 2017 và ngay sau khi được UBCKNN chấp nhận	

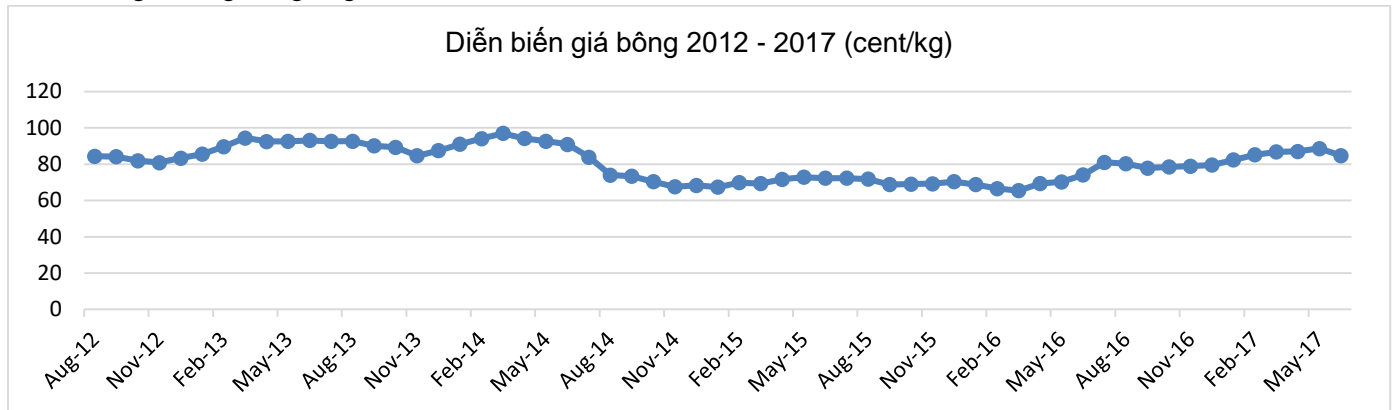
Phương án sử dụng vốn được đại hội đồng cổ đông thông qua

Mục đích	Tỷ đồng
Đầu tư vốn bổ sung vào Công ty cổ phần sợi Eiffel để qua đó đầu tư vào Cụm công nghiệp An Ninh huyện Tiên Hải tỉnh Thái Bình	250
Trong đó:	
Vốn huy động từ đợt phát hành thêm cổ phiếu	80
Vốn vay ngân hàng	170
Đầu tư xây dựng nhà máy 50.000 cọc sợi tại Cụm công nghiệp An Ninh huyện Tiên Hải tỉnh Thái Bình	490
Trong đó:	
Vốn huy động từ đợt phát hành thêm cổ phiếu	90
Vốn huy động từ phát hành trái phiếu	200
Vốn vay ngân hàng	200

PHỤ LỤC

Phụ lục 1

Diễn biến giá bông thế giới giai đoạn 2012 – 2017



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Phụ lục 2

Cập nhật quy mô và công suất nhà máy

Nhà máy	Số cọc sợi	Năm bắt đầu hoạt động	Vốn đầu tư	Sản phẩm	Số lượng lao động	Công suất sản xuất	Tình trạng công suất
Damsan 1	27,000	2007	121 tỷ	OE, CD	200	2,880 tấn OE/năm 2,220 tấn CD/năm	Đã hết công suất Đã hết công suất
Damsan 2	20,000	2010	220 tỷ	OE, CD, khăn bông	650	3,600 tấn OE/năm 1,200 tấn khăn/năm	Đã hết công suất Mảng khăn đang được mở rộng xây dựng nhà máy dệt khăn cao cấp từ Q1/2017, công suất nhà máy khoảng 2.760 tấn khăn/năm
Nhà máy sợi Eiffel	40,000	2016	291 tỷ			7,200 tấn CD/năm	Đã hết công suất

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Phụ lục 3

Tính Ke dựa vào Beta các doanh nghiệp trong ngành

Mã	Beta	Giá	Số lượng cổ phiếu	Giá trị vốn hóa (tỷ)	Nợ (tỷ)	Thuế	Beta không đòn bẩy
STK	0,38	17.300	59.937.798	1.037	1.049	6,75%	0,19
TCM	1,16	26.900	51.553.379	1.387	1.445	13,68%	0,61
GMC	0,80	29.000	15.506.360	450	263	19,43%	0,54
TNG	1,26	14.200	41.117.291	584	1.439	14,37%	0,41
Trung bình ngành Beta (ADS)							0,44 1,65

Phụ lục 4

Chính sách quản lý bông tại Trung Quốc từ 2010 đến nay

Giai đoạn	Thời gian	Chính sách
Quản lý dự trữ bông quốc gia		
MY10/11	1 năm	Bán toàn bộ dự trữ bông quốc gia khi giá bông thế giới tăng vọt
MY11/12	MY13/14	3 năm
	MY11/12	Chính sách Giá thu mua tối thiểu để thúc đẩy trồng bông
	MY12/13 và MY13/14	Giá thu mua tối thiểu là 19.800 NDT/tấn
MY14/15	MY16/17	3 năm
	MY14/15	Chính sách trợ cấp cho người nông dân trồng bông được chia thành 2 kênh: trợ cấp cho riêng vùng Tân Cương thông qua mức giá mục và trợ cấp cho 9 vùng trồng bông khác thông qua mức trợ cấp cố định trên mỗi tấn bông. Theo đó, chính phủ sẽ chi trả cho vùng Tân Cương phần trợ cấp là chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá trên thị trường.
	MY15/16	Vùng Tân Cương: Giá mục tiêu là 19.800 NDT/tấn (3,225 USD/tấn) Vùng khác: Trợ cấp cố định trên mỗi tấn bông là 2.000 NDT/tấn (323 USD/tấn)
	MY16/17	Vùng Tân Cương: Giá mục tiêu là 19.100 NDT/tấn Vùng khác: Trợ cấp cố định trên mỗi tấn bông là 2.000 NDT/tấn (323 USD/tấn)
	MY 15/16	Đấu giá bông tồn kho quốc gia
	MY 16/17	Chính sách trợ cấp hạt bông chất lượng cao: \$36/Ha để cải thiện chất lượng hạt bông khắp cả nước.
MY 17/18	MY19/20	3 năm
		Đấu giá bông tồn kho quốc gia với quy mô lớn hơn
		Tiếp tục trợ cấp cho người trồng bông ở Tân Cương 18.600 NDT/tấn và đấu giá bông tồn kho quốc gia với quy mô lớn
Quản lý hạn ngạch nhập khẩu		
2001		Công bố Danh sách các nhà cung cấp bông nhập khẩu và Danh sách các doanh nghiệp đăng ký giấy phép nhập khẩu bông hàng năm Hạn ngạch nhập khẩu theo cam kết với WTO là 894.000 tấn/năm sẽ chịu thuế nhập khẩu 1%; ngoài hạn ngạch 40%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu ADS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu ADS nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.28) 6290 8686
Fax: (84.28) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang,
Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 355 3666
Fax: (84.511) 355 3888