

# TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSG)

Ngày 23 tháng 12 năm 2014

## BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



Giá hiện tại	22/12/2014	(đồng)	47.000
Giá mục tiêu		(đồng)	53.300
Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn			Giữ
Ngưỡng kháng cự		(đồng)	49.000
Ngưỡng hỗ trợ		(đồng)	42.500
Mã Bloomberg: HSG VN		Sàn niêm yết:	HSX
Ngành:			Thép
Beta			1,33
Giá cao nhất 52 tuần	3/7/2014		59.500
Giá thấp nhất 52 tuần	5/14/2014		36.000
Khối lượng lưu hành		(triệu cp)	96
Vốn hóa		(tỷ đồng)	4.527
Tỷ lệ free-float		(triệu cp)	31
KLGDĐQ 12 tháng		(cp)	763.905
Sở hữu nước ngoài			45,76%

	Tỷ suất cổ tức	EPS (đồng)
VPBS dự báo NĐTC 2015	0,0%	5.466
NĐTC 2014	5,3%	4.261
NĐTC 2013	6,4%	5.941
NĐTC 2012	2,1%	3.761
NĐTC 2011	1,1%	1.622

	2011-14 CAGR	NĐTC 2015 E (tỷ đồng)	2004-19 CAGR
Doanh thu	22,4%	18.371	16,1%
EBITDA	10,7%	1.416	18,4%
Lãi ròng	36,8%	526	23,4%

	HSG	Cùng ngành (mức trung bình)	VN-Index
Chỉ số trượt:			
P/E	11,0	9,8	13,1
P/B	2,0	0,8	1,8
EV/EBITDA	9,7	9,4	9,3
ROA	4,7%	3,6%	2,6%
ROE	17,9%	10,1%	13,6%

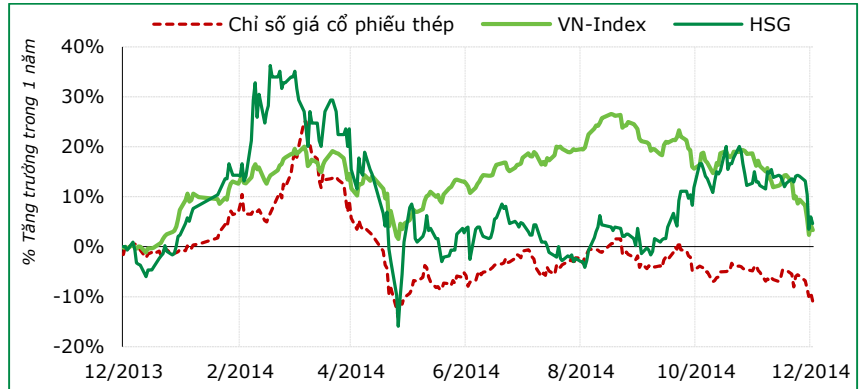
### Giới thiệu công ty:

Thành lập vào năm 2001, Tập đoàn Hoa Sen (HSG) hoạt động trong lĩnh vực sản xuất tôn mạ, ống thép và các vật liệu xây dựng khác để phục vụ sản xuất công nghiệp và xây dựng dân dụng.

HSG chiếm 36,9% thị phần tôn mạ và 18,2% thị phần ống thép trong 11T2014.

Công suất thiết kế hiện tại: cán nguội: 980.000 tấn/năm, tôn mạ: 1,22 triệu tấn/năm, ống thép: 377.400 tấn/năm

Kết quả kinh doanh NĐTC 2014: doanh thu thuần: 14.990 tỷ đồng, lãi ròng: 410 tỷ đồng, VCSH: 2.379 tỷ đồng.



Trong báo cáo cập nhật Tập đoàn Hoa Sen (HSG), chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn và cập nhật giá mục tiêu mới dựa trên những luận điểm sau:

- ❖ **Lợi nhuận NĐTC 2015 sẽ tăng trở lại:** Nhờ vào hai dây chuyền cán nguội mới (công suất 200 nghìn tấn/năm mỗi dây chuyền) đi vào hoạt động vào tháng 6 và tháng 8 năm 2014, cùng với xu hướng giảm giá nguyên liệu gần đây, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện từ NĐTC 2015, theo đó, lợi nhuận ròng sẽ tăng trưởng tương ứng.
- ❖ **Tốc độ tăng trưởng trong dài hạn dự báo chậm lại nhưng vẫn ở mức tốt:** Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu trong 5 năm tới sẽ thấp hơn so với giai đoạn trước, một phần do xuất khẩu sẽ tăng trưởng chậm hơn. Lãi ròng ước tăng với tốc độ CAGR là 23% nhờ biên lợi nhuận cải thiện.
- ❖ **Việc mở rộng công suất sẽ giúp HSG gia tăng thị phần ống thép:** Công suất ống thép dự kiến sẽ tăng thêm tổng cộng 175 nghìn tấn/năm trong NĐTC 2015. Chúng tôi kỳ vọng HSG sẽ dẫn đầu thị trường ống thép trong nước. Trong 11T2014, HSG chiếm 18,2% thị phần ống thép, chỉ đứng sau Tập đoàn Hòa Phát (19,8%).
- ❖ **Giá cổ phiếu dường như đã phản ánh giá trị của công ty:** Giá cổ phiếu HSG có tốc độ tăng trong 1 năm qua cao hơn chỉ số giá cổ phiếu thép trong nước. Chỉ số P/E trượt của HSG hiện cao hơn so với mức trung bình của các công ty thép trong nước, điều này thể hiện HSG được giao dịch ở mức giá cao hơn. Dựa trên dự báo của chúng tôi, chỉ số P/E dự phóng NĐTC 2015 của HSG (8,6 lần) tương đương với mức trung bình (9,8 lần) và trung vị (8,2 lần) chỉ số P/E trượt của nhóm cổ phiếu thép trong nước.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

## TÓM TẮT KẾT QUẢ KINH DOANH NĐTC 2014

### Doanh thu tăng trưởng tốt nhưng lợi nhuận đạt dưới mức kỳ vọng của ban điều hành

Theo số liệu của HSG, tổng sản lượng bán hàng trong NĐTC 2014 (từ ngày 1/10/2013 đến ngày 30/9/2014) đạt hơn 810 nghìn tấn (bao gồm tôn mạ, ống thép, ống nhựa và sản phẩm khác), tăng 34,7% so với niên độ trước, vượt 16% kế hoạch cả năm của Tập đoàn. Trong đó, sản lượng xuất khẩu ước đạt 336 nghìn tấn, chiếm 41,5% tổng sản lượng bán hàng, vượt 8% kế hoạch.

*Lợi nhuận ròng NĐTC 2014 đạt 410 tỷ đồng, giảm 29% so với niên độ trước và hoàn thành 68% kế hoạch.*

Doanh thu thuần NĐTC 2014 đạt 14.990 tỷ đồng, tăng 28% so với niên độ trước và vượt 7% so với kế hoạch cả năm. Doanh thu xuất khẩu tăng 13% lên mức 5.948 tỷ đồng (280 triệu USD), đóng góp 40% vào tổng doanh thu thuần. Lợi nhuận ròng đạt 410 tỷ đồng, giảm 29% và hoàn thành 68% kế hoạch.

Theo phía Tập đoàn, lợi nhuận ròng trong năm 2014 đạt dưới mức kỳ vọng của ban quản trị, nguyên nhân là do:

- Giá bán thành phẩm trong nước giảm nhiều hơn mức giảm giá nguyên liệu.
- Tỷ giá hối đoái tại một số thị trường xuất khẩu lớn của HSG tăng trong NĐTC 2014 buộc Tập đoàn phải điều chỉnh giảm giá bán xuất khẩu để ổn định sản lượng tiêu thụ, giữ vững thị trường, khiến cho biên lợi nhuận xuất khẩu cũng giảm.

### Kết quả kinh doanh so với VPBS dự báo

(tỷ đồng)	KQKD của NĐTC 2014	Kế hoạch của công ty	NĐTC 2014 VPBS dự báo	NĐTC 2015 VPBS dự báo
Tổng sản lượng tiêu thụ thành phẩm (tấn)	810.226	700.000		
trong đó, xuất khẩu:	336.197	(chiếm 41,5% tổng sản lượng)		
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>14.990</b>	<b>14.000</b>	<b>15.030</b>	<b>18.371</b>
% tăng trưởng	27,5%		27,8%	22,6%
Biên lợi nhuận gộp	11,7%		11,4%	12,5%
EBITDA	1.038		997	1.416
Biên EBITDA	6,9%		6,6%	7,7%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>410</b>	<b>600</b>	<b>381</b>	<b>526</b>
Biên lợi nhuận ròng	2,7%		2,5%	2,9%
EPS (đồng)	4.261		3.952	5.466
% tăng trưởng	-28,3%		-33,5%	28,3%

Nguồn: HSG, VPBS

Kết quả doanh thu hợp nhất này tương đồng với dự báo của chúng tôi trong Báo cáo công ty lần đầu được phát hành vào ngày 19 tháng 9 năm 2014; tuy nhiên, kết quả lợi nhuận sau thuế cao hơn 7,8% so với dự báo của chúng tôi, chủ yếu là do:

- Trong báo cáo lần đầu, chúng tôi đặt giả định khá thận trọng đối với biên lợi nhuận gộp cả niên độ ở mức 11,4%, tương đương với mức của 9 tháng NĐTC 2014. Như đã trình bày trong phần phân tích độ nhạy trong Báo cáo lần đầu của chúng tôi, mức biến động nhẹ của biên lợi nhuận gộp có thể ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận ròng của HSG. Theo báo cáo tài chính Q4-NĐTC 2014, biên lợi nhuận gộp trong quý này đã có dấu hiệu phục hồi

(Q4-NĐTC 2014: 12,37%, Q3-NĐTC 2014: 10,49%, Q2-NĐTC 2014: 11,57%, Q1-NĐTC 2014: 12,25%), kết quả là biên lợi nhuận gộp cả niên độ đạt 11,68%.

- Lợi nhuận khác từ việc thanh lý tài sản cố định là 30 tỷ đồng trong Q4-NĐTC 2014, gấp bốn lần so với Q4-NĐTC 2013, cũng góp phần đưa lợi nhuận ròng đạt mức cao. Lợi nhuận khác cả NĐTC 2014 gấp đôi so với dự phóng trước đó của chúng tôi.

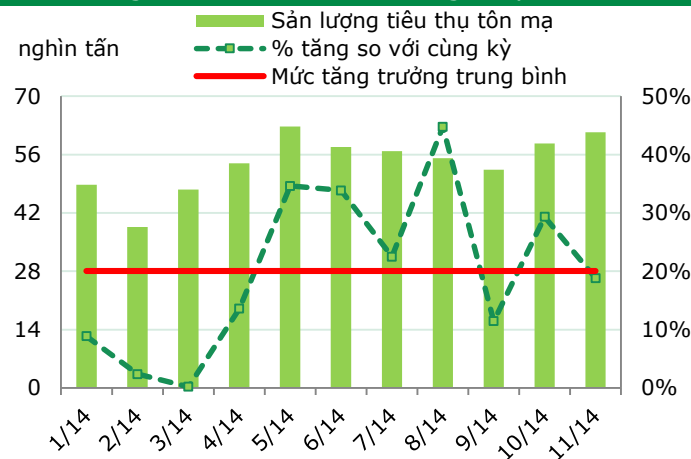
### Lũy kế 11 tháng đầu năm 2014, HSG giữ vị trí đứng đầu thị trường tôn mạ và đứng thứ hai về mảng ống thép

Sản lượng tiêu thụ ống thép trong 11T2014 tăng ấn tượng 88% so với cùng kỳ do công suất tăng.

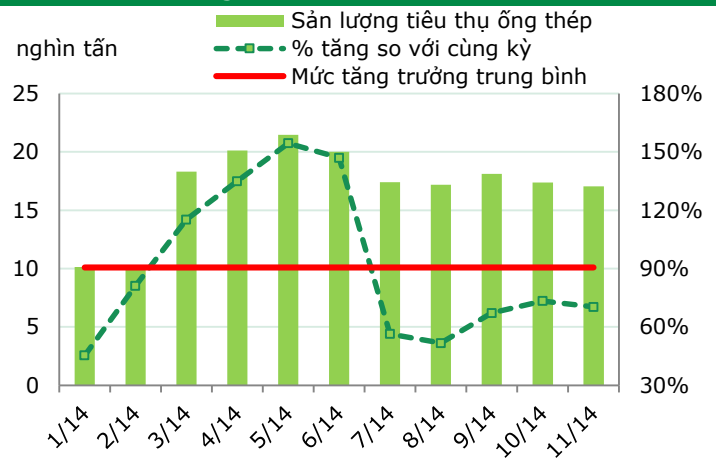
Theo số liệu của Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), lũy kế 11T2014, sản lượng tiêu thụ tôn mạ của HSG đạt 594 nghìn tấn, tăng 20% so với cùng kỳ năm trước. Sản lượng bán ống thép tăng trưởng ấn tượng 88% so với cùng kỳ và đạt 187 nghìn tấn, chủ yếu nhờ tăng thêm công suất thiết kế của dây chuyền ống thép, ngoài ra, các dây chuyền này cũng đang chạy hết công suất.

Trong 11T2014, Tập đoàn dẫn đầu phân khúc tôn mạ với 36,9% thị phần, thấp hơn so với mức 39,3% năm 2013. Số liệu về thị phần của HSG suy giảm là do VSA đã thống kê thêm sản lượng của China Steel Sumikin vào tổng sản lượng tiêu thụ toàn ngành từ tháng 6 năm 2014. Nếu loại trừ sản lượng bán hàng của China Steel Sumikin từ tháng 6 đến tháng 11, thị phần của HSG đạt mức 39,7% trong 11T2014. Đối với phân khúc ống thép, HSG đứng thứ hai với 18,2% thị phần, tăng từ mức 14,5% năm 2013.

### Sản lượng tiêu thụ tôn mạ và ống thép của HSG từ đầu năm đến tháng 11/2014



Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam



Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam

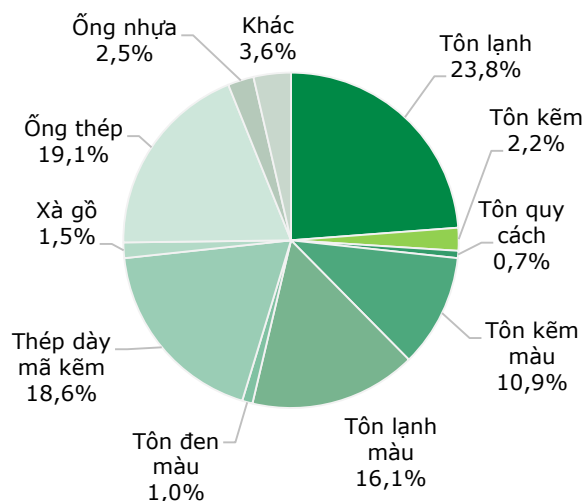
### Cơ cấu doanh thu

Cơ cấu doanh thu theo mặt hàng sản phẩm đã có sự thay đổi. Mặc dù tôn lạnh vẫn đóng góp lớn nhất vào tổng doanh thu, nhưng tỷ trọng đã giảm từ 30,1% trong NĐTC 2013 xuống mức 23,8% trong NĐTC 2014. Tỷ trọng thép dày mạ kẽm và ống thép đã tăng đáng kể, và chiếm lần lượt 18,6% và 19,1% trên doanh thu NĐTC 2014, cao hơn so với mức 15,4% và 13,4% trong NĐTC 2013. Chúng tôi tin rằng sự thay đổi trong cơ cấu sản phẩm không ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận gộp chung.

Cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối cũng đã có sự dịch chuyển. Cụ thể, doanh thu từ hệ thống bán lẻ chiếm 37,0% trong NĐTC 2014, tăng từ mức 33,0% trong NĐTC 2013, nhờ vào việc mở rộng nhanh chóng của 23 chi nhánh bán lẻ mới trên toàn quốc.

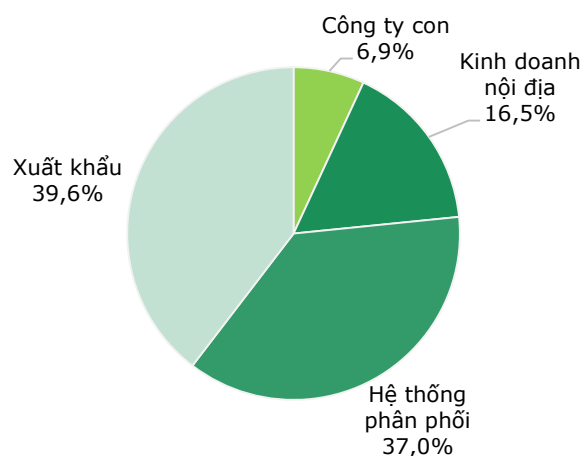
Chúng tôi cho rằng doanh thu từ hệ thống bán lẻ có thể chiếm tỷ trọng lớn hơn trong tương lai cùng với việc tăng trưởng mạnh mẽ số lượng chi nhánh bán lẻ. Hiện nay, HSG sở hữu 148 chi nhánh phân phối tại Việt Nam, số lượng đã tăng đáng kể từ 115 chi nhánh vào cuối NĐTC 2013. Đến NĐTC 2017, HSG dự kiến tổng số lượng chi nhánh đạt 304 với các chi nhánh mở thêm tập trung chủ yếu tại miền Bắc và miền Trung.

**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm NĐTC 2014**



Nguồn: HSG

**Cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối NĐTC 2014**



Nguồn: HSG

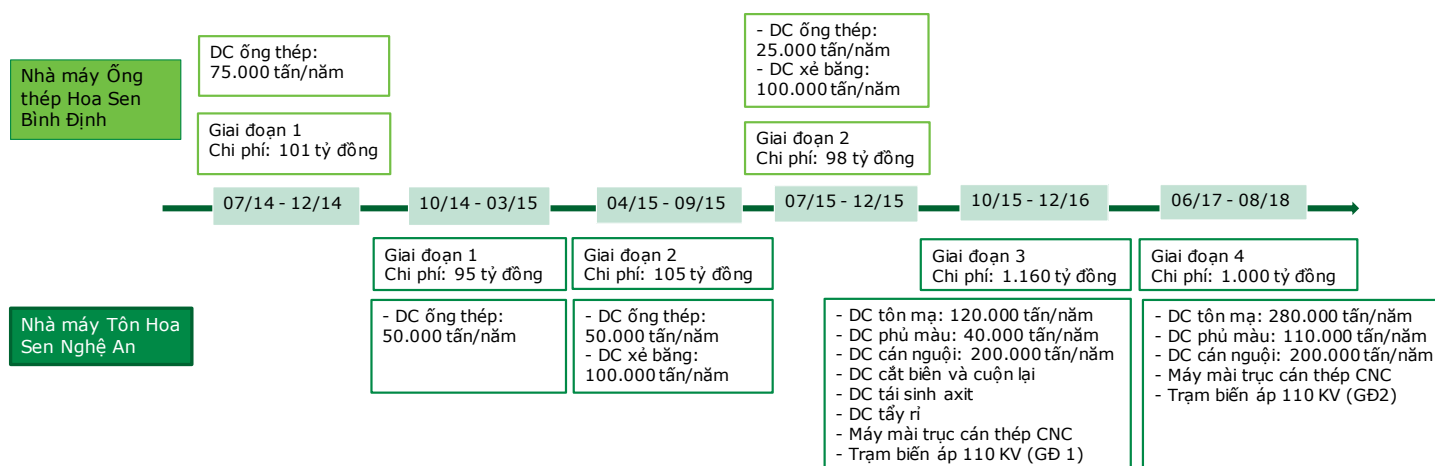
### Dự án hai nhà máy mới

HSG đang xây dựng hai nhà máy sản xuất tôn mạ và ống thép tại tỉnh Nghệ An và Bình Định:

*Nhà máy Ống thép Hoa Sen Bình Định* gồm hai giai đoạn với tổng vốn đầu tư dự kiến là 199 tỷ đồng. Giai đoạn 1 được khởi công vào tháng 7 năm 2014 với công suất thiết kế là 75.000 tấn/năm.

*Nhà máy Tôn Hoa Sen Nghệ An* được chia thành bốn giai đoạn với tổng chi phí đầu tư khoảng 2.360 tỷ đồng. Tập đoàn đã khởi công giai đoạn 1 vào tháng 10 năm 2014. Dự án tại Nghệ An dự kiến sẽ hoàn thành vào tháng 8 năm 2018, thời gian xây dựng kéo dài sẽ hỗ trợ cho công ty sắp xếp linh hoạt các khoản vay.

## Tiến độ xây dựng hai nhà máy



Nguồn: HSG, VPBS

Nhờ vào hai dự án này, công suất ống thép của Tập đoàn sẽ tăng thêm 175.000 tấn/năm trong NĐTC 2015, đây sẽ là động lực chính giúp HSG dẫn đầu phân khúc ống thép trong năm tới.

Về phân khúc tôn mạ, sản lượng bán hàng tại miền Bắc và miền Trung chỉ chiếm khoảng 17% tổng sản lượng tiêu thụ của Tập đoàn trong 11T2014. Chúng tôi tin rằng việc mở rộng công suất từ nhà máy Tôn Hoa Sen Nghệ An cũng như việc thành lập các chi nhánh mới tập trung tại khu vực này sẽ củng cố tốc độ tăng trưởng doanh thu và thị phần tôn mạ của Tập đoàn.

## GIẢ ĐỊNH DỰ PHÓNG

### Sản lượng tiêu thụ ống thép tiếp tục tăng trưởng mạnh trong NĐTC 2015

Dựa trên kế hoạch mở rộng hệ thống chi nhánh phân phối và bán lẻ cùng với dự án hai nhà máy sản xuất tôn mạ và ống thép tại tỉnh Nghệ An và Bình Định, chúng tôi dự phóng sản lượng bán hàng của HSG như bảng sau. Màng ống thép có thể sẽ chiếm tỷ trọng lớn hơn trong cơ cấu doanh thu từ NĐTC 2015.

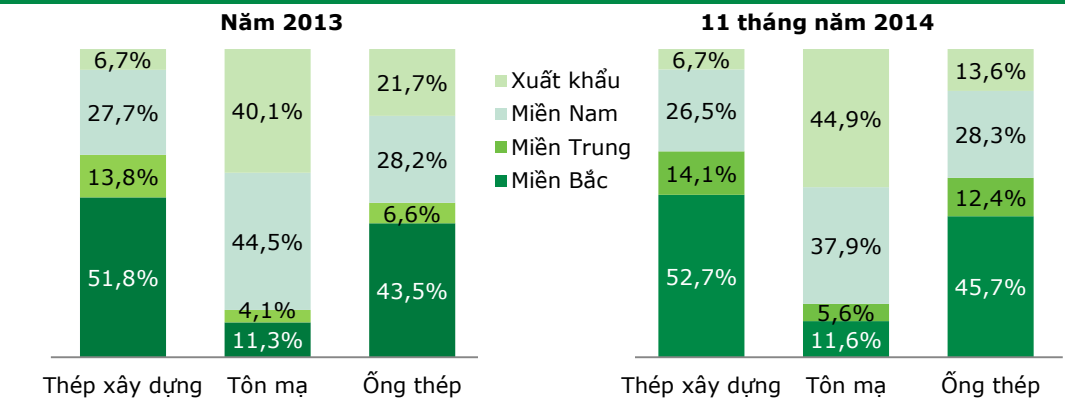
### Công suất mở rộng dây chuyền và sản lượng dự phóng (nghìn tấn)

nghìn tấn/năm	NĐTC 2014	NĐTC 2015	NĐTC 2016	NĐTC 2017	NĐTC 2018	NĐTC 2019
<b>Tôn mạ</b>						
Năng lực sản xuất	1.220	1.220	1.220	1.310	1.363	1.620
Sản lượng tiêu thụ	605	696	800	920	1.012	1.113
% tăng trưởng	14%	15%	15%	15%	10%	10%
<b>Ống thép</b>						
Năng lực sản xuất	279	360	473	479	479	479
Sản lượng tiêu thụ	173	288	402	431	455	479
% tăng trưởng	89%	67%	39%	7%	6%	5%

Nguồn: HSG, VPBS

Khi xem xét cơ cấu sản lượng tiêu thụ theo vùng của phân khúc tôn mạ, khu vực phía Nam là cạnh tranh nhất do đây là thị trường tiêu thụ chủ lực của một số công ty FDI lớn (Sun Steel, China Steel Sumikin), do đó sản lượng tiêu thụ tại khu vực này chiếm tỷ trọng cao nhất trên toàn ngành. Chúng tôi tin rằng HSG đang nỗ lực đa dạng hóa thị trường tiêu thụ tại miền Bắc thông qua việc tập trung mở rộng chi nhánh phân phối và xây dựng nhà máy tôn Hoa Sen Nghệ An nhằm khai thác thị trường tiềm năng này.

#### Cơ cấu sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép của các thành viên trong VSA



Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam

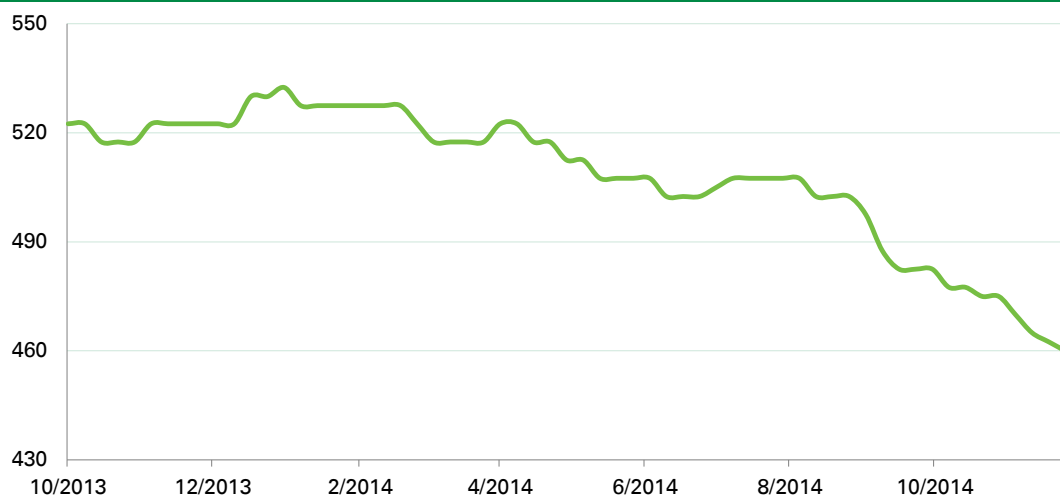
#### Biên lợi nhuận gộp tiếp tục được cải thiện trong NĐTC 2015 nhờ vào năng lực tự sản xuất CRC

Trong Báo cáo lần đầu của chúng tôi, chúng tôi lưu ý rằng biên lợi nhuận gộp quý 3 NĐTC 2014 là ở mức thấp nhất (10,5%) do quyết định mua nguyên liệu HRC vào thời điểm giá cao. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp giảm mạnh trong quý 3 NĐTC 2014 do HSG đã phải gia công thuê ngoài CRC khi năng lực tự sản xuất CRC chỉ có thể đáp ứng 74% nhu cầu sản xuất tôn mạ. Dây chuyền tôn mạ mới của HSG đi vào hoạt động vào đầu tháng 2 năm 2014, trong khi hai dây chuyền cán nguội mới lại đi vào hoạt động trong tháng 6 và tháng 8, do đó sẽ cần thêm một giai đoạn chạy thử và do đó chưa vận hành hết công suất thiết kế.

Từ NĐTC 2015, các dây chuyền cán nguội của HSG sẽ cung cấp đủ nguyên liệu cho nhu cầu sản xuất tôn mạ, qua đó biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện. Chúng tôi thận trọng giả định biên lợi nhuận gộp (không bao gồm khấu hao) của HSG là 14,5% trong giai đoạn dự phóng, tăng so với mức 13,7% trong NĐTC 2014. Ngoài ra, chúng tôi giả định giá bán trong NĐTC 2015 sẽ không thay đổi so với niên độ trước, và tăng 2% mỗi năm từ NĐTC 2016.

Rủi ro lớn nhất đối ảnh hưởng biên lợi nhuận gộp của HSG là sự biến động về diễn biến giá HRC. Theo The Steel Index, trong tháng 9 năm 2014, giá xuất khẩu HRC Trung Quốc đã ở mức thấp nhất trong năm năm qua và xu hướng giảm sẽ tiếp tục duy trì đến cuối năm. Nền kinh tế và thị trường bất động sản tăng trưởng chậm lại cũng như lợi nhuận sụt giảm của các công ty sản xuất thép đang tác động xấu đến giá thép toàn cầu.

## Diễn biến giá xuất khẩu HRC Trung Quốc (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

### Bảng cân đối kế toán

Chúng tôi đặt các giả định sau đây đối với bảng cân đối kế toán hợp nhất của HSG:

- *Số ngày phải thu*: duy trì mức 17 ngày trong giai đoạn dự phóng
- *Số ngày tồn kho*: duy trì mức 120 ngày trong giai đoạn dự phóng
- *Số ngày phải trả*: duy trì mức 50 ngày trong giai đoạn dự phóng
- *Chi phí đầu tư tài sản cố định*: Lộ trình chi tiết chi phí đầu tư cho nhà máy sản xuất thép tại Bình Định và Nghệ An đã được trình bày chi tiết trong phần trước. Ngoài ra, HSG sẽ chi tổng cộng 282 tỷ đồng cho việc mở thêm 166 chi nhánh bán lẻ từ NĐTC 2105 đến NĐTC 2017, và 30 tỷ đồng cho việc bảo trì thiết bị mỗi năm trong giai đoạn dự phóng.
- *Nợ vay ngắn hạn*: chiếm 28% trên doanh thu vào NĐTC 2015, và tỷ lệ này sẽ giảm dần xuống còn 20% vào NĐTC 2019
- *Nợ vay dài hạn*: Các dự án xây dựng nhà máy tại Bình Định và Nghệ An sẽ được tài trợ bởi 75% nợ vay dài hạn và 25% lợi nhuận giữ lại, tuy nhiên, tỷ lệ chính xác còn tùy thuộc vào ban quản trị. Do lộ trình xây dựng khá dài, Tập đoàn có thể sắp xếp các khoản vay ngân hàng linh hoạt với lãi suất ưu đãi cho hai dự án này.

### Cổ tức

Theo Nghị quyết HĐQT về việc tổ chức Đại hội đồng cổ đông thường niên, nội dung trình bày tại hội nghị có đề cập việc HĐQT đề xuất phương án phát hành cổ phiếu trả cổ tức và tăng vốn điều lệ. Do đó, chúng tôi giả định HSG sẽ không trả cổ tức bằng tiền mặt trong NĐTC 2015.



## ĐỊNH GIÁ

Dựa trên mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp so sánh, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của HSG tại **53.300** đồng/cổ phiếu.

Mô hình định giá	Giá hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/cổ phiếu)
DCF	47.362	40%	18.900
P/E	45.005	30%	13.500
TEV/EBIDTA	69.764	30%	20.900
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>53.300</b>

### Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

		WACC				
		10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	1,0%	50.200	47.700	45.400	43.300	41.400
	2,0%	54.800	51.700	48.900	46.500	44.300
	3,0%	60.600	56.700	53.300	50.300	47.700
	4,0%	68.200	63.200	58.900	55.200	51.900
	5,0%	78.600	71.900	66.300	61.500	57.300

### Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với % thay đổi so với giá định về biên lợi nhuận gộp (không gồm khấu hao) và giá bán sản phẩm

		% thay đổi giá định của biên lợi nhuận gộp				
		-0,6%	-0,3%	0,0%	0,3%	0,6%
% thay đổi giá định của giá bán bình quân NDTC 2015	-10%	40.800	46.900	52.900	58.900	65.000
	-5%	41.000	47.000	53.100	59.100	65.200
	0%	41.300	47.300	53.300	59.400	65.500
	5%	41.400	47.500	53.600	59.700	65.800
	10%	41.600	47.700	53.800	59.900	66.100

### Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với tỷ trọng của phương pháp định giá DCF và phương pháp so sánh P/E

		Tỷ trọng phương pháp DCF				
		30%	35%	40%	45%	50%
Tỷ trọng phương pháp so sánh P/E	10%	60.600	59.500	58.300	57.200	56.100
	20%	58.100	57.000	55.800	54.700	53.600
	30%	55.600	54.500	53.300	52.200	51.200
	40%	53.100	52.000	50.900	49.800	48.700
	50%	50.700	49.600	48.400	47.300	46.200



## MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN (DCF)

Mô hình chiết khấu dòng tiền của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu là 47.400 đồng/cổ phiếu. Các yếu tố đầu vào của chúng tôi cho mô hình DCF bao gồm:

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 6,37%.
- *Tỷ suất lợi nhuận thị trường* dự kiến ở mức 15,0%.
- *Beta* được ước tính ở mức 1,33.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính là 17,8% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân* (WACC) là 11,4%, tăng so với mức 11,3% trong Báo cáo lần đầu.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* là 3,0%.

## PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Với lợi nhuận ròng NĐTC 2014 của HSG đạt dưới mức kỳ vọng (nguyên nhân đã đề cập ở phần trên), chỉ số P/E trượt của HSG hiện cao hơn nhóm công ty cùng ngành trong nước. Tuy nhiên, lợi thế cạnh tranh của HSG không chịu tác động từ điều này, không những thế, công ty lại đang tiếp tục đầu tư mở rộng nhằm giữ vững vị thế của mình trong tương lai.

Chúng tôi kỳ vọng chỉ số P/E và EV/EBITDA dự phóng NĐTC 2015 của HSG sẽ đạt mức trung vị của các công ty thép trong nước:

Nhóm tương đương cùng ngành trong nước		VPBS dự phóng kết quả NĐTC 2015 của HSG		Giá mục tiêu của HSG (đồng/cp)
P/E	8,23 lần	EPS (đồng)	5.466	45.005
EV/EBITDA	8,67 lần	EBITDA (tỷ đồng)	1.416	69.764

## Công ty thép niêm yết trong nước

Tên công ty	Vốn hóa	Lũy kế 9 tháng đầu năm tài chính 2014								Chỉ số P/E trượt	Chỉ số P/B trượt	Chỉ số EV/EBITDA trượt
		Doanh thu thuần		Lợi nhuận gộp		Lãi ròng			Nợ vay/ VCSH			
		tỷ đồng	tỷ đồng	%so với cùng kỳ	tỷ đồng	%biến LN	tỷ đồng	%so với cùng kỳ	%biến LN			
HPG Tập đoàn Hòa Phát	24.818	18.944	51,9%	4.152,2	21,9%	2.670,6	82%	14,1%	58%	7,85	2,16	5,64
POM CTCP Thép Pomina	1.658	8.089	1,5%	326,5	4,0%	-20,2	NM	NM	278%	NM	0,70	12,69
TLH Tập đoàn Thép Tiến Lên	702	2.590	19,1%	158,4	6,1%	63,5	-55%	2,5%	78%	19,19	0,65	13,64
NKG CTCP Thép Nam Kim	531	4.378	38,2%	236,1	5,4%	57,2	36%	1,3%	213%	7,94	1,09	4,76
DTL CTCP Đại Thiên Lộc	536	1.399	-4,4%	127,2	9,1%	15,3	47%	1,1%	124%	NM	0,65	9,29
VIS CTCP Thép Việt Ý	399	2.684	11,5%	178,0	6,6%	15,8	NM	0,6%	228%	NM	0,62	8,05
SMC CTCP Đầu tư Thương mại SMC	298	8.001	8,3%	237,1	3,0%	27,4	12%	0,3%	417%	10,28	0,51	13,70
VGS CTCP Ống thép Việt Đức	263	1.928	8,9%	80,3	4,2%	19,8	187%	1,0%	93%	10,31	0,53	11,22
TNA CTCP TM XNK Thiên Nam	223	1.114	-0,6%	93,5	8,4%	28,5	12%	2,6%	162%	5,91	0,81	6,98
HMC CTCP Kim khí TP HCM	195	2.035	-19,3%	74,2	3,6%	17,0	14%	0,8%	188%	8,53	0,60	11,77
DNY CTCP Thép Dana - Ý	138	1.436	-17,7%	77,3	5,4%	4,5	-60%	0,3%	344%	17,82	0,37	6,78
KKC CTCP SX và KD Kim khí	85	387	35,7%	34,0	8,8%	14,2	38%	3,7%	210%	4,75	0,99	7,74
HLA CTCP Hữu Liên Á Châu	65	1.550	-51,0%	-297,6	NM	-412,9	NM	NM	NM	NM	NM	NM
SSM CTCP Chế tạo Kết cấu Thép	60	136	-28,2%	17,3	12,7%	5,7	-3%	4,2%	62%	5,87	0,75	NM
BVG CTCP Thép Bắc Việt	22	116	-14,7%	24,7	21,3%	-13,0	NM	NM	429%	NM	0,35	NM
Trung bình			2,6%		8,6%		28%	2,7%	206%	9,85	0,77	9,35
Trung vị			1,5%		6,4%		14%	1,2%	199%	8,23	0,65	8,67
HSG Tập đoàn Hoa Sen	4.527	10.966	28,1%	1.246,5	11,4%	281,5	-48%	2,6%	190%	11,03	1,99	9,71

Ghi chú: Chỉ số P/E và P/B được tính toán dựa trên khối lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại  
Dữ liệu tại ngày 22/12/2014. Nguồn: Bloomberg, Báo cáo tài chính của công ty

## Nhóm tương đương cùng ngành trong khu vực

Tên công ty	Sàn giao dịch	Vốn hóa (triệu USD)	Biên LN gộp	Biên LN ròng	Nợ vay/ VCSH	ROA	ROE	Chỉ số trượt			Chỉ số tương đối		
								P/E	P/B	EV/ EBITDA	P/E	P/B	EV/ EBITDA
Maharashtra Seamless Ltd	Natl India	267,4	NA	8,4%	5%	3,1%	3,6%	17,28	0,62	12,71	0,90	0,20	1,16
Welspun Corp Ltd	Natl India	284,7	NA	1,0%	127%	0,6%	1,7%	NM	0,61	8,37	1,28	0,20	0,77
Ratnamani Metals & Tubes	Natl India	474,2	NA	10,8%	11%	13,1%	20,2%	20,88	NM	9,73	1,09	1,30	0,89
Jai Corp Ltd	Natl India	197,7	NA	13,3%	2%	4,2%	4,4%	12,56	0,54	10,00	0,66	0,18	0,92
Uttam Galva Steels Ltd	Natl India	143,9	NA	0,5%	275%	0,4%	2,4%	NM	0,72	8,07	1,60	0,24	0,74
Thai-German Products Public	Bangkok	106,0	15,7%	4,6%	16%	NM	NM	NM	2,72	100,96	N/A	1,26	NM
Tong Herr Resources Bhd	Bursa Malays	71,8	11,9%	3,3%	41%	4,0%	7,4%	8,66	0,76	6,00	0,55	0,37	0,59
Gandhi Special Tubes Ltd	Natl India	56,2	NA	20,7%	0%	10,3%	11,2%	20,54	2,26	14,26	1,07	0,75	1,31
2S Metal PCL	Bangkok	34,3	5,6%	1,7%	68%	5,5%	10,3%	16,35	1,36	14,31	0,96	0,63	1,35
Trung bình			11,0%	7,1%	60%	5,1%	7,7%	16,05	1,20	20,49	1,02	0,57	0,97
Trung vị			11,9%	4,6%	16%	4,1%	5,9%	16,82	0,74	10,00	1,02	0,37	0,90
Tập đoàn Hoa Sen	HSX	212,5	11,7%	2,7%	240%	4,7%	17,9%	11,03	1,99	9,71	0,84	1,12	1,05

Dữ liệu tại ngày 22/12/2014. Nguồn: Bloomberg

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Thị giá của HSG giảm khá mạnh trong vài phiên gần đây, sau một thời gian tích lũy trong suốt tháng 11 vừa qua. HSG hiện tại đang giao dịch dưới các đường trung bình động hỗ trợ cho xu hướng trung hạn là MA50, MA100 và MA200. Do đó, chúng tôi cho rằng đồ thị kỹ thuật của HSG đang hình thành tín hiệu tiêu cực cho xu hướng trung hạn.

Tuy nhiên trong ngắn hạn, HSG đang có vùng hỗ trợ tại 42.500-43.000 đồng, là đường hỗ trợ cuối cùng của mô hình đảo chiều Vai – Đầu – Vai tính cho xu hướng dài hạn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng HSG sẽ có sự phục hồi nhẹ để kiểm tra lại kháng cự 46.500-47.000 trong 5-10 phiên giao dịch tới và khuyến nghị **Nằm Giữ** đối với HSG ở mức giá hiện tại.

Tại ngày 22/12/2014	HSG (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	53.500
Giá thấp nhất trong 3 tháng	42.500
Đường MA 50 ngày	49.000
Đường MA 100 ngày	46.500
Kháng cự trung hạn	49.000
Hỗ trợ trung hạn	42.500
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NÀM GIỮ</b>



## Phụ lục 1 – Dự phóng của VPBS

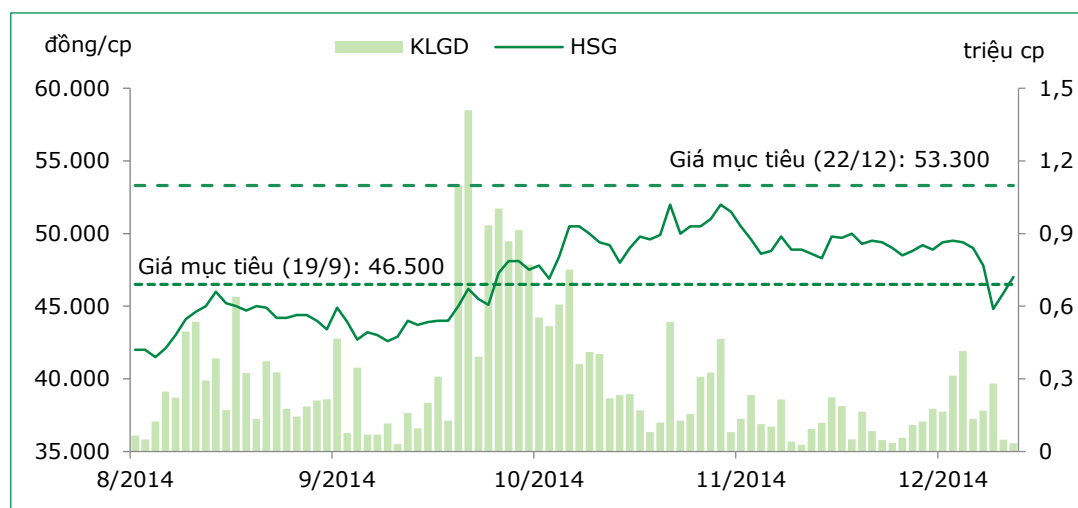
KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	NĐTC 2011 A	NĐTC 2012 A	NĐTC 2013 A	NĐTC 2014 A	NĐTC 2015 E	NĐTC 2016 E	NĐTC 2017 E	NĐTC 2018 E	NĐTC 2019 E
<b>Doanh thu</b>	<b>8.166</b>	<b>10.088</b>	<b>11.760</b>	<b>14.990</b>	<b>18.371</b>	<b>22.619</b>	<b>25.876</b>	<b>28.610</b>	<b>31.629</b>
% tăng trưởng	66,7%	23,5%	16,6%	27,5%	22,6%	23,1%	14,4%	10,6%	10,5%
Giá vốn hàng bán	7.110	8.683	10.052	13.240	16.080	19.771	22.601	24.982	27.559
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.056</b>	<b>1.405</b>	<b>1.708</b>	<b>1.750</b>	<b>2.291</b>	<b>2.847</b>	<b>3.275</b>	<b>3.628</b>	<b>4.069</b>
% tăng trưởng	13,4%	33,1%	21,5%	2,5%	30,9%	24,3%	15,0%	10,8%	12,2%
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	498	648	842	1.066	1.306	1.608	1.840	2.034	2.249
<b>EBIT</b>	<b>558</b>	<b>758</b>	<b>866</b>	<b>684</b>	<b>985</b>	<b>1.239</b>	<b>1.435</b>	<b>1.594</b>	<b>1.820</b>
% tăng trưởng	-2,6%	35,8%	14,3%	-20,9%	43,9%	25,8%	15,8%	11,0%	14,2%
Khấu hao	208	274	291	354	431	500	551	601	598
<b>EBITDA</b>	<b>766</b>	<b>1.031</b>	<b>1.156</b>	<b>1.038</b>	<b>1.416</b>	<b>1.739</b>	<b>1.986</b>	<b>2.195</b>	<b>2.418</b>
Doanh thu tài chính	49	49	40	30	44	74	83	89	99
Chi phí tài chính	458	409	247	256	374	446	481	505	470
Lợi nhuận (chi phí) khác	19	15	20	65	20	20	20	20	20
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>168</b>	<b>412</b>	<b>679</b>	<b>523</b>	<b>675</b>	<b>887</b>	<b>1.057</b>	<b>1.198</b>	<b>1.470</b>
% tăng trưởng	-33,1%	144,3%	65,0%	-22,9%	29,0%	31,5%	19,2%	13,3%	22,6%
Chi phí thuế	8	43	98	113	148	182	211	240	294
Thuế suất hiệu dụng	4,9%	10,6%	14,5%	21,6%	22,0%	20,5%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>160</b>	<b>368</b>	<b>581</b>	<b>410</b>	<b>526</b>	<b>705</b>	<b>846</b>	<b>959</b>	<b>1.176</b>
% tăng trưởng	-25,6%	129,8%	57,8%	-29,4%	28,3%	34,0%	19,9%	13,3%	22,6%
% biên LN	2,0%	3,6%	4,9%	2,7%	2,9%	3,1%	3,3%	3,4%	3,7%
Số lượng cổ phiếu bình quân (triệu)	99	97	96	96	96	96	96	96	96
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1.622	3.761	5.941	4.261	5.466	7.324	8.783	9.953	12.207
Cổ tức bằng tiền mặt (đồng/cp)	500	1.000	3.000	2.500	0	2.000	2.000	2.000	2.000

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b> (tỷ đồng)	NĐTC 2011 A	NĐTC 2012 A	NĐTC 2013 A	NĐTC 2014 A	NĐTC 2015 E	NĐTC 2016 E	NĐTC 2017 E	NĐTC 2018 E	NĐTC 2019 E
Tiền và các khoản tương đương tiền	128	67	177	156	842	907	911	1.014	1.381
Các khoản phải thu	464	607	561	654	838	1.032	1.181	1.306	1.443
Hàng tồn kho	2.016	1.540	3.020	4.747	5.298	6.514	7.446	8.230	9.080
Tài sản ngắn hạn khác	462	392	457	843	795	935	1.091	1.207	1.321
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.071</b>	<b>2.606</b>	<b>4.215</b>	<b>6.400</b>	<b>7.772</b>	<b>9.388</b>	<b>10.628</b>	<b>11.758</b>	<b>13.224</b>
Tài sản cố định	2.721	2.585	2.790	3.654	3.652	4.184	4.403	4.557	4.014
Các khoản đầu tư dài hạn	58	59	59	46	46	46	46	46	46
Tài sản dài hạn khác	66	72	78	106	106	120	143	158	172
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>2.845</b>	<b>2.717</b>	<b>2.927</b>	<b>3.806</b>	<b>3.805</b>	<b>4.351</b>	<b>4.592</b>	<b>4.761</b>	<b>4.232</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5.916</b>	<b>5.323</b>	<b>7.142</b>	<b>10.206</b>	<b>11.577</b>	<b>13.739</b>	<b>15.220</b>	<b>16.519</b>	<b>17.456</b>
Các khoản phải trả	1.098	484	1.318	1.886	2.199	2.704	3.091	3.417	3.769
Vay nợ ngắn hạn	2.254	2.040	2.814	4.756	5.113	5.842	6.166	6.246	6.272
Nợ ngắn hạn khác	134	169	207	225	254	299	343	376	411
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>3.486</b>	<b>2.693</b>	<b>4.339</b>	<b>6.867</b>	<b>7.566</b>	<b>8.845</b>	<b>9.600</b>	<b>10.038</b>	<b>10.452</b>
Vay nợ dài hạn	645	606	588	954	1.100	1.470	1.543	1.638	1.178
Nợ dài hạn khác	2	5	5	6	6	6	6	6	6
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>647</b>	<b>611</b>	<b>593</b>	<b>959</b>	<b>1.105</b>	<b>1.475</b>	<b>1.549</b>	<b>1.643</b>	<b>1.184</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>4.133</b>	<b>3.304</b>	<b>4.932</b>	<b>7.826</b>	<b>8.671</b>	<b>10.320</b>	<b>11.149</b>	<b>11.681</b>	<b>11.635</b>
Vốn đầu tư CSH	1.008	1.008	1.008	1.008	1.008	1.008	1.008	1.008	1.008
Thặng dư vốn cổ phần	452	452	452	452	452	452	452	452	452
Lợi nhuận chưa phân phối	343	605	821	979	1.505	2.018	2.671	3.437	4.420
Vốn khác	(20)	(46)	(71)	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.783</b>	<b>2.019</b>	<b>2.210</b>	<b>2.379</b>	<b>2.906</b>	<b>3.418</b>	<b>4.072</b>	<b>4.838</b>	<b>5.821</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>5.916</b>	<b>5.323</b>	<b>7.142</b>	<b>10.206</b>	<b>11.577</b>	<b>13.739</b>	<b>15.220</b>	<b>16.519</b>	<b>17.456</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (tỷ đồng)	NĐTC 2011 A	NĐTC 2012 A	NĐTC 2013 A	NĐTC 2014 A	NĐTC 2015 E	NĐTC 2016 E	NĐTC 2017 E	NĐTC 2018 E	NĐTC 2019 E
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	249	452	221	(915)	613	204	592	893	1.061
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(775)	(56)	(479)	(1.164)	(430)	(1.046)	(792)	(770)	(68)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	606	(456)	373	2.060	503	907	204	(19)	(626)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>81</b>	<b>(59)</b>	<b>115</b>	<b>(19)</b>	<b>686</b>	<b>65</b>	<b>4</b>	<b>104</b>	<b>366</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	50	128	67	177	156	842	907	911	1.014
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá	(2)	(2)	(5)	(3)	-	-	-	-	-
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>128</b>	<b>67</b>	<b>177</b>	<b>156</b>	<b>842</b>	<b>907</b>	<b>911</b>	<b>1.014</b>	<b>1.381</b>
Dòng tiền tự do	(255)	697	(121)	(1.943)	378	(590)	79	408	1.247

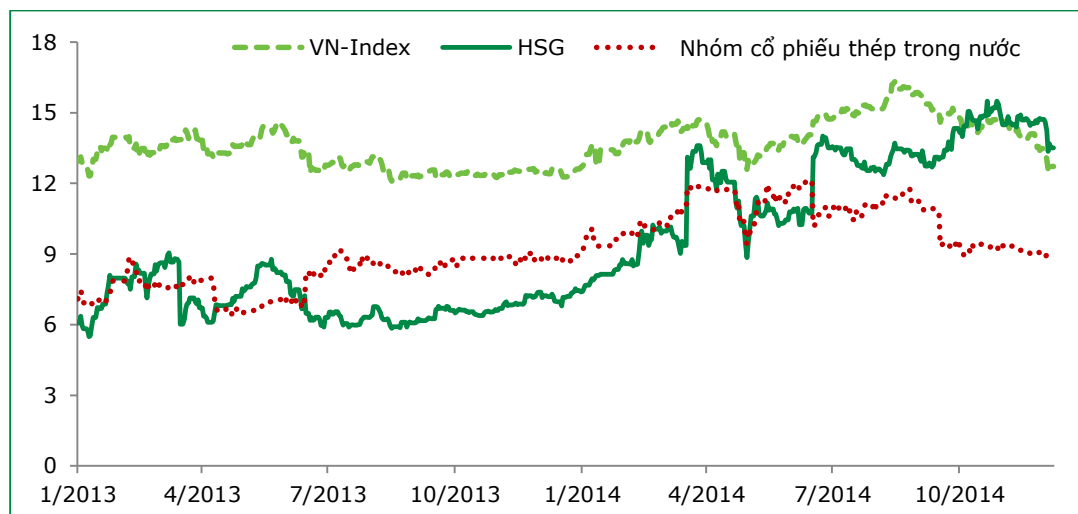
<b>PHÂN TÍCH CHỈ SỐ</b>	<b>NĐTC 2011 A</b>	<b>NĐTC 2012 A</b>	<b>NĐTC 2013 A</b>	<b>NĐTC 2014 A</b>	<b>NĐTC 2015 E</b>	<b>NĐTC 2016 E</b>	<b>NĐTC 2017 E</b>	<b>NĐTC 2018 E</b>	<b>NĐTC 2019 E</b>
<b>Chỉ số định giá</b>									
Chỉ số P/E			7,9x	11,0x	8,6x	6,4x	5,4x	4,7x	3,9x
Chỉ số PEG			0,1x	(0,4x)	0,3x	0,2x	0,3x	0,4x	0,2x
EV / EBIT			11,6x	14,7x	10,2x	8,1x	7,0x	6,3x	5,5x
EV / EBITDA			8,7x	9,7x	7,1x	5,8x	5,1x	4,6x	4,2x
Chỉ số P/S			0,4x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,1x
Chỉ số P/B			2,1x	2,0x	1,6x	1,4x	1,2x	1,0x	0,8x
Lợi suất cổ tức	1,1%	2,1%	6,4%	5,3%	0,0%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
<b>Chỉ số sinh lời</b>									
Biên LN gộp	12,9%	13,9%	14,5%	11,7%	12,5%	12,6%	12,7%	12,7%	12,9%
Biên LN gộp (không gồm Khấu hao)	15,1%	16,3%	16,7%	13,7%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Biên EBITDA	9,4%	10,2%	9,8%	6,9%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%
Biên LN hoạt động	6,8%	7,5%	7,4%	4,6%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,8%
Biên LN ròng	2,0%	3,6%	4,9%	2,7%	2,9%	3,1%	3,3%	3,4%	3,7%
Tỷ số LN/ tổng tài sản bình quân	3,1%	6,6%	9,3%	4,7%	4,8%	5,6%	5,8%	6,0%	6,9%
Tỷ số LN/ vốn chủ sở hữu bình quân	9,2%	19,4%	27,5%	17,9%	19,9%	22,3%	22,6%	21,5%	22,1%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>									
Tỷ số thanh toán lãi vay	1,9x	2,2x	5,2x	3,7x	3,9x	4,1x	4,5x	4,7x	6,0x
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	0,7x	2,6x	1,8x	0,8x	2,1x	1,3x	1,8x	2,0x	6,8x
Tỷ số nợ vay trên vốn	62%	57%	61%	71%	68%	68%	65%	62%	56%
Tỷ số nợ vay trên vốn chủ sở hữu	163%	131%	154%	240%	214%	214%	189%	163%	128%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>									
Hệ số vòng quay tài sản	1,4x	1,9x	1,6x	1,5x	1,6x	1,6x	1,7x	1,7x	1,8x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu	17,6x	16,6x	21,0x	22,9x	21,9x	21,9x	21,9x	21,9x	21,9x
Hệ số vòng quay các khoản phải trả	6,5x	17,9x	7,6x	7,0x	7,3x	7,3x	7,3x	7,3x	7,3x
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	3,5x	5,6x	3,3x	2,8x	3,0x	3,0x	3,0x	3,0x	3,0x
Hệ số thanh toán hiện hành	0,9x	1,0x	1,0x	0,9x	1,0x	1,1x	1,1x	1,2x	1,3x
Hệ số thanh toán nhanh	0,3x	0,4x	0,3x	0,2x	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x	0,4x

## Phụ lục 2 – Diễn biến giá cổ phiếu



Trong Báo cáo lần đầu phát hành vào ngày 19/9/2014, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu HSG với giá mục tiêu là 46.500 đồng/cổ phiếu. Giá đóng cửa của HSG vào ngày hôm đó là 42.700 đồng. Vào ngày 6/10, cổ phiếu HSG chạm mức giá mục tiêu của chúng tôi và theo đà đi lên vùng đỉnh ở mức 52.000 đồng vào ngày 3/11. Sau đó, giá cổ phiếu đã giảm lại về mức đáy ngắn hạn 44.800 đồng vào ngày 17/12. Trong báo cáo cập nhật lần này, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới cho HSG là 53.300 đồng, cao hơn 13% so với giá đóng cửa ngày 22/12/2014 (47.000 đồng).

## Phụ lục 3 – Chỉ số P/E trượt của HSG trong quá khứ





---

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

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

**Barry David Weisblatt**

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

**Lưu Bích Hồng**

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

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

**Marc Djandji, CFA**

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

**Lý Đức Dũng**

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

**Võ Văn Phương**

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

**Trần Đức Vinh**

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

**Domalux**

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

**Nguyễn Danh Vinh**

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

## KHUYẾN CÁO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Hội sở Hà Nội

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

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

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

### Chi nhánh Đà Nẵng

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