

Nguyen Tra Lan

Email: nguyentranelan@thanglongsc.com.vn

Mã : **HPG** – Sàn giao dịch: **HSX**

Khuyến nghị: **MUA**

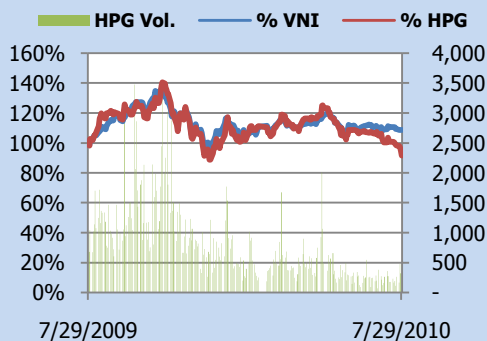
Giá mục tiêu: **VND 51,720**

THỐNG KÊ CỔ PHIẾU

Giá ngày 30/7/2010	35,800 VND
Ngành: Vật liệu cơ bản	
Mô hình kinh doanh: Tổ hợp công nghiệp & BĐS	
Thời điểm niêm yết	11/15/2007
Số CP lưu hành	294,545,997
Số CP thực tế giao dịch	179,643,604
Vốn hóa (tỷ VND)	10,545
Cao nhất 52 tuần (VND)	54,300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	34,300
KLGD trung bình 10 ngày	283,714
% Thay đổi giá 1 tháng	-13.73%
% Thay đổi giá 3 tháng	-23.01%
% Thay đổi giá 6 tháng	-14.08%
% Thay đổi giá 12 tháng	-5.79%
% Sở hữu NN	33.29%
% Giới hạn sở hữu NN	49.00%
Beta 52 tuần	1.06

Nguồn: TLS

Lợi nhuận lũy kế của HPG và VNINDEX trong 12 tháng



Nguồn: TLS, (KL: nghìn Cp)

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (TỶ VND)

	2008	2009	2010E
Tài sản	5,639	10,243	12,949
Vốn chủ	4,364	5,165	6,782
Doanh thu	8,365	8,123	12,592
EBIT	1,258	1,976	1,664
EAT	848	1,270	1,355
EPS (VND)	4,328	6,471	5,221
Cổ tức/CP (VND)	3,000	1,000	3,000
PE (x)	7.3	8.8	9.9
PB (x)	1.4	2.2	2.5
% Tăng D. thu	48.2%	-2.9%	55.00%
% Tăng EPS	-11.1%	49.5%	-19.40%
% Lãi biên gộp	15.0%	24.3%	16.00%
% Lãi biên ròng	11.4%	10.2%	15.70%
ROE	19.4%	24.6%	20.00%
ROA	15.0%	12.4%	10.50%

Nguồn: HPG, TLS

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT

30/7/2010

Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu này. Khuyến nghị MUA dựa trên 3 điểm quan trọng chính: (1) Doanh thu và lợi nhuận ròng được kỳ vọng sẽ tăng mạnh trong vòng những năm tới bởi hiệu quả từ việc hình thành chuỗi giá trị dựa trên tận dụng khai thác quặng giá thấp và chu trình sản xuất khép kín; (2) giá thép xây dựng đang biến động trở lại và giá bán trung bình ở mức giá 13,5 triệu VND/tấn trong khoảng thời gian từ giờ đến cuối năm và (3) HPG thu lợi đáng kể từ bán than coke cho đối tác nước ngoài. Mô hình của chúng tôi đưa ra mức lợi nhuận kỳ vọng 44.5% để đạt đến giá trị của cổ phiếu này (theo mức giá giao dịch ngày ra báo cáo).

MÔ TẢ DOANH NGHIỆP

HPG có vốn chủ sở hữu 5,096.85 tỷ VND. Thặng dư vốn và lợi nhuận giữ lại tại thời điểm 31/03 tương ứng là 1,620.9 tỷ và 1,431.1 tỷ VND. Doanh thu chính của HPG bao gồm sản xuất thép xây dựng (thép cây/57.1% và ống thép/11.7%), thương mại thép (9.8%), năng lượng (7.6%), nội thất (6.3%), thiết bị phụ tùng (2.8%) và điện lạnh (5.3%). Đến hết tháng 6, HPG được xếp thứ 2 trong số các công ty lớn nhất về doanh thu thép xây dựng với thị phần cả nước là 13.4%. Kết quả doanh thu và lợi nhuận 2 quý tương đương 50% kế hoạch năm. Doanh thu lũy kế 5,959 tỷ VND và lợi nhuận sau thuế 631 tỷ VND.

DIỄN BIẾN MỚI

Giá thép xây dựng có dấu hiệu tăng nhẹ trở lại: lượng tiêu thụ thép cả nước trong tháng 6 đạt 350,000 tấn, tăng 25% so với sức tiêu thụ trong tháng 5. Giá bán thép xây dựng giao tại nhà máy (chưa tính thuế VAT) hiện tăng lên 12.2 – 13.26 triệu VND/tấn.

Thiết lập dây chuyền số 2 tại nhà máy tuyển quặng Âu Lâu, Yên Bái: Tổng sản lượng khai thác tinh hàng năm ước tính khoảng 120.000 tấn. Như vậy, mỏ này với 2 dây chuyền, có thể đáp ứng được 17.1% nhu cầu tuyển quặng sắt (700,000 tấn) hàng năm của HPG.

Nắm giữ 60% vốn của công ty bất động sản Golden Gain (tương đương 259.9 tỷ VND): Đây là công ty có dự án chung cư đang xây dựng tại khu Đô thị Trung Hòa – Nhân Chính.

Nhà máy xi măng mới hoạt động nên chưa mang lại doanh thu lớn: Doanh thu 2.7 tỷ VND đến cuối tháng 5, do nhiều khả năng HPG tiến hành chạy không tải trong thời gian đầu.

Phát hành 800 tỷ VND trái phiếu kỳ hạn 3 năm, lãi suất 14.5%: Đợt phát hành này nhằm phục vụ cho nguồn vốn đầu tư các dự án bất động sản.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Trung Quốc – nước xuất khẩu thép lớn vào Việt Nam – đã bãi bỏ hoàn thuế xuất khẩu đối với doanh nghiệp thép Trung Quốc, nhằm kích thích tiêu dùng trong nước. Điều này mang lại thuận lợi lớn cho các doanh nghiệp Việt Nam. Hãng thép Baosteel, hãng thép lớn thứ 2 Trung Quốc, đã đặt mua quặng sắt khai thác tại Australia với giá tăng 23% với mức giá hiện tại 130 USD/tấn, hàm lượng 65% sắt, cho thấy dấu hiệu cầu tại Trung Quốc đang tăng lên.

Lợi thế về thuế thu nhập doanh nghiệp cho những hạng mục lớn mới đi vào hoạt động như Khu liên hợp gang thép (miễn thuế 4 năm đầu) và nhà máy xi măng (miễn thuế 2 năm đầu).

Lượng quặng sắt đảm bảo cung cấp 50% nhu cầu cho luyện phôi trong năm nay: Thay đổi đáng kể so với sản xuất thép trong năm 2009 là HPG đảm bảo 1/2 lượng quặng sắt cho luyện phôi. Điều này giúp tránh đáng kể biến động tiêu cực từ nhập phôi thép hay mua thép phế.

HPG đang có lợi khi 2 dự án thép lớn trị giá 10 tỷ USD có thể bị ngừng triển khai: 2 dự án này là Nhà máy thép liên hợp Hà Tĩnh, Khu liên hợp Cà Ná – Ninh Thuận.

Mảng kinh doanh năng lượng ấn tượng: Sản lượng than coke 5 tháng là 80,500 tấn và tổng doanh thu năng lượng là 556.6 tỷ VND, trong đó riêng than coke mang lại ước tính 170 tỷ VND.

Kỳ vọng thu lợi nhuận từ bán than coke cho nước ngoài do biến động giá tăng: Giá than coke tăng cao nhất trong 14 năm trở lại đây lên 225 USD/tấn tại thời điểm quý 2, 2010.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá cổ phiếu HPG khoảng 51,720 VND khi sử dụng mô hình thu nhập theo P/E so sánh. P/E sẽ được kết hợp giữa bình quân ngành và bình quân quá khứ là 9.9 có căn cứ trên lợi thế hoạt động mô hình kinh doanh đa ngành. So sánh này được chúng tôi dựa trên tính toán chỉ số của những công ty cùng ngành niêm yết có thị phần, công suất lớn và P/E quá khứ ổn định.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Áp lực cạnh tranh từ những công ty thép có quy mô lớn: cuối quý II' 2011, Tập đoàn thép Nhật Bản (Nippon Steel) sẽ liên doanh với Tổng công ty Thép Việt Nam để thành lập liên doanh sản xuất ống thép với công suất 600,000 tấn ống thép hàn xoắn/năm. Nhà máy thép Guang Lian Việt Nam được cấp phép nâng công suất từ 5 triệu tấn lên 7 triệu tấn/năm trong tháng 6.

Áp lực đối với việc lấp đầy tỷ lệ thuê tại khu công nghiệp Phố Nối A: hiện tại, với tỷ lệ lấp đầy hiện tại là hơn 70%. Áp lực lấp đầy diện tích thuê hiện tại là khá khó khăn, việc mở rộng sẽ càng gia tăng áp lực hơn nữa.

TỔNG HỢP TÀI CHÍNH

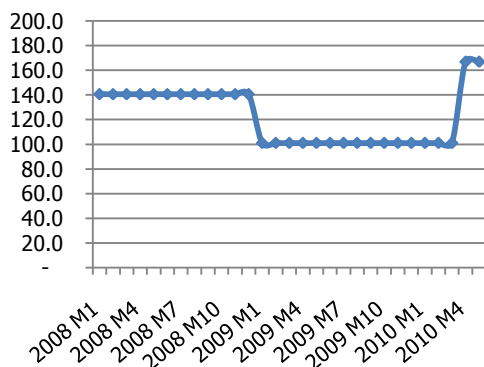
Đơn vị: Tỷ VND

Mô hình thu nhập (VND)	2007	2008	2009	2010E
Doanh thu thuần	5,642.93	8,364.80	8,123.39	12,592.09
Giá vốn hàng bán	-4,676.41	-7,106.50	-6,147.35	-10,574.50
Lợi nhuận gộp	966.52	1,258.31	1,976.04	2,017.59
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>17.10%</i>	<i>15.00%</i>	<i>24.30%</i>	<i>16.00%</i>
Thu nhập hoạt động khác	30.42	26.29	30.14	20
Chi phí bán hàng	-89.01	-106.41	-124.51	-143.55
Chi phí QLDN	-106.72	-138.46	-196.49	-214.07
Chi phí hoạt động khác	-23.79	-9.65	-15.54	-16
Lợi nhuận trước thuế&lãi vay	777.42	1,030.08	1,669.65	1,663.98
Thu nhập từ đầu tư	25.89	149.81	131.7	113.11
Lãi vay ròng	-45.26	-170.81	-281.07	-153.52
Thu nhập ròng từ tài chính	-16.82	-21	-149.37	-69.55
Phần lãi/lỗ từ cty liên quan	760.6	1,018.63	1,509.98	1,599.42
Lợi nhuận trước thuế	115.45	159.22	239.27	239.91
<i>Thuế thu nhập</i>	<i>15.20%</i>	<i>15.60%</i>	<i>15.80%</i>	<i>15.00%</i>
Lợi nhuận sau thuế	645	854	1,272	1,355
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	5.22	-1.18	5.00
Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)	1,000.00	3,000.00	1,000.00	3,000.00
Lợi nhuận giữ lại	513.15	276.90	1,271.89	576.24
Số cổ phiếu bình quân (m)	108,270,000	164,181,999	196,363,998	259,421,689
Số cổ phiếu cuối năm (m)	132,000,000	196,363,998	196,363,998	322,479,380
Thu nhập/cổ phiếu (VND)	5,958.70	4,350.04	6,477.19	5,221.27
<i>Cổ tức cổ phiếu thường (VND)</i>	<i>1,000.00</i>	<i>3,000.00</i>	<i>1,000.00</i>	<i>3,000.00</i>
<i>Tỷ lệ trả cổ tức/LN (cp thường)</i>	<i>16.80%</i>	<i>69.00%</i>	<i>15.40%</i>	<i>57.50%</i>
Báo cáo dòng tiền (VND)	2007	2008	2009	2010E
Lợi nhuận ròng	645.15	854.19	1,271.89	1,354.51
Điều chỉnh tăng giảm:	-	-	-	-
Khấu hao	82.82	175.52	204.12	438.79
Thay đổi hàng tồn kho	-736.04	-240.16	-736.44	183.48
Thay đổi khoản phải thu	-728.42	345.33	-440.37	-551.97
Thay đổi khoản phải trả	312.03	52.75	249.02	374.59
Dòng tiền từ hoạt động KD	-424.46	1,187.63	548.22	1,799.40
Thay đổi TSCĐ hữu hình	-69.06	-595.64	-2,527.77	-3,298.00
Thay đổi đầu tư ngắn hạn	-266	-468.39	588.25	-73.86
Thay đổi đầu tư dài hạn	-392.21	11.65	-721.39	3,122.92
Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư	-727.27	-1,052.37	-2,660.91	-248.94
Cổ phần phát hành	1,824.47	983.17	15.53	1,261.15
Thay đổi các quỹ khác	19.3	21.76	40.93	20
Thay đổi các khoản nợ vay	-240.66	-64.8	3,059.77	150
Thay đổi nợ dài hạn	129.64	-229.62	494.08	300
Chia cổ tức cho cổ đông	-334.46	-891.53	-531.81	-778.27
Dòng tiền hoạt động T.chính	1,398.28	-181.03	3,078.49	952.89
Dòng tiền thuần	246.54	-45.77	965.81	2,503.35
Tiền mặt đầu kỳ	74.45	318.44	276.01	1,504.48
Tiền mặt cuối kỳ	318.44	276.01	1,240.63	4,007.83
Dòng tiền thuần dự phóng	2,007	2,008	2,009	2010E
Lợi nhuận ròng	645.15	854.19	1,271.89	1,354.51
Cộng thêm chi phí khấu hao	82.82	175.52	204.12	438.79
(-)tăng TSLĐ, không kể tiền mặt	-1,225.07	-134.21	-1,176.81	-368.49
(+) tăng VNNH	71.37	-12.06	3,308.78	524.59
(-) tăng nguyên giá TSMMTB	-58.35	-419.77	-213.29	-3,298.00
Dòng tiền tự do	-484.09	463.66	3,394.69	-1,218.10

Bảng Cân Đối Kế Toán (VND)	2007	2008	2009	2010E
Tài sản ngắn hạn				
Tiền & tương đương tiền	399.32	510.22	1,480.49	4,007.83
Đầu tư tài chính	266	734.39	146.14	220
Khoản phải thu	784.38	720.18	883.02	1,401.08
Hàng tồn kho	1,580.08	1,820.24	2,556.68	2,373.20
Chi phí trả trước, TSNH khác	105.73	63.99	341.51	375.42
Tổng tài sản ngắn hạn	3,135.51	3,849.01	5,407.84	8,377.53
Tài sản máy móc thiết bị				
Nguyên giá	1,330.12	1,749.90	1,963.19	5,261.19
Trừ khấu hao lũy kế	-401.08	-576.59	-780.72	-1,219.50
Tài sản máy móc thiết bị ròng	929.05	1,173.30	1,182.48	4,041.69
Tài sản dài hạn khác	692.24	617.06	3,652.92	530
Tổng Tài Sản	4,756.79	5,639.37	10,243.24	12,949.22
Vay nợ ngắn hạn				
Vay ngắn hạn	653.13	588.33	3,648.10	3,798.10
Khoản phải trả	546.33	642.27	872.94	1,228.65
Nợ khác	68.93	25.73	44.08	62.96
Tổng vay nợ ngắn hạn	1,268.39	1,256.33	4,565.11	5,089.71
Vay nợ dài hạn	248.86	19.24	513.31	813.31
Vốn chủ sở hữu	3,158.67	4,129.60	4,924.96	6,782.36
Cổ phiếu thường	1,320.00	1,963.64	1,963.64	3,224.79
Quỹ đầu tư phát triển	-	-	-	1,261.15
Lợi nhuận giữ lại	449.75	415.74	1,154.64	1,730.88
Cổ phiếu Quỹ	-	-	-	-
Nguồn ngân sách & quỹ khác	1,388.92	1,750.22	1,806.68	565.53
Lợi ích cổ đông thiểu số	80.88	234.21	239.86	263.84
Tổng vay nợ & VCSH	4,756.79	5,639.37	10,243.24	12,949.22
Tăng trưởng & tỷ suất (%)	2,007	2,008	2,009	2010E
Tăng trưởng Doanh thu	57.04%	48.24%	-2.89%	55.01%
Tăng trưởng EBITDA	61.79%	36.33%	52.51%	17.68%
Tăng trưởng EBIT	89.54%	32.50%	62.09%	-0.34%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	76.27%	32.40%	48.90%	6.50%
Tăng trưởng EPS	-6.76%	-27.00%	48.90%	-19.39%
Tỷ suất LN gộp	17.13%	15.04%	24.33%	16.02%
Tỷ suất EBITDA	20.88%	19.21%	30.16%	22.90%
Tỷ suất EBIT	13.78%	12.31%	20.55%	13.21%
Các chỉ số	2,007	2,008	2,009	2010E
ROE	19.84%	19.65%	24.60%	19.97%
ROA	13.51%	15.21%	12.41%	10.46%
Số ngày hàng tồn kho	123.33	93.49	151.8	81.92
Số ngày khoản phải thu	50.74	31.42	39.68	40.61
Số ngày khoản phải trả	42.64	32.99	51.83	42.41
Vay nợ ròng/VCSH	0.47	0.29	0.98	0.87
Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)	17.18	6.03	5.94	10.84
Định giá so sánh	2007	2008	2009	2010E
PE	12.9	7.24	8.8	9.91
PB	2.56	1.42	2.17	2.46
Lợi suất cổ tức	1.05%	9.52%	1.79%	5.36%

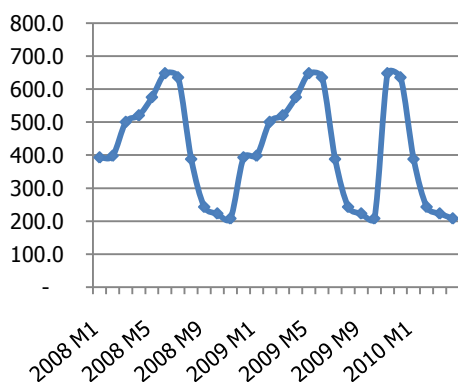
Chú thích: TSLĐ = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị; TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao
 Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

Biểu đồ 1: Diễn biến giá quặng sắt, hàm lượng 67,55% sắt (USD/tấn)



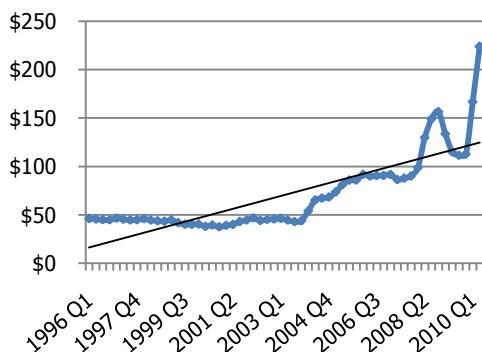
Nguồn : TLS tổng hợp, giá tính đến tháng 5, 2010

Biểu đồ 2: Diễn biến giá thép phế theo tháng từ tháng 1, 2008



Nguồn : TLS tổng hợp, giá tính đến tháng 4, 2010

Biểu đồ 3: Giá than coke, tính đến cuối Q2 2010



Nguồn: TLS tổng hợp, Tạp chí khoáng sản

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Thép:

Lợi thế lớn nhất mà HPG có được chính là hiệu quả từ sản xuất theo chu trình khép kín dựa trên kiểm soát thành công chuỗi giá trị. Các mỏ quặng sắt sẽ được tập trung khai thác để luyện phôi. Giá vốn hàng bán được kỳ vọng sẽ thấp so với nhiều các đối thủ cạnh tranh, đặc biệt là dựa trên chi phí trung bình mua một tấn quặng tại mỏ sắt An Thông vừa qua (từ 10 – 15 USD/tấn, trong khi giá bán trên thị trường hiện nay dao động khoảng 160 – 165USD/tấn, giá tháng 5, 2010).

Với trữ lượng 50 triệu tấn quặng thô, mỏ An Thông sẽ có khối lượng khai thác trong vòng đời là khoảng 10 triệu tấn quặng tinh, tương đương 20% trữ lượng thăm dò được. Dựa trên thông tin công bố về giá trị mà HPG đã trả để có được quyền khai thác mỏ An Thông là 200 tỷ VND, tương đương khoảng 10.5 triệu USD. Với mức chi phí bỏ ra như vậy, thì giá tính trên 1 tấn quặng chỉ vào khoảng 1.4 USD/tấn.

Kỳ vọng giá thép và lượng tiêu thụ thép tăng về cuối năm: Lượng tiêu thụ cả nước tháng 6 đạt 350,000 tấn, tăng 25% so với tháng 5. Trong tháng 7, mặc dù là mùa thấp điểm nhưng sản lượng tiêu thụ mà VSA kỳ vọng là 350,000 – 380,000 tấn. Lượng phôi và thép thành phẩm tồn kho của các doanh nghiệp thép ước tính tại thời điểm này là tương ứng 380,000 và 520,000 tấn.

Giá thép sẽ được kỳ vọng tăng do giá quặng và giá thép phế đều đang có dấu hiệu ở vùng đáy. Hiện tại, giá thép phế đang ở mức đáy tương tự thời điểm tháng 11/2008 và tháng 10/2009, tương đương 205 USD/tấn. Chúng tôi kỳ vọng giá thép phế sẽ tăng trở lại ngay sau khi chạm mức giá này như nó đã từng xảy ra trong giai đoạn từ tháng 2 đến tháng 5, 2009 và từ tháng 11 đến tháng 12, 2009.

Nhu cầu phôi và thép cán nguội còn cao: Trong năm 2009, ngành thép nội địa mới chỉ đáp ứng được 54% thép phôi vuông, 40% thép cán nguội, trong khi thép xây dựng đã đủ 100%.

Thị trường nội địa đang có lợi cho HPG khi 2 dự án thép lớn đã có thể bị ngừng triển khai: 3 dự án này là Nhà máy thép liên hợp Hà Tĩnh của tập đoàn Tata (Ấn Độ) (công suất 500,000 tấn/năm), Khu liên hợp Cà Ná – Ninh Thuận do tập đoàn công nghiệp tàu thủy Việt Nam - Vinashin và tập đoàn Lion (Malaysia) làm chủ đầu tư (công suất 14.42 triệu tấn/năm). 2 dự án này đang gặp khó khăn trong việc triển khai. Tổng vốn đầu tư của 2 dự án là 10 tỷ USD.

Bảng 1: Quy hoạch phát triển ngành Thép giai đoạn 2007 – 2015, xét đến năm 2025

Giai đoạn	Đơn vị	Sản lượng phôi (thép thô)		Sản lượng thép thành phẩm		
		Tối thiểu	Tối đa	Thép xây dựng	Thép dẹt	
				Tối thiểu	Tối đa	Tối thiểu
2010	triệu tấn/năm	3.5	4.5	4.5		1.8
2015	triệu tấn/năm	6.0	8.0	4.5	5.0	6.5
2020	triệu tấn/năm	9.0	11.0	7.0	8.0	8.0
2025	triệu tấn/năm	12.0	15.0	8.0	9.0	11.0

Nguồn: Quy hoạch phát triển ngành Thép Việt Nam giai đoạn 2007-2015 – QĐ 145/2007/QĐ-TTg

Lợi thế về thuế thu nhập doanh nghiệp dành cho khu liên hợp gang thép và nhà máy xi măng mới đi vào hoạt động: Những ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp khi HPG đầu tư vào những hạng mục này được kỳ vọng sẽ mang lại lợi nhuận ròng lớn trong khoảng thời gian tới:

- Khu liên hợp gang thép:
 - Nhà máy Cán: 2 năm (2010E – 2011: miễn thuế); 4 năm tiếp theo (2012 – 2015: 50% thuế thu nhập doanh nghiệp hàng năm).
 - Nhà máy Phôi: 4 năm (từ 2010 – 2013: miễn thuế); 9 năm tiếp theo (từ 2014 – 2022: chịu 50% thuế thu nhập); 15 năm tiếp theo (từ 2023 – 2037: áp thuế thu nhập doanh nghiệp là 10%).
- Nhà máy xi măng: 2 năm (từ 2010E – 2011): miễn thuế; 5 năm tiếp theo (từ 2012 – 2016): 50% thuế thu nhập doanh nghiệp hàng năm; 10 năm tiếp theo (từ 2017 – 2026): áp thuế thu nhập doanh nghiệp là 20%.

Gia tăng nguồn thu nhờ cung than coke cho đối tác nước ngoài: Nhờ giá than coke đang có xu hướng tăng mạnh (quý I trở lại đây) và nguồn cung trong nước hạn chế, HPG đã dành được những hợp đồng cung cấp cho đối tác nước ngoài. Cơ cấu doanh thu 5 tháng đầu năm đã ghi nhận đóng góp của mảng năng lượng, trong đó có than coke, với 7.6%, chỉ đứng sau mảng thép. Ngoài ra, với khoản ngoại tệ từ xuất khẩu, HPG tất yếu sẽ có những lợi thế về chênh lệch tỷ giá.

Kinh doanh hạ tầng, khu công nghiệp và bất động sản:

Kỳ vọng lợi nhuận tăng dần từ những dự án bất động sản: Kết quả khả quan của tình hình kinh doanh 5 tháng đầu năm công bố 4.800 tỷ VND doanh thu và 560 tỷ VND lợi nhuận sau thuế, đạt tương ứng 38,9% doanh thu và 41,8% lợi nhuận kế hoạch cả năm. Mảng bất động sản và kinh doanh khu công nghiệp được kỳ vọng đạt khoảng 30% tổng doanh thu hàng năm trong những năm tới khi thể mạnh hiện tại là thép và có thể là xi măng cân bằng về cung – cầu trong những năm sau.

Thị trường bất động sản trong những tháng cuối năm tiềm ẩn sự tăng trưởng: Những dự án chung cư và khu đô thị tiếp tục là phân khúc được nhiều nhà đầu tư triển khai nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư cũng như nhu cầu thực của người tiêu dùng.

Chi phí đầu tư mua đất phục vụ các dự án bất động sản tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh của HPG tương đối thấp so với mặt bằng giá chung cũng tại các khu vực lân cận. Những dự án bất động sản tại 2 thành phố lớn này, với tiến độ đang tư vấn thiết kế và xin thủ tục chuyển nhượng đất, thì ghi nhận doanh thu của ¾ dự án tại 2 thành phố lớn trên chỉ có thể kỳ vọng từ năm 2011. Chi phí phát sinh của 3/4 dự án này sẽ có khả năng phát sinh trong 2 quý cuối năm.

Dự án tại 257 Giải Phóng, chúng tôi cho rằng có thể sẽ ghi nhận doanh thu vào cuối năm nay khi kết thúc xây dựng phần móng. Chúng tôi đánh giá khả năng giá bán mà HPG công bố cho dự án này là khá chênh lệch so với mặt bằng những căn hộ hiện tại ở Hà Nội. Tuy nhiên, có 1 số đặc điểm ở dự án này có thể tạo giá trị gia tăng dựa trên giá bán đáng lưu ý như:

- Dự án này nhiều khả năng chỉ hoàn toàn cung cấp căn hộ. Rất ít khả năng cung cấp mặt bằng kinh doanh làm văn phòng hay trung tâm thương mại do Bộ Xây dựng đã có văn bản yêu cầu các doanh nghiệp không được thuê chung cư làm văn phòng. Thêm nữa, việc kết hợp không gian văn phòng ở những tầng để và để bên trên là chung cư sinh sống cũng sẽ là ít khả thi trong trường hợp này.
- Dự án giáp đường Giải Phóng, gần cầu vượt, mặt sau giáp Phố Vọng, gần trường Đại học Kinh tế Quốc Dân.
- Mật độ xây dựng đường như đảm bảo cho độ yên tĩnh khi sinh sống tại chung cư này.

Bảng 2: Doanh thu và lợi nhuận bán căn hộ dự kiến của dự án 257 Giải Phóng

Quy mô (m ²)	Tầng ở	Số khối nhà	Giá bán (Tr VND/m ²)	Mật độ xây dựng	Doanh thu ước tính (*) (Tỷ VND)	Lợi nhuận ước tính (*) (Tỷ VND)
1,370	22	1	38.2	45.8%	503.35	125 - 151

Nguồn: HPG, (*) TLS dự báo

Bảng 3: Số liệu một số dự án bất động sản tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh

Các dự án BĐS	Giá mua (triệu VND)	Quy mô (m ²)	Số tầng	Số khối nhà	Giá bán (tr VND/m ²)	Giá BQ (Triệu VND/m ²)	Hiện trạng
CC 257 Giải Phóng	80,000	1,370	24	1	38	58.4	Đang thi công phần ngầm, hoàn thành giao nhà 2012
CC 493 Trương Định	106,340	13,093	40	1	19	8.1	Đang tư vấn và lập thiết kế dự án, xin thủ tục chuyển nhượng đất. Hoàn thành dự kiến 2014.
Dự án của Golden Gain	436,000	25,866	29	3	34	16.9	Đang làm thủ tục chuyển nhượng và thiết kế
CC Bình Triệu	51,685	8,250	15	1	16	6.3	Đang làm thủ tục chuyển nhượng.

Nguồn: HPG

ĐỊNH GIÁ

Mô hình nhu nhập của HPG được dựa trên các giả định cho năm tài khóa 2010 được xác lập như sau:

- Doanh thu:** Tăng trưởng doanh thu của những mảng kinh doanh ngoài thép, như nội thất, phụ tùng, điện lạnh, vẫn được kỳ vọng sẽ tăng trưởng từ 5 – 6%. Giả định này có phần thận trọng dựa trên mức cân bằng về cung cầu khá ổn định và có sự cạnh tranh quyết liệt từ phía những đối

thủ ngoại nhập, đặc biệt đối với màng thép trong 6 tháng đầu năm, tiêu thụ các loại thép của HPG là 260,000 tấn, tương đương 37 - 46% năng lực sản xuất năm nay. Màng xi măng, với doanh thu hết tháng 5 là 2.7 tỷ VND, chúng tôi cho rằng đây mới chỉ là giai đoạn thăm dò thị trường, do vậy, kỳ vọng tiêu thụ xi măng trong thời gian này chỉ dừng ở mức 100,000 tấn trong năm nay.

- **Giá vốn hàng bán:** HPG được kỳ vọng sẽ giữ được mức giá vốn hàng bán của toàn tập đoàn thấp như đã đạt được trong năm 2009 (khoảng 76%). Riêng màng thép, giá vốn hàng bán sẽ điều chỉnh tăng lên khoảng 89% do vừa kết hợp lợi thế từ khai thác và thu mua quặng sắt với sự điều chỉnh tăng chi phí khấu hao khi đưa nhà máy mới vào hoạt động. Những màng hoạt động khác (nội thất, phụ tùng, điện lạnh) giá vốn sẽ không có biến động nhiều so với năm ngoái (từ 82.5% - 85%).
- **Chi phí lãi vay:** Chi phí lãi vay sẽ tác động không nhỏ đến lợi nhuận của HPG trong năm nay khi HPG phải trả lãi vay cho những khoản vay dài hạn tuy với lãi suất khá thấp nhưng lại được tính trên giá trị khoản vay lớn. Cùng với vay ngắn hạn lớn, lãi vay bình quân khá thấp, 10.3 - 12% cho khoản vay bằng VND và 3.7 - 4.5% cho USD, chúng tôi giả định lãi vay gấp khoảng 2 lần chi phí này của năm ngoái.

Bảng 4: Giá trị lãi vay dài hạn phải trả, giả định chưa thanh toán trong năm 2010:

Ngân hàng	Giá trị vay (VND)	Lãi suất/năm	Lãi vay phải trả 2010 (VND)
BIDV - CN Hà Thành	686,982,797,880	10.70%	73,507,159,373
VDB - CN Hưng Yên	5,720,000,000	4.50%	257,400,000
VCB	61,542,858,679	Theo lãi suất huy động của NH	7,692,857,335 (*)
Indovina Bank	9,982,365,500	12.50%	1,247,795,688
Techcombank	18,591,257,816	10.50%	1,952,082,071
Habubank	1,592,278,618	10.50%	167,189,255
Tổng cộng	784,411,558,493		84,824,483,721

Nguồn: Báo cáo tài chính 2009 HPG, (*) ước tính của TLS

- **Thuế thu nhập:** Với mô hình hoạt động dựa trên quy mô tổ hợp công nghiệp khép kín có nhiều dự án được miễn, giảm thuế như khu liên hợp gang thép, nhà máy xi măng liên kết với ACB, đầu tư khai thác các mỏ quặng hay nhà máy luyện than coke..., chúng tôi giữ mức thuế thu nhập HPG phải trả năm nay có thể tương đương mức bình quân của năm 2009, khoảng 16%.
- **Doanh thu và lợi nhuận từ màng bất động sản và khu công nghiệp:** Chúng tôi giả định doanh thu của mảng này sẽ mang lại đúng như kỳ vọng của kế hoạch đề ra trong năm nay, do vậy lợi nhuận mặc định là 148.5 tỷ VND tương đương 11% lợi nhuận sau thuế kế hoạch toàn tập đoàn. Ước tính đã bao gồm chi phí phát sinh cho một số dự án chung cư trong 6 tháng cuối năm.

Bảng 5: Doanh thu ước tính kinh doanh thép năm 2010, giả định nhà máy mới chạy 60% công suất:

	Sản lượng (tấn)	Giá bán ngoài bình quân (000 VND)	Doanh thu bình quân (000 VND)	Lợi nhuận ròng (000 VND)
Thép xây dựng	431,000	13,500	5,118,500,000	620,997,500
Thép thương mại	50,000	13,500	675,000,000	47,250,000
Thép ống	125,000	13,500	1,687,500,000	142,187,500
Tổng cộng	606,000		6,131,000,000	710,435,000

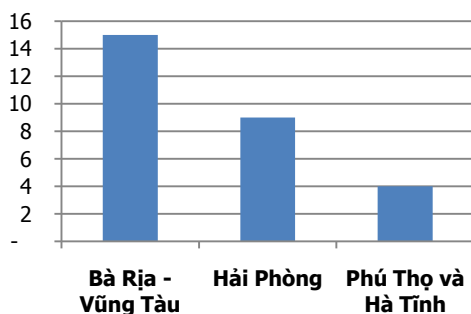
Nguồn: Ước tính của TLS (đã ước tính giá và sản lượng bán nội bộ).

RỦI RO ĐẦU TƯ

Áp lực cạnh tranh từ những công ty thép có quy mô lớn: cuối quý II' 2011, Tập đoàn thép Nhật Bản (Nippon Steel) sẽ thực hiện liên doanh với Tổng công ty Thép Việt Nam để thành lập liên doanh sản xuất ống thép với công suất 600,000 tấn ống thép hàn xoắn/năm.

Áp lực đối với việc lấp đầy tỷ lệ thuê tại khu công nghiệp Phố Nối A: Có thể đánh giá so với mặt bằng chung, mảng kinh doanh khu công nghiệp của HPG khá thành công với tỷ lệ lấp đầy 70% và 73/83 doanh nghiệp đăng ký đầu tư đã đi vào hoạt động, HPG đã đạt điều kiện để được cấp phép mở rộng khu công nghiệp. Với tỷ lệ lấp đầy này, HPG được chấp thuận đầu tư mở rộng

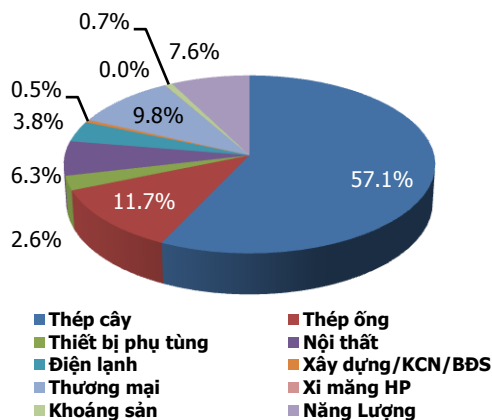
Biểu đồ 4: Số dự án thép được cấp phép tính đến 06.2010



Nguồn: Bộ Công Thương

khu công nghiệp từ 390 ha lên 594 ha. Tuy nhiên, diện tích thuê hiện tại còn gần 30%, áp lực lấp đầy là không dễ dàng.

Biểu đồ 5: Cơ cấu doanh thu 5 tháng đầu năm 2010



Nguồn : HPG

Bảng 6: Thông kê số liệu một số khu công nghiệp tại miền Bắc

Khu công nghiệp	Địa điểm	Quy mô (ha)	Giá cho thuê (USD/m2/50 năm)	% lấp đầy (đến ngày 31/12/2009)	Thời điểm hoạt động
Phố Nối A	Hưng Yên	390.0	30 - 40	70%	2005
Đại An	Hải Dương	171.0	n/a	95%	2003
Quế Võ	Bắc Ninh	311.6	40 - 50	90%	2002
Quế Võ mở rộng	Bắc Ninh	300.0	40 - 50	30%	2007
Quang Châu	Bắc Giang	426.0	40 - 50	25%	2006

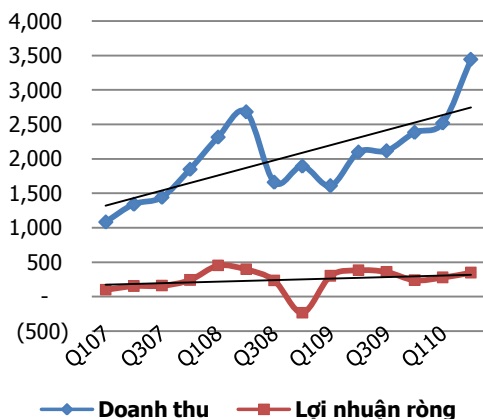
Nguồn: TLS tổng hợp

MÔ HÌNH KINH DOANH

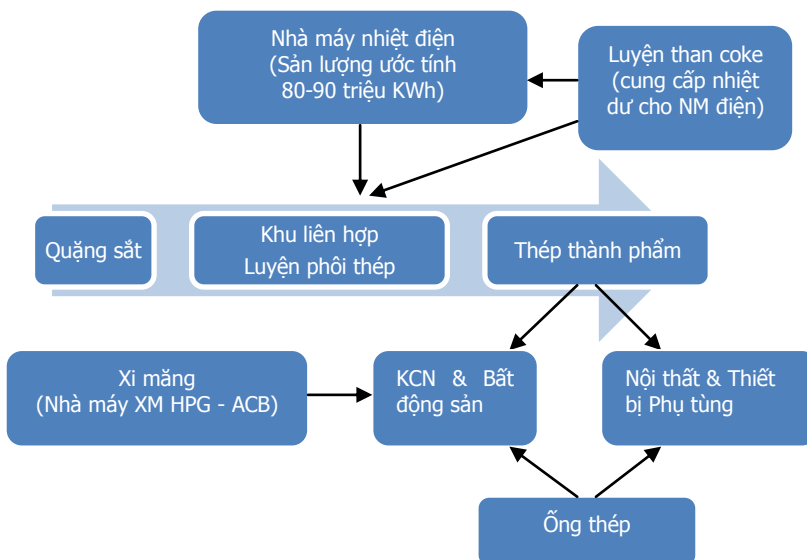
HPG hiện trong nhóm 3 nhà sản xuất thép lớn nhất cả nước tính theo doanh thu và sản lượng sản xuất. Từ đầu năm 2010, HPG được biết đến với lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ sản xuất trong ngành dựa trên quyền được khai thác những mỏ quặng sắt ở phía Bắc. Lợi thế này tạo điều kiện cho HPG hoàn thiện chu trình sản xuất khép kín và qua đó làm giảm giá vốn hàng bán.

Bảng mô hình kinh doanh mới được định hướng từ đầu năm 2010 (hoàn thiện chu trình sản xuất khép kín gắn với đầu tư bất động sản), HPG đang kỳ vọng sẽ thay thế được khoảng ít nhất 50% nguồn nguyên liệu phôi thép nhập khẩu của mình bằng lượng phôi được luyện từ quặng sắt khai thác trong nước.

Biểu đồ 6: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HPG theo quý trong 3 năm gần nhất



Nguồn : HPG



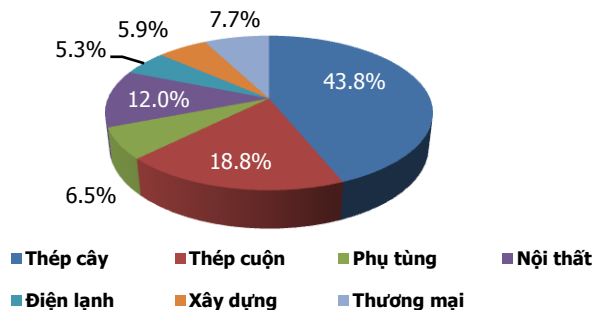
Nguồn: HPG và TLS

Tập đoàn Hòa Phát hiện tại đang bao gồm 11 công ty con (thêm Công ty Cổ phần Năng Lượng Hòa Phát và Công ty Cổ phần Bất động sản Golden Gain) và 5 công ty liên doanh, liên kết, tập trung ở những mảng lớn sau:

Sản xuất và kinh doanh thương mại thép: Trong năm 2009, doanh thu của thép cây chiếm 62,6% tổng doanh thu của mảng thép, trong khi thép cuộn chiếm 31,2%. HPG hiện đang chiếm trên 10% thị phần tiêu thụ thép cả nước. Với hệ thống đại lý lên đến 30 và 2 chi nhánh tại miền Nam và miền Trung. Trong năm 2009, sản lượng tiêu thụ thép các loại của HPG là 354.500 tấn, 6 tháng đầu năm 2010, lượng tiêu thụ đạt 260,000 tấn, chiếm 12% thị phần cả nước.

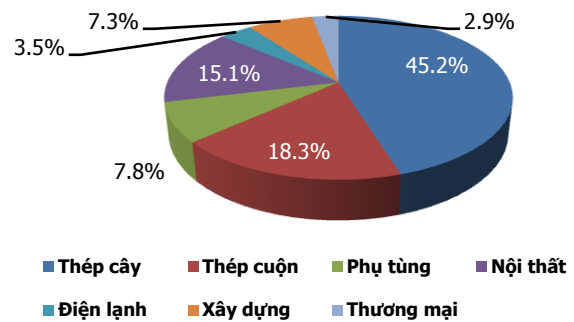
Điện lạnh: Các sản phẩm điện lạnh của HPG chủ yếu là điều hòa nhiệt độ, tủ lạnh và bình nước nóng. Mảng sản phẩm này đóng góp không nhiều vào doanh thu năm qua do những khó khăn từ cạnh tranh trong nước.

Biểu đồ 7: Cơ cấu doanh thu năm 2009



Nguồn: BCTC 2009 HPG

Biểu đồ 8: Cơ cấu lợi nhuận ròng năm 2009

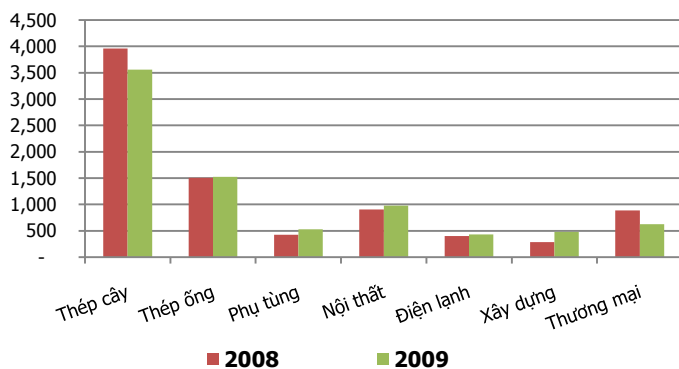


Nguồn: BCTC 2009 HPG

Sản xuất ống thép: Với vị trí số một về sản xuất ống thép tại thị trường nội địa, HPG đang chiếm khoảng 40% thị phần ống thép mạ và khoảng 15% thị phần ống thép đen. Dây chuyền số 2 tại khu công nghiệp Sóng Thần đã được đưa vào hoạt động. Với dây chuyền này, công suất ước tính hàng năm của sản xuất ống thép HPG khoảng 150,000 tấn/năm.

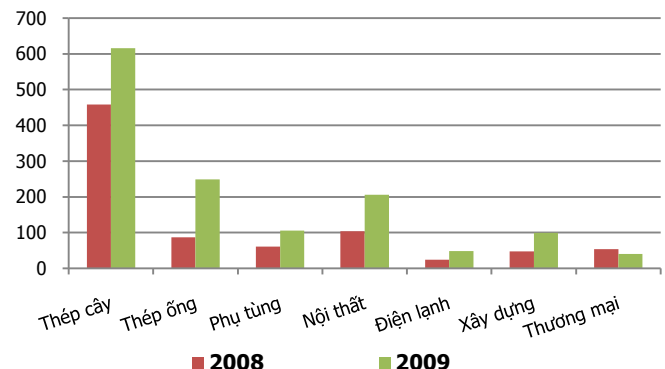
Nội thất: Các sản phẩm nội thất của HPG vẫn được đánh giá là chiếm vị trí số một thị trường. Những sản phẩm này cũng đã được xuất khẩu sang Lào và Campuchia. Bàn, ghế và kệ tủ chiếm khoảng 86% doanh thu các sản phẩm nội thất.

Biểu đồ 9: Biến động doanh thu các mảng năm 2009 với 2008



Nguồn: BCTC 2009, 2008 HPG, Đ/v: tỷ VND

Biểu đồ 10: Biến động lợi nhuận ròng các mảng năm 2009 với 2008



Nguồn: BCTC 2009, 2008 HPG, Đ/v: Tỷ VND

Bảng 8: Thông kê công suất và nhu cầu một số mảng sản xuất năm 2010

Các mảng sản xuất	Đơn vị	Công suất
Thép xây dựng	Tấn/năm	700,000
Ống thép	Tấn/năm	150,000
Xi măng	Tấn/năm	1,000,000
Quặng sắt khai thác	Tấn/năm	350,000
Quặng sắt mua	Tấn/năm	350,000
Than coke	Tấn/năm	350,000

Nguồn: HPG

Thiết bị phụ tùng: Mảng sản xuất này đã trải những thời kỳ tăng trưởng tốt trong thời gian qua nhờ uy tín xuất khẩu được sang Philippin, Lào, Campuchia và Ucraina. Mảng kinh doanh này đang lên kế hoạch mở rộng quy mô sản lượng khoảng 65% với nhà máy mới tại Bình Dương có diện tích 17,000 m².

Khai khoáng và khoáng sản: Hiện tại, 4 công ty khai khoáng đang hoạt động trong tập đoàn cùng với 2 nhà máy tuyển quặng đang hoạt động có tổng công suất 600,000 tấn quặng thô/năm.

Bất động sản và Khu công nghiệp: Đây là mảng được coi là thế mạnh của HPG trong tương lai và được kỳ vọng sẽ mang lại đáng kể lợi nhuận cho tập đoàn. Hoạt động kinh doanh khu công nghiệp và bất động sản đang triển khai mở rộng khu công nghiệp Phố Nối lên 600 ha và xây dựng cơ sở hạ tầng cho khu công nghiệp Hòa Mạc ở Hà Nam với việc cho thuê bắt đầu từ năm 2010. Ngoài các dự án khu công nghiệp, HPG còn sở hữu những dự án bất động sản tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh.

Bảng 7: Một số dự án đang hoặc chuẩn bị được triển khai tính đến đầu tháng 7/2010:

Dự án	Địa điểm	Quy mô (ha)	Diện tích xây dựng	Tổng vốn đầu tư (tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu của HPG	Giá bán (*) VND/m ²	Hiện trạng
KĐT Tây Mỗ	H. Từ Liêm	292	219	3,000	25%	10,000,000 (*)	Đang trong quá trình ứng vốn cho Thành phố Hà Nội
KĐT Bắc Phố Nối	Thị trấn Bần Yên Nhân, Hải Dương	300	225	n/a	100%	5,000,000 (*)	Đang lập quy hoạch và thiết kế cơ sở
KCN Phố Nối A (mở rộng)	Tỉnh Hưng Yên	594	446	400	100%	30-40 USD/m ² trong 50 năm	Triển khai thủ tục xin thu hồi đất và lập dự án
KCN Hòa Mạc	Tỉnh Hà Nam	131	85	190	100%	35 USD/m ² trong 50 năm	Đang san lấp mặt bằng

Nguồn: HPG, () ước tính của TLS*

Xi măng: Đây là liên kết với Ngân hàng Thương mại Cổ phần Á Châu (ACB). Nhà máy có tổng vốn đầu tư cho 2 giai đoạn là 3,200 tỷ VND. Nhà máy xi măng hiện đang được đầu tư giai đoạn 1 với công suất 1 triệu tấn xi măng/năm. Thời gian khấu hao của nhà máy xi măng giai đoạn 1 là 12 - 15 năm. Hiện tại, HPG đang ký hợp đồng phân phối xi măng với 3 nhà phân phối nhằm đảm bảo xi măng được đưa ra thị trường đều đặn.

Luyện than coke và sản xuất điện từ nhiệt dư: Từ cuối năm 2009, HPG đã chủ động luyện than coke và sản xuất điện từ nguồn nhiệt dư nhằm cung cấp cho luyện phôi thép tại khu liên hợp gang thép tại Hải Dương.

PHỤ LỤC

Bảng: So sánh một số chỉ tiêu các doanh nghiệp trong ngành thép

Mã	Công ty	Giá	SL cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ VND)	Doanh thu (Tỷ VND)	LNST (Tỷ VND)	EPS trượt 4Q (VND)	Cổ tức/Giá CP	P/E	P/B	ROE	ROA	Giá trị sổ sách
HLA	Hữu Liên Á Châu	19.1	32,800,000	626.5	2,545.30	66.7	2,911	5.70%	6.56	1.3	21.00%	5.00%	14,929
HPG	Hòa Phát	35.4	294,545,997	10,426.90	8,115.10	1,281.80	4,167	3.00%	8.5	2.1	19.60%	10.60%	17,083
HSG	Hoa Sen	29.1	100,771,186	2,932.40	3,272.10	461.8	5,759	4.40%	5.05	1.8	45.30%	18.40%	16,526
VGS	Ổng thép Việt Đức	20.1	37,599,710	755.8	1,116.70	45	1,724	3.80%	11.66	1.5	5.50%	12.50%	13,733
VIS	Thép Việt Ý	50	30,000,000	1,500.00	2,059.50	226.6	8,380	1.80%	5.97	3.5	57.90%	13.20%	14,375
TLH	Thép Tiến Lên	18.9	54,000,000	1,020.60	2,382.50	135.7	2,513	4.60%	7.52	1.4	16.00%	25.70%	13,933
POM	Thép Pomina	36.4	187,450,000	6,823.20	7,614.00	504.9	3,097	4.80%	11.75	3	25.40%	8.40%	12,282

Nguồn: TLS thống kê tại ngày 29/07/2010

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị gần nhất	Giá tại thời điểm khuyến nghị	Giá mục tiêu
7/5/2010	Cập nhật	GIỮ	47,600	49,000 - 53,000
11/6/2010	Cập nhật	MUA	40,000	52,014

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: giá mục tiêu cổ phiếu được kỳ vọng tăng hơn khoảng 15% so với giá ngày ra báo cáo. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá ngày ra báo cáo. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá ngày ra báo cáo.

KHOİ PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua hai bản tin là The Investor Daily và The Investor Journal Weekly.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG

Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thăng Long hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, Thăng Long có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, Thăng Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty.

VĂN PHÒNG

Trụ sở Công ty: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600. **Website:** www.thanglongsc.com.vn

Trụ sở Phân tích: Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668. E: research@thanglongsc.com.vn

QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2006-2010, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.