

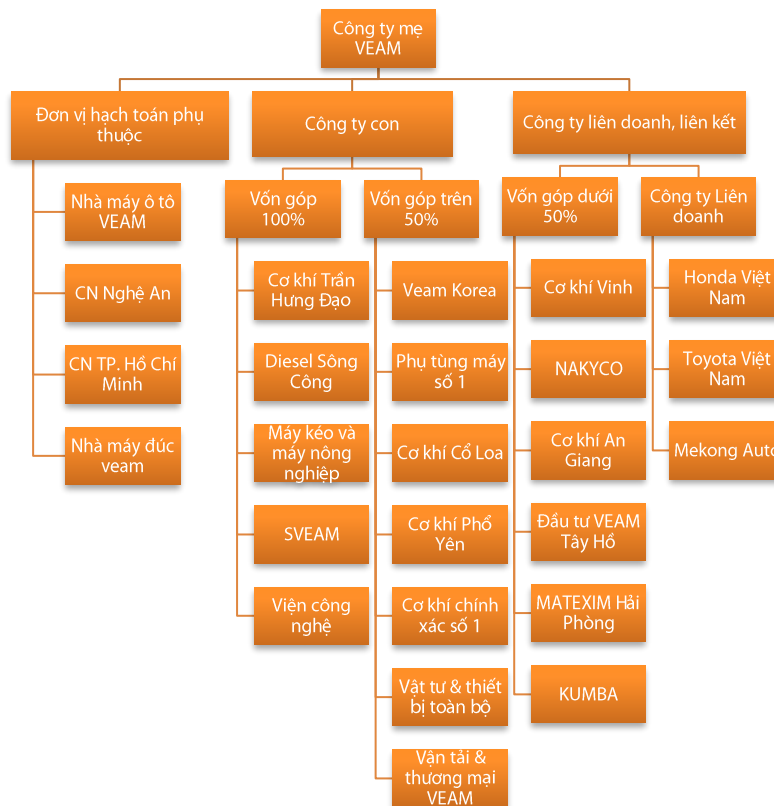
## Cổ phần hóa có thể là chất xúc tác mạnh mẽ cho tiến trình tái cơ cấu

- Tổng quan về công ty
- Các ngành sản xuất chính có nhiều tiềm năng nhưng cần đầu tư để hoàn thiện chuỗi sản xuất
- Cổ phần hóa là chất xúc tác cho tiến trình tái cơ cấu
- Quan điểm và định giá

### Tổng quan về công ty

**Tổng công ty Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam- Công ty TNHH (VEAM)** hoạt động trong mảng sản xuất các loại động cơ, máy nông nghiệp (MNN), sản xuất các loại linh kiện, sản phẩm công nghiệp hỗ trợ, chế tạo và lắp ráp ô tô, xe máy. Trong đó, máy nông nghiệp (hình 2), ô tô tải trung và tải nhẹ và phụ tùng ô tô là những sản phẩm truyền thống của VEAM. Là một tổng công ty lớn với 100% vốn Nhà nước, VEAM đã tiến hành IPO vào ngày 29/08/2016 thông qua việc chào bán hơn 149 triệu cổ phần ra công chúng với mức giá thành công 14.291 đồng/CP.

**Hình 1: Sơ đồ cấu trúc Tổng công ty Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam- Công ty TNHH**



Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp

**Hình 2: Các sản phẩm máy nông nghiệp của VEAM**

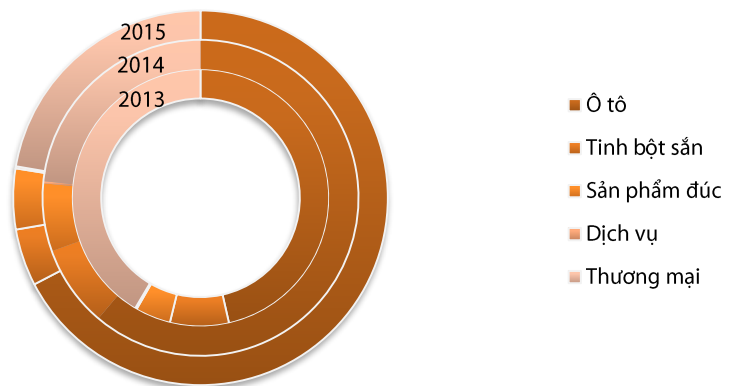


Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp

### Sản xuất- phân phối máy nông nghiệp

Các sản phẩm máy nông nghiệp nổi bật của VEAM bao gồm, máy kéo 2 bánh gắn động cơ, máy xay xát, máy gặt, máy bơm nước, máy phát điện và động cơ xăng, động cơ diesel, vv. Với tỉ lệ nội địa hoá trên 60%, VEAM được coi là nhà sản xuất máy nông nghiệp hàng đầu của Việt Nam đồng thời là đơn vị chủ lực trong định hướng hiện đại hoá nông nghiệp trong nước. VEAM sở hữu hệ thống phân phối dày đặc tại các vùng sản xuất nông nghiệp chính ở miền Trung và miền Nam. Các loại máy nông nghiệp của VEAM chiếm tới 25% sản lượng tiêu thụ của các doanh nghiệp nội địa và tương đương khoảng 20% toàn thị trường.

**Hình 3: Đóng góp của các mảng hoạt động vào Doanh thu công ty mẹ**



Nguồn: VEAM, RongViet Research ước tính và tổng hợp

### Lắp ráp- phân phối xe thương mại

Công ty mẹ VEAM trực tiếp điều hành một nhà máy lắp ráp ô tô với tải trọng từ 1 đến 33 tấn có năng lực lắp ráp trên 30.000 xe mỗi năm. Tuy vẫn phụ thuộc vào một số linh kiện, phụ tùng nhập khẩu như hầu hết các nhà sản xuất ô tô trong nước khác, VEAM đã có thể tự sản xuất vỏ cabin của xe tải, bao gồm các công đoạn như dập, hàn và sơn vỏ. Mảng kinh doanh ô tô tải đóng góp ngày càng lớn vào KQKD của công ty mẹ, với sản lượng tiêu thụ năm 2015 đạt 3.400 xe, tăng hơn 40% so với cùng kỳ. Dù sản lượng sản xuất chỉ mới đạt khoảng 20% công suất toàn hệ thống, việc đa dạng hoá các dòng xe trong những năm gần đây đã giúp VEAM nhận được phản hồi tốt hơn từ thị trường, cũng như tăng trưởng lượng đơn đặt hàng từ các đại lý phân phối xe.

### Hình 4: Một số sản phẩm xe thương mại tiêu biểu do VEAM lắp ráp



Xe tải VT240 (2.4T)



Xe tải VT651 (6.5T)



Xe tải Hyundai HD700 (7.1T)



Xe ben VB200 (2T)



Xe ben VB652 (6.5T)



Xe ben VB750 (7.5T)



Xe ben MAZ (9.8T)



Xe đầu kéo MAZ (36T)

*Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp*

### Sản xuất phụ tùng ô tô – xe máy

VEAM hiện cũng đang sản xuất và phân phối một số sản phẩm cơ khí như tay biên, trục khuỷu, vòng bi và một số chi tiết trong sản xuất ô tô và xe máy. Ngoài việc chủ động phân phối các phụ tùng cho các nhà sản xuất, VEAM còn cung cấp cho các nhà máy sản xuất xe máy của Honda, Yamaha và Piaggio. Từ năm 2014, VEAM bắt đầu nhận được đơn hàng xuất khẩu phụ tùng sang Nhật Bản với trị giá hơn 240 tỷ đồng, chiếm khoảng 20% doanh thu từ mảng phụ tùng của cả tập đoàn.

**Hình 5: Một số sản phẩm cơ khí tiêu biểu của VEAM**



**Bích nôi**



**Đĩa xích các loại**



**Linh kiện xe máy**



**Tay biên - ống gắp**  
rod connecting - fork assembly



**ENGINE PARTS**



*Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp*

**Các ngành sản xuất chính có nhiều tiềm năng nhưng cần đầu tư để hoàn thiện chuỗi sản xuất*****Máy nông nghiệp: Triển vọng dài hạn từ xu hướng tự động hóa trong nông nghiệp***

Theo Quyết định 1043/2013/QĐ-TTg, ngành sản xuất các loại máy nông nghiệp là một trong 6 ngành ưu tiên phát triển vượt bậc của Chính phủ giai đoạn 2020-2030. Hiện tại, thị phần của các nhà sản xuất nội địa chỉ chiếm khoảng 25% tổng lượng tiêu thụ. Phần còn lại là sản phẩm nhập khẩu hoặc có xuất xứ linh kiện từ Trung Quốc và sản phẩm cũ nhập khẩu từ Nhật Bản, Hàn Quốc, có sức cạnh tranh hơn về cả giá thành và đa dạng mẫu mã.

Với vị thế đầu ngành trong mảng này, VEAM hưởng lợi từ xu hướng tự động hoá trong nông nghiệp và các chính sách ưu tiên phát triển sản xuất và tiêu thụ máy móc nông nghiệp của nhà nước. Mảng máy nông nghiệp cũng là trọng điểm đầu tư của VEAM trong giai đoạn 5 năm tới. Chúng tôi tin rằng, với năng lực hiện tại, VEAM có nhiều khả năng giành thị phần từ các DN nội địa nhỏ hơn để tạo thành đối trọng có thể cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm nhập khẩu.

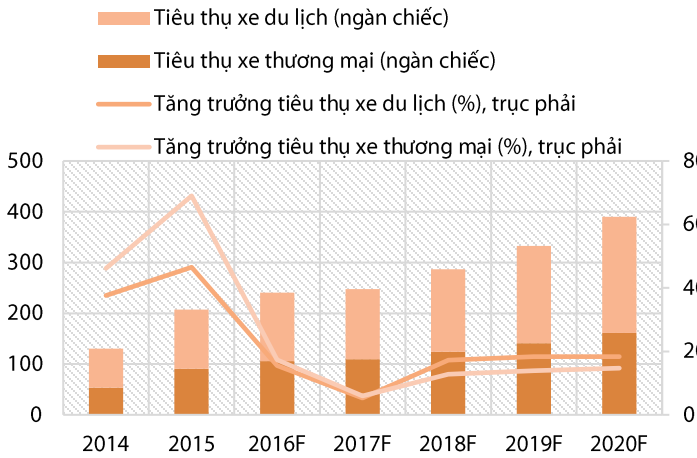
***Xe thương mại: Khắc phục yếu điểm sản xuất để tận dụng cơ hội tăng trưởng***

Giống như máy móc nông nghiệp, ngành sản xuất ô tô, đặc biệt là xe thương mại cũng thuộc diện được chính phủ tạo điều kiện đầu tư. Trong ngắn và trung hạn, thị trường xe thương mại Việt Nam được hỗ trợ tích cực bởi dòng vốn FDI và hoạt động XNK đang gia tăng nhanh chóng. Tuy nhiên, về dài hạn, (1) hạn chế về công nghệ và tỷ lệ địa hóa và (2) cạnh tranh ngày càng tăng là các yếu tố cản trở tăng trưởng chung của ngành.

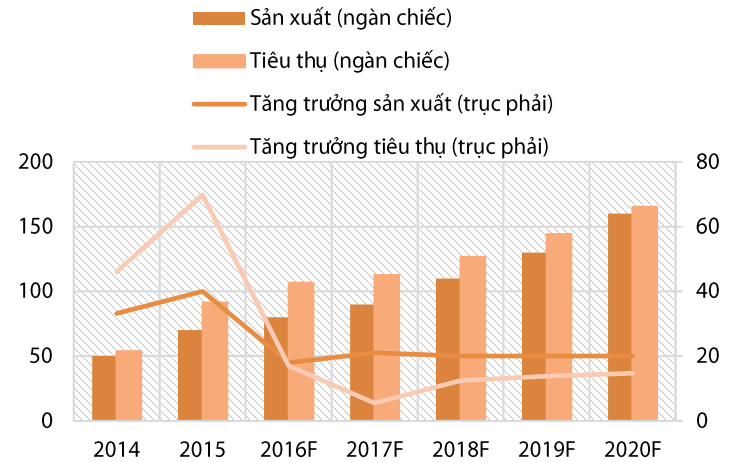
Do tính phức tạp kỹ thuật và đòi hỏi công nghiệp hỗ trợ, các doanh nghiệp ô tô Việt Nam, trong đó có VEAM, chỉ mới đạt tỷ lệ nội địa hoá rất thấp, dưới 30%. Trong vòng 5 tới, các dòng ô tô tải của VEAM vẫn sẽ phụ thuộc vào linh kiện nhập khẩu. Điều này không chỉ làm giảm khả năng cạnh tranh về giá so với xe nhập khẩu mà còn tiềm ẩn rủi ro tỷ giá cho doanh nghiệp. Đó là chưa kể, với tỷ lệ phụ tùng sản xuất trong khối ASEAN dưới 40%, xe lắp ráp tại Việt Nam sẽ khó xuất khẩu vào khối này do không đủ điều kiện để hưởng thuế suất ưu đãi.

Từ năm 2016, thị trường xe thương mại được dự báo sẽ hạ nhiệt sau một thời gian tăng nóng. Sau gần 2 năm áp dụng chính sách siết tải trọng trên toàn quốc, các doanh nghiệp vận tải đã gần như hoàn tất quá trình chuyển đổi dòng xe cũ sang dòng xe mới theo đúng chuẩn tải trọng quy định. Từ cuối năm 2015, thị trường xe thương mại đã cho thấy tín hiệu bão hòa. Từ mức tăng 44% và 74% trong năm 2014 và 2015, tiêu thụ xe thương mại 7 tháng đầu năm 2016 chỉ tăng 36% so với cùng kỳ năm trước, đạt 57.181 chiếc.

**Hình 6: Dự báo sản lượng, tăng trưởng tiêu thụ xe**



**Hình 7: Dự báo sản lượng sản xuất, tiêu thụ xe thương mại**



Nguồn: BMI, RongViet Research tổng hợp

Riêng với VEAM, mảng ô tô tải có thể tăng sản lượng tiêu thụ do khoanh vùng và khai thác được những thị trường ngách. Tuy nhiên, đóng góp lợi nhuận của mảng này sẽ khó cải thiện đáng kể bởi giá trị gia tăng của quá trình lắp ráp thấp và nhận diện thương hiệu của ô tô thương mại do VEAM sản xuất chưa cao. Việc chỉ tiêu thụ được hơn 3.400 xe so với công suất lắp ráp 33.000 xe/năm trong năm 2015 cho thấy VEAM cần sự nâng cấp toàn diện trong cả hệ thống sản xuất và tiêu thụ. Phần lớn doanh thu của công ty mẹ tới từ ô tô thương mại; do đó, khả năng cải thiện hiệu quả hoạt động của mảng này cũng là một trong những động lực tăng trưởng của VEAM.

**Phụ tùng: Nền tảng công nghiệp hỗ trợ là cơ sở để tạo giá trị gia tăng**

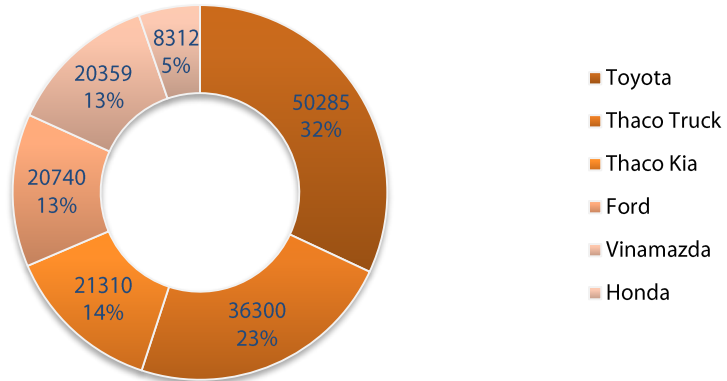
Ngành công nghiệp hỗ trợ này đang gặp khó khăn do thiếu chính sách hỗ trợ. Vì vậy, VEAM mặc dù có đặt hàng từ các công ty nước ngoài như Sumitomo, Toshiba và Konishi, những sản phẩm đơn giản như ru-lô cao su, vòng bi, đĩa xích đều là sản phẩm đúc, mang tính chất gia công. Năng lực sản xuất hạn chế dẫn tới kém lợi thế thương lượng, trong khi phải cạnh tranh với các nhà sản xuất lớn nên giá trị gia tăng của mảng này không cao. Giai đoạn 2014-2015 tăng giá trị xuất khẩu phụ tùng đạt 7%. Tuy nhiên, trong ngắn và trung hạn chúng tôi đánh giá ngành này khó đạt mức tăng trưởng cao trừ khi VEAM hoàn thiện được chu trình sản xuất và có giải pháp gia tăng giá trị cho các sản phẩm xuất khẩu.

**Xe du lịch, xe máy: Triển vọng tiêu thụ chậm lại đe dọa lợi nhuận của các công ty liên doanh**

Bản thân không hoạt động trực tiếp trong ngành sản xuất và phân phối xe du lịch và xe máy, tuy nhiên VEAM là doanh nghiệp đại diện vốn nhà nước tại liên doanh Toyota Việt Nam (TMV), Honda Việt Nam (HVN) và Ford Việt Nam. Quan trọng nhất, phần LN được chia từ HVN và TMV đóng góp rất lớn vào LN tài chính của VEAM, nên KQKD của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng gián tiếp từ thị trường ô tô- xe máy nội địa.

Quy mô 90 triệu dân với thu nhập đầu người tăng mạnh là động lực cho tăng trưởng tiêu thụ ô tô trong vòng 3 năm tới. Tuy nhiên, với việc tham dự Khu vực mậu dịch tự do ASEAN (AFTA), thuế nhập khẩu xe du lịch sẽ giảm dần và về mức 0% vào năm 2018, tạo điều kiện cho các nước vốn có thế mạnh về sản xuất- lắp ráp xe trong khối ASEAN như Thái Lan, thậm chí Malaysia thâm nhập vào thị trường Việt Nam. So sánh một số dòng xe du lịch phổ thông, có thể thấy giá bán xe tại Việt Nam cao hơn giá bán ở Thái Lan và Philippines từ 18% đến 36%.

**Hình 8: Thị phần các thương hiệu trên thị trường xe du lịch năm 2015**



Nguồn: BMI, RongViet Research tổng hợp

Xe lắp ráp trong nước hiện chiếm khoảng 80% lượng xe du lịch tiêu thụ tại Việt Nam. Với chi phí sản xuất cao và tỷ lệ nội địa hóa khiêm tốn, các nhà sản xuất xe du lịch nội địa đang được bảo hộ bởi chính sách thuế nhập khẩu và thuế tiêu thụ đặc biệt của Việt Nam. Cạnh tranh với xe nhập khẩu sẽ càng gay gắt hơn khi hàng rào thuế quan được dỡ bỏ. Việc giảm thuế tiêu thụ đặc biệt cho các dòng xe có dung tích nhỏ (bảng) có thể làm tăng mức độ cạnh tranh về giá của xe nhập khẩu và ảnh hưởng tiêu cực đến doanh số của các công lắp ráp xe trong nước. 6T2016, TMV đưa ra mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ cho xe lắp ráp trong nước là 8%, trong khi xe nhập khẩu tăng 24% so với cùng kỳ, phần nào cho thấy tương lai kém khả quan của ngành sản xuất-lắp ráp ô tô nội địa. Cũng cần nhắc thêm, người tiêu dùng Việt Nam có xu hướng lựa chọn ô tô, xe máy Thái Lan hơn các xe cùng loại lắp ráp trong nước, mặc dù giá xe nhập khẩu cao hơn đáng kể do các loại thuế. Gỡ bỏ thuế quan, thị trường sẽ trở nên khắc nghiệt đối với các nhà lắp ráp ô tô nội địa.

**Bảng 1: Điều chỉnh thuế TTĐB (hiệu lực từ 07/2016)**

Dòng xe	Động cơ (lít)	Thuế hiện hành	Giá niêm yết tính đến T5 (Tỷ)	Thuế mới	Ước tính giá mới (triệu đồng)
Mazda 2 Sedan	1,5	45%	609	40%	588
Mazda 3HB	1,5	45%	739	40%	713
Kia Rio	1,4	45%	488	40%	471
Toyota Vios	1,3	45%	649	40%	626
Ford Fiesta	1	45%	659	40%	636
Mercedes A200	1,6	45%	1330	45%	1.330
Mercedes C200	1,9	45%	1470	45%	1.470
Mercedes GLC 300	1,9	45%	1500	45%	1.500
Mercedes E400	3	60%	2800	90%	3.300
Mercedes S500L	3,7	60%	5000	110%	6.600
Mercedes S600 Maybach	5,5	60%	9900	130%	14.300
Toyota Vios	1,3	45%	649	40%	626
Toyota Yaris	1,3	45%	638	40%	616
Toyota Altis	1,8	45%	848	45%	848
Toyota Camry	2,5	50%	1400	50%	1.400
Toyota Innova	2	45%	867	45%	867
Toyota Fortuner	2,7	50%	1121	55%	1.158
Toyota Land Cruiser	4,6	60%	2850	110%	3.700

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Bảng 2: So sánh giá xe lắp ráp nội địa của một số quốc gia trong khu vực**

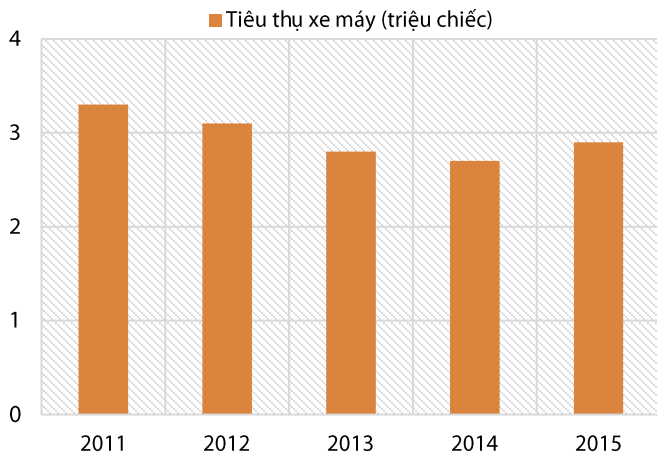
Dòng xe	Việt Nam	Philippines	so với Việt Nam	Thái Lan	so với Việt Nam
Yaris E	555	372	-33%	353	-36%
Yaris G	603	413	-32%	385	-36%
Vios E	508	357	-30%	431	-15%
Vios J	487	303	-38%	385	-21%
Vios G	560	406	-28%	459	-18%

Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp, giá xe tính theo triệu đồng chưa VAT

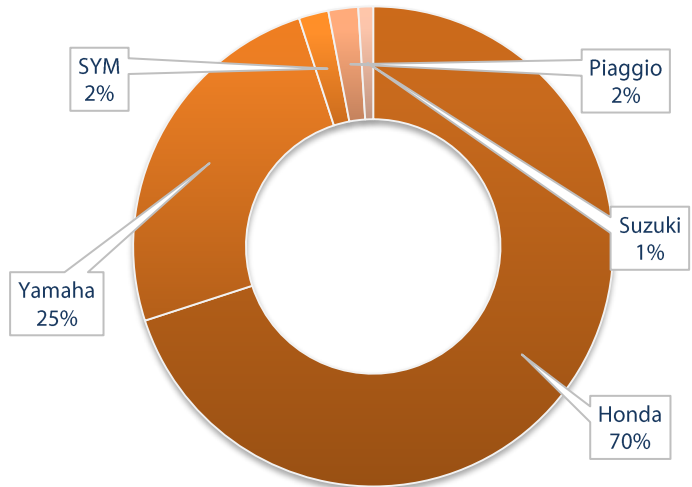
Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp

Đối với xe máy, triển vọng tiêu thụ cũng không khả quan hơn. Thu nhập bình quân đầu người thúc đẩy xu hướng chuyển dịch từ xe máy sang ô tô. VAMM ước tính tiêu thụ xe máy toàn thị trường năm 2015 đạt khoảng 2,75 triệu xe, tăng trưởng chỉ 7% so với 2014. Còn nếu so với năm 2011-2012 thì lượng tiêu thụ sụt giảm khá mạnh. Cụ thể, năm 2013 Việt Nam tiêu thụ 2,79 triệu xe, giảm khoảng 10% so với năm 2012; năm 2012 tiêu thụ 3,11 triệu xe, giảm 6,6% so với năm 2011.

**Hình 9: Tiêu thụ xe máy tại Việt Nam**



**Hình 10: Thị phần tiêu thụ xe máy tại Việt Nam năm 2015**



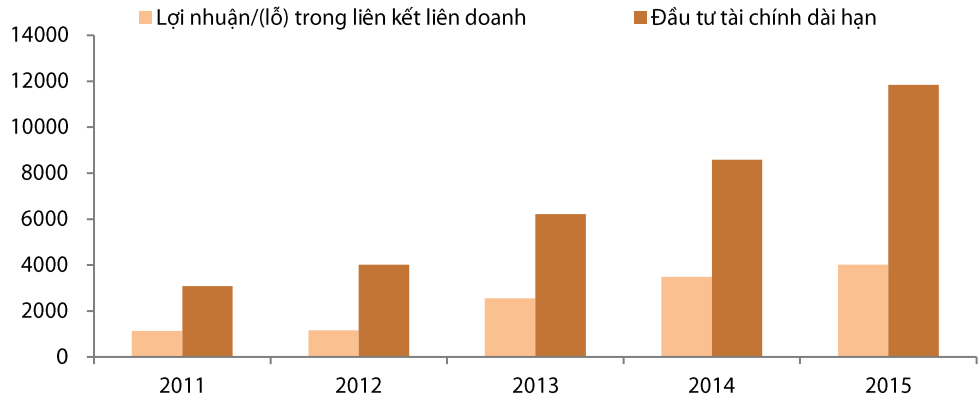
*Nguồn: RongViet Research tổng hợp*

Sản lượng tiêu thụ năm 2015 của Honda Việt Nam giảm gần 16%, đạt gần 1,8 triệu chiếc. Đà suy giảm kéo dài sang quý I/2016 khi sản lượng chỉ đạt 402.000 xe, giảm 14% so với cùng kỳ. Hai năm trước đó, Honda Việt Nam cũng liên tục giảm sản lượng. Honda đang chuyển mạnh sang xuất khẩu, hướng đến tỷ lệ nội địa hoá bình quân 95% để mở rộng sang các thị trường Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia... Từ năm 2012, Honda bắt đầu xuất khẩu xe nguyên chiếc, đến nay giá trị đã đạt khoảng 320 triệu USD. Sản lượng xe xuất khẩu nguyên chiếc của năm tài chính 2015 đạt 91.000 xe (245 triệu USD, tăng 179% so với cùng kỳ). Năm 2016, dự báo kim ngạch xuất khẩu của hãng này khoảng 345 triệu USD, tăng 41% so với cùng kỳ.

4 tháng đầu năm 2016, sản lượng tiêu thụ xe ô tô của HVN và TMV tăng cùng kỳ lần lượt 14% và 12%, thấp hơn tăng trưởng trung bình năm 2015 (24% cho cả hai hãng xe), cho thấy sự “nguội” dần trong tiêu thụ xe hơi của các nhà sản xuất nội địa. Mảng kinh doanh xe máy của Honda Việt Nam thậm chí còn đối mặt với bão hoà của thị trường và cạnh tranh gay gắt với các hãng xe lớn khác.

Nói tóm lại, nhờ nhận diện thương hiệu tốt, hệ thống phân phối lớn và vị thế đầu ngành, HVN và TMV vẫn có thể duy trì sản lượng tiêu thụ và tăng trưởng doanh số ở mức cao trong giai đoạn 2016-2017. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của cả hai liên doanh này sẽ giảm mạnh từ năm 2018 khi các hàng rào thuế quan bị dỡ bỏ. Điều này sẽ ảnh hưởng đến bức tranh lợi nhuận về dài hạn của VEAM.

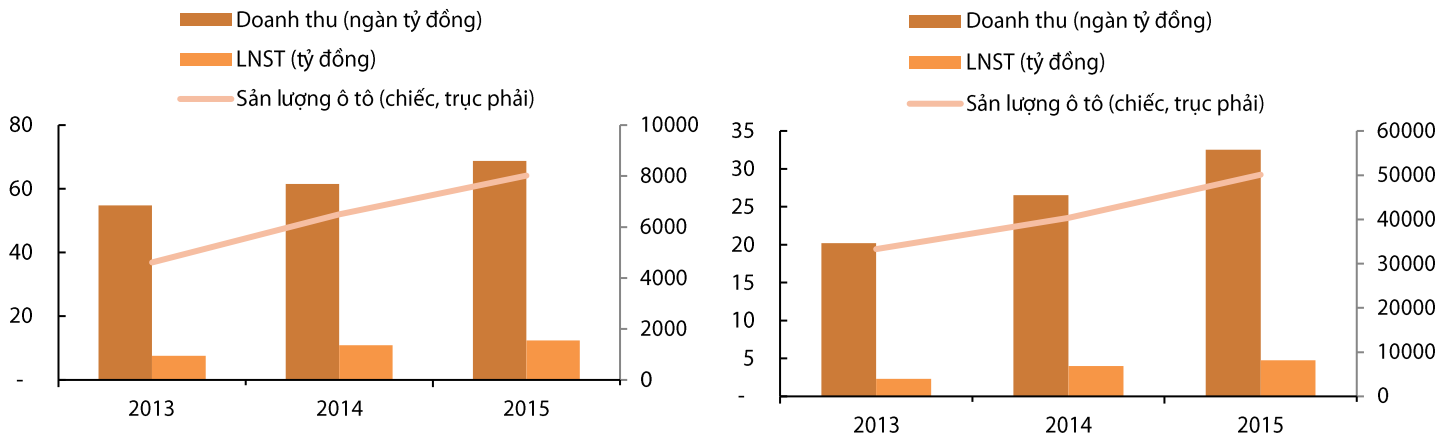
**Hình 11: LN trong LK, LD và giá trị các khoản đầu tư tài chính của VEAM**



Nguồn: RongViet Research ước tính và tổng hợp

Từ nay đến năm 2018 là khoản thời gian chuẩn bị tương đối dài để VEAM đẩy mạnh tái cấu trúc. Việc cải thiện biên LNG và lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh sẽ giúp giảm bớt tác động từ sự sụt giảm trong lợi nhuận LDLK.

**Hình 12,13: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ô tô, DT và LNST của Toyota Việt Nam (hình trái) và Honda Việt Nam (hình phải)**

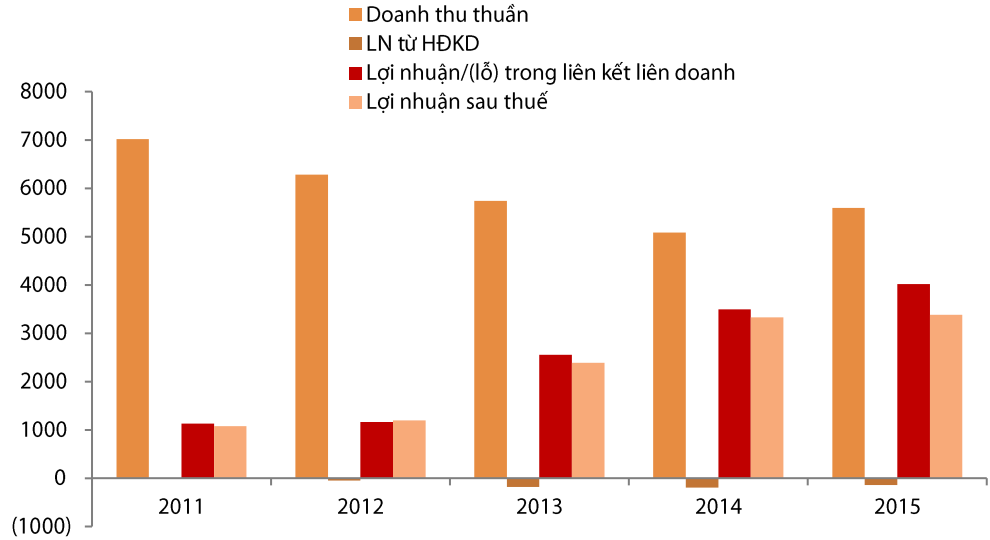


Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp

**Cổ phần hóa là chất xúc tác cho tiến trình tái cơ cấu**

Trong vòng 4 năm trở lại đây, VEAM đều ghi nhận lỗ từ hoạt động kinh doanh. Hầu hết các công ty con cũng ghi nhận lỗ sau thuế hoặc mức biên lợi nhuận thấp. Biên lợi nhuận gộp hợp nhất cũng chỉ trên dưới 7,5%, mức khá thấp so với một doanh nghiệp sản xuất. LNST từ năm 2011 đến nay hoàn toàn được bù đắp bởi lợi nhuận trong các công ty LDLK, cụ thể là TMV và HDV.

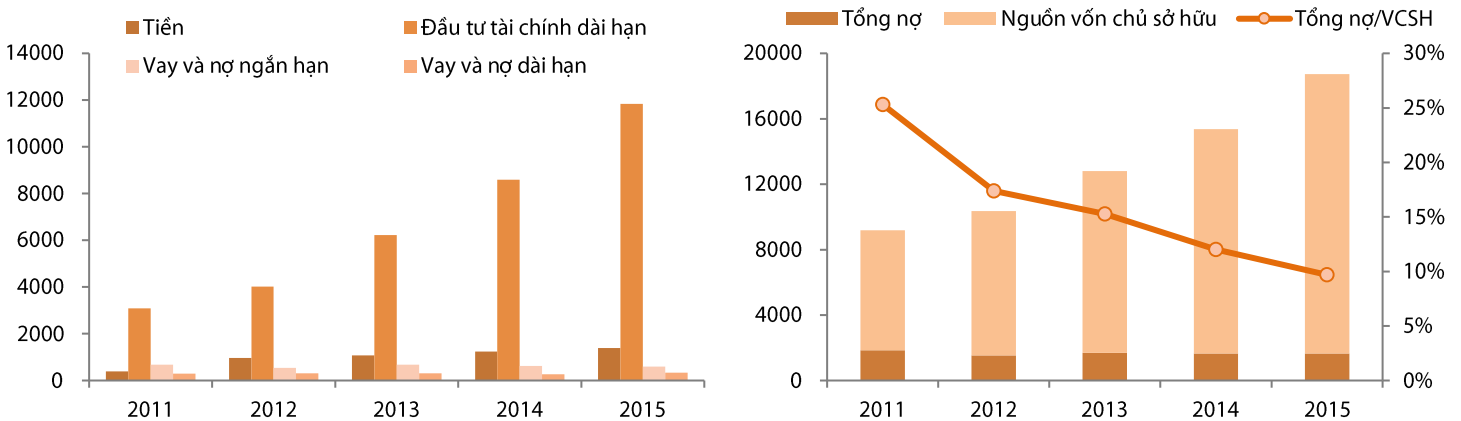
**Hình 9: KQKD của VEAM, 2011-2015 (tỷ đồng)**



Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp

Dù hoạt động kinh doanh cốt lõi chưa hiệu quả, tình hình tài chính của VEAM được đánh giá là khá khoẻ mạnh với ít nợ vay và lượng tiền mặt dồi dào. VEAM là điển hình của DN nhà nước hoạt động không hiệu quả và cần sự tham gia của nhà đầu tư chiến lược có năng lực để tăng hiệu quả sử dụng vốn, cũng như khai thác những lợi thế và tiềm năng và lợi thế của DN 51% vốn nhà nước.

**Hình 10,11: Một số chỉ tiêu tài chính (tỷ đồng)**



Nguồn: VEAM, RongViet Research ước tính và tổng hợp

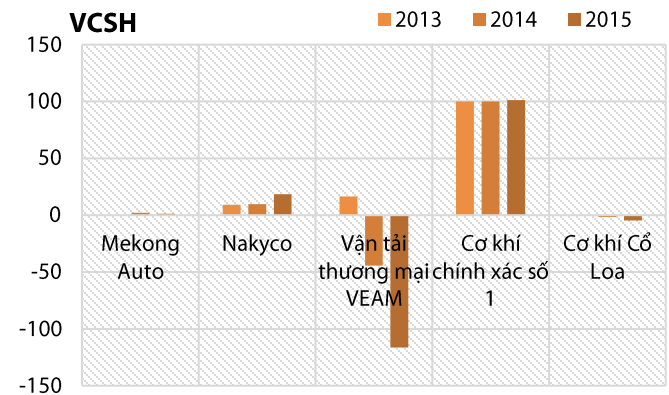
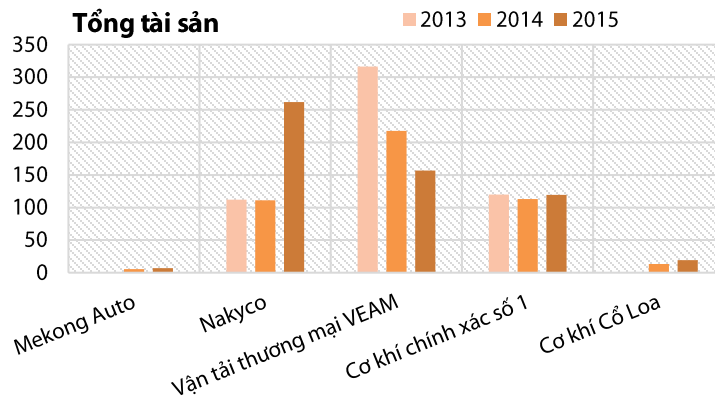
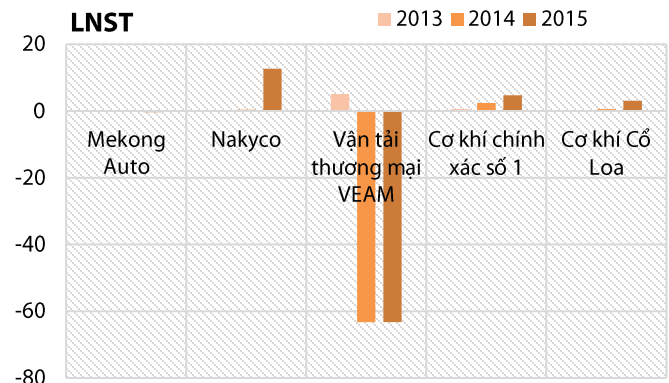
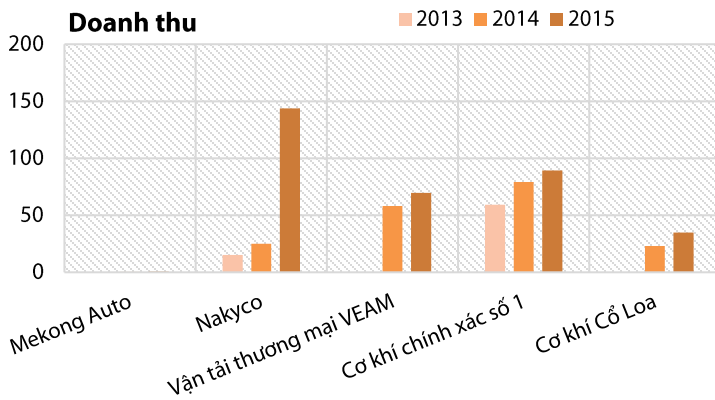
**Kế hoạch thoái vốn ở các công ty con khó lòng giúp cải thiện đáng kể lợi nhuận ròng**

**Bảng 2: Các công ty nằm trong dự định thoái vốn**

Công ty	VĐL (tỷ đồng)	Sở hữu trước thoái vốn (%)	Sở hữu sau thoái vốn (%)
Mekong Auto	446,6	18	0
Cơ khí An Giang	32,9	47,4	36
Nakyco	8,2	49	36
Vận tải thương mại VEAM	12,5	51	36
Cơ khí chính xác số 1	8,0	51	36
Cơ khí Cổ Loa	6,0	53,6	36
VEAM Korea	24,3	89	0

Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp

**Hình 12,13,14,15: DT, LNST, TTS, VCSH của các công ty trong kế hoạch thoái vốn**



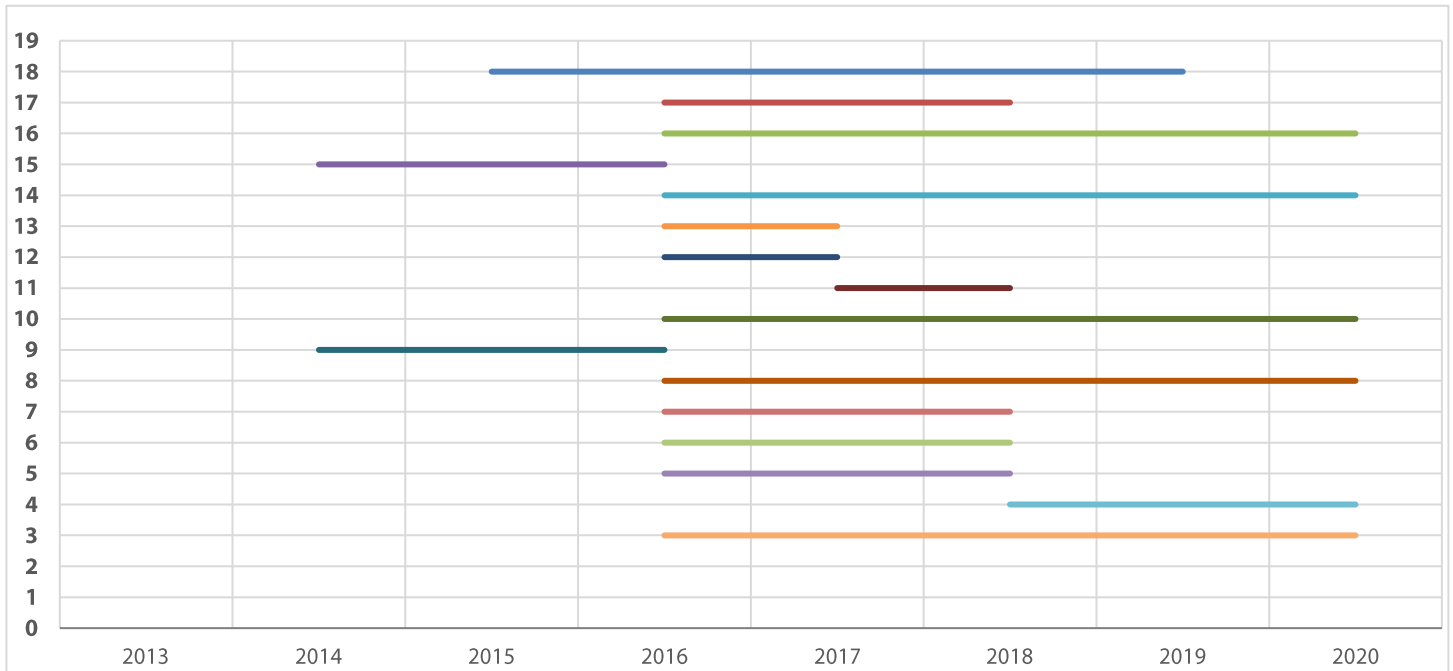
Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp  
Không có thông tin về VEAM Korea và Cơ khí An Giang

Tạm tính VCSH của Cơ khí An Giang và LD VEAM Korea bằng VĐL, dự kiến VEAM sẽ thu về khoảng 43,2 tỷ đồng khi hoàn thành thoái vốn tại 7 công ty kể trên, trong đó xóa bỏ khoản đầu tư vào Vận tải thương mại VEAM (VEAMTRANCO) và Cơ khí Cổ Loa (do âm VCSH). Đồng thời, theo kế hoạch, VEAM sẽ thoái 100% vốn tại NAKYCO- một công ty liên kết có cải thiện LNST trong năm 2015 và chỉ thoái một phần vốn tại VEAMTRANCO- công ty con đang lỗ lũy kế và âm VCSH 116 tỷ đồng năm 2015. Nhìn chung, khoản thu dự kiến từ thoái vốn là rất nhỏ so với quy mô tài sản của công ty mẹ trong khi không thay đổi đáng kể DT và LNST hợp nhất.

**Lộ trình đầu tư để gia tăng năng lực sản xuất chưa được định hướng phù hợp**
**Bảng 3: Các dự án và thời gian đầu tư**

STT trên timeline	Tên dự án	Chủ đầu tư	Năng lực thiết kế	Vốn đầu tư (tỷ đồng)
<b>I Dự án thuộc Tổng công ty trực tiếp đầu tư</b>				<b>2.983</b>
18	Dự án sản xuất máy kéo 4 bánh hạng trung	Tổng công ty VEAM	10.000 máy kéo 4 bánh/năm	1.495
17	Chương trình sản xuất cabin xe tải nhẹ ô tô VEAM	Nhà máy ô tô VEAM	Bổ sung khuôn dập	80
16	Dự án nâng cao năng lực sản xuất của Nhà máy ô tô VEAM	Nhà máy ô tô VEAM	Nâng cao năng lực sản xuất	500
15	Dự án đầu tư Dây chuyền đúc khuôn tươi tự động	Nhà máy Đúc VEAM	8.600 tấn/năm	237
14	Dự án đầu tư sản xuất máy nông nghiệp	Tổng công ty VEAM	10.000 máy/năm mỗi loại	500
13	Dự án đầu tư bổ sung đáp ứng yêu cầu thiết kế, chế thử sản phẩm và đào tạo cho phòng R&D của Tổng công ty VEAM.	Tổng công ty VEAM	Đầu tư bổ sung, nâng cao năng lực	59
12	Dự án sửa chữa, cải tạo, bổ sung năng lực khai thác khách sạn VEAM - Cửa Lò	Chi nhánh VEAM - Nghệ An	Sửa chữa, cải tạo khách sạn	35
11	Chương trình đầu tư nâng cao chất lượng sản phẩm sau đúc.	Nhà máy Đúc	Đầu tư bổ sung, nâng cao năng lực	45
10	Dự án đầu tư nâng cao năng lực sản xuất cho Nhà máy Đúc (bao gồm phần mềm giả lập đúc, Magma 5.3)	Nhà máy Đúc	bổ sung thiết bị, phần mềm	32
<b>II Dự án đầu tư tại Công ty TNHH MTV Động cơ và máy nông nghiệp Miền Nam</b>				<b>298,13</b>
9	Dự án đầu tư chiều sâu nâng cao năng lực sản xuất động cơ diesel và máy kéo cỡ nhỏ	Công ty SVEAM	60.000 động cơ diesel và 10.000 MK 2 bánh/năm	126
8	Dự án đầu tư nâng cao năng lực Công ty SVEAM	Công ty SVEAM	nâng cao năng lực	172
<b>III Dự án đầu tư tại Công ty TNHH MTV Diesel Sông Công</b>				<b>654,91</b>
7	Dự án đầu tư mới xưởng đúc	Công ty DISOCO	6.000 tấn sản phẩm đúc/năm	150
6	Dự án đầu tư dây chuyền dập nóng chi tiết ô tô	Công ty DISOCO	Bổ sung thiết bị	84
5	Dự án nâng cao năng lực chế tạo phôi rèn	Công ty DISOCO	Bổ sung thiết bị	78
4	Dự án đầu tư xưởng gia công cơ khí, nhiệt luyện	Công ty DISOCO	Gia công một số chi tiết chính của động cơ 35- 150 HP, sản lượng 15.000 động cơ/năm	227
3	Dự án sửa chữa, cải tạo nâng cấp thiết bị và nhà xưởng	Công ty DISOCO	Sửa chữa, cải tạo, bổ sung thiết bị	116
<b>IV Dự án đầu tư tại Công ty TNHH MTV Máy kéo và Máy nông nghiệp</b>				<b>437</b>
2	Dự án di chuyển và xây mới nhà máy sản xuất máy kéo 2&4 bánh của công ty máy kéo và máy nông nghiệp	Công ty TNHH MTV Máy kéo và Máy nông nghiệp	20.000 máy kéo 2 bánh và 2.000 MK 4 bánh/năm	437
<b>V Dự án đầu tư tại Công ty TNHH MTV Cơ khí Trần Hưng Đạo</b>				<b>507</b>
1	Dự án di chuyển và xây mới Công ty Cơ khí Trần Hưng Đạo	Công ty TNHH MTV Cơ khí Trần Hưng Đạo	50.000 động cơ/năm	507
<b>Tổng cộng</b>				<b>4.880</b>

**Hình 16: Tiến độ dự kiến của các dự án đầu tư (STT dự án theo Bảng 3)**



Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp

Theo kế hoạch trên, mảng máy nông nghiệp chiếm 50% đến giá trị đầu tư. Với lộ trình đầu tư kéo dài, mảng này sẽ khó tạo ra sự nhảy vọt về KQKD trong ngắn hạn. Trong khi đó, đầu tư vào mảng lắp ráp ô tô chủ yếu phục vụ mục tiêu giá tăng doanh số thay vì phát triển theo chiều dọc, tức sản xuất linh kiện, phụ tùng cho xe. Theo định hướng này, các năm tới VEAM vẫn lchi lắp ráp và sản xuất vỏ cabin xe tải. Chúng tôi đánh giá tuy sản lượng bán có thể tăng nhờ tăng trưởng tiêu thụ toàn ngành, nhưng lợi thế cạnh tranh không rõ ràng khiến VEAM khó cải thiện biên LN của mảng kinh doanh quan trọng này. Chúng tôi ước tính chi phí đầu tư năm 2016 vào khoảng 576 tỷ đồng, năm 2017 khoảng 536 tỷ đồng.

**Việc phát hành cho NĐT chiến lược có vai trò quyết định đối với sự thành công của kế hoạch cổ phần hóa**

**Bảng 4: Số lượng CP trước và sau phát hành**

Cổ đông	Trước IPO	Sau IPO	%
Cổ đông Nhà nước	677.688.000	677.688.000	51,00
CBCNV	0	5.669.100	0,43
NĐT chiến lược	0	478.368.000	36,00
Cổ đông đại chúng	0	167.074.900	12,57
<b>Tổng cộng</b>	<b>677.688.000</b>	<b>1.328.800.000</b>	<b>100,00</b>

Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp

Cho tới hiện tại, TNHH Motor N.A (Vinamco), một NĐT đủ điều kiện đã đăng ký mua toàn bộ lượng CP phát hành cho NĐT chiến lược. Vinamco có vốn điều lệ 2.000 tỷ đồng, hoạt động trong

lĩnh vực bán lẻ ô tô, xe máy, phân phối linh kiện và phụ tùng. DN này cũng sở hữu Vinamotor, DN hoạt động trong mảng lắp ráp- phân phối xe khách và xe buýt.

Như vậy, Vinamco được kỳ vọng sẽ hỗ trợ VEAM về công nghệ lắp ráp và mạng lưới phân phối xe thương mại, cũng như hỗ trợ tiêu thụ phụ tùng ô tô, xe máy. Mặc dù sản phẩm phân phối khác nhau (VEAM phân phối xe tải, Vinamco phân phối xe con và xe khách, xe buýt), kinh nghiệm quản lý, bán hàng và hệ thống phân phối của nhóm Vinamco được kỳ vọng sẽ cải thiện mảng đóng góp chủ lực vào doanh thu của VEAM.

Ngược lại, RongViet Research cũng cho rằng Vinamco sẽ khai thác những lợi thế sẵn có của VEAM trong hệ thống phân phối xe thương mại cũng như việc gián tiếp sở hữu cổ phần trong các liên doanh sản xuất ô tô, xe máy. Là DN nhà nước, VEAM có lợi thế về hệ thống phân phối và một số mặt bằng thương mại mà Vinamco có thể tận dụng để phát triển kinh doanh. Bên cạnh đó, việc gián tiếp sở hữu liên doanh TMV và HVN có khả năng giúp Vinamco- DN phân phối xe du lịch tiếp cận nhà sản xuất, một hình thức liên kết dọc chuỗi cung ứng sản phẩm.

Về việc xử lý phân tiền thu về cổ phần hóa, giả định VEAM phát hành thành công toàn bộ 478.368.000 triệu CP cho NĐT chiến lược với giá thành công bằng giá khởi điểm 10.050 đồng/CP và phát hành thành công 149.493.500 CP cho cổ đông đại chúng với mức giá 14.291 đồng/CP, DN sẽ thu về tổng cộng hơn 6.993 tỷ đồng, dự kiến được sử dụng vào ba mục đích.

- ✓ 6.335 tỷ là giá trị phát hành tương ứng mệnh giá được VEAM sử dụng để đầu tư máy móc, bổ sung vốn lưu động phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty.
- ✓ Khoảng 7 tỷ đồng được sử dụng vào mục đích giải quyết lao động dôi dư và chi phí cổ phần hoá.
- ✓ Còn lại 651 tỷ đồng sẽ được chuyển vào Quỹ hỗ trợ sắp xếp doanh nghiệp. Bởi VEAM là công ty có 51% vốn thuộc nhà nước, DN sẽ chỉ được giữ lại phần thu được tương ứng với mệnh giá.

Như vậy, VEAM chỉ được sử dụng tối đa 6.335 tỷ đồng vào hoạt động của DN, phần thặng dư hầu hết sẽ do Nhà nước nắm giữ và quản lý. Dựa trên kế hoạch đầu tư của VEAM (Bảng xx), RongViet Research đánh giá phần được DN giữ lại hiện đã đủ để tài trợ cho toàn bộ chi phí đầu tư trong giai đoạn 2016-2020. Với ước tính CapEx 2015 ở mức 730 tỷ đồng, 500 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2016-2018, VEAM sẽ không gặp khó khăn về tài chính.

### Quan điểm và định giá

VEAM là doanh nghiệp hàng đầu của Việt Nam trong lĩnh vực cơ khí và chế tạo máy. Khoản đầu tư vào các liên doanh sản xuất ô tô với nước ngoài như Honda Việt Nam (HVN) và Toyota Việt Nam (TMV) đem lại nguồn lợi nhuận tài chính và dòng tiền lớn và ổn định hằng năm, đặc biệt là trong giai đoạn nhu cầu về ô tô du lịch trong nước đang tăng trưởng mạnh mẽ.

Hoạt động cốt lõi của VEAM, bao gồm máy nông nghiệp, phụ tùng ô tô, xe máy và lắp ráp-phân phối xe thương mại hiện vẫn chưa đạt hiệu quả do năng lực sản xuất chủ yếu vẫn dừng ở khâu gia công với tỷ lệ nội địa hóa thấp cộng với chi phí Quản lý, bán hàng cao. Tuy nhiên, đây đều là những lĩnh vực được Nhà nước khuyến khích phát triển và có tiềm năng về dài hạn, đặc biệt là khi tiến trình tái cơ cấu được đẩy nhanh dưới sự tham gia của các nhà đầu tư chiến lược.

Chúng tôi ước tính, VEAM có thể duy trì tăng trưởng LNST tích cực trong giai đoạn 2016-2017. Từ năm 2018 do cạnh tranh ngày càng tăng với xe nhập khẩu khi thuế nhập khẩu một số loại ô tô về 0% theo cam kết trong ATIGA, sản lượng tiêu thụ và kéo theo là lợi nhuận HVN và TMV có thể bị ảnh hưởng. Dù vậy, VEAM vẫn có thể duy trì mức LNST ổn định từ 3.200-3.500 tỷ đồng/năm nhờ việc cải thiện biên LNG ở các mảng kinh doanh cốt lõi. Bên cạnh đó, với dòng tiền hằng năm từ các công ty liên doanh, VEAM vẫn có khả năng duy trì tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt ở mức cao. Năm 2016 mức cổ tức dự kiến là 1.800đ/CP, tương ứng với tỷ suất cổ tức khoảng 12,6% tại giá thành công (14.291 đồng/CP).

**Bảng 5: Kế hoạch cổ tức 2016-2020**

Năm	2016	2017	2018	2019
Cổ tức (đồng/cp)	1.800	1.600	1.200	1.300

*Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp*

Bởi vai trò của sở hữu vốn tại các công ty LDLK trong ghi nhận KQKD của VEAM, chúng tôi sử dụng phương pháp tổng giá trị thành phần dựa trên hai “khối” tài sản của doanh nghiệp: tài sản sử dụng trong hoạt động kinh doanh cốt lõi (1) và phần tài sản đầu tư vào công ty LDLK (2).

Đối với (1), chúng tôi sử dụng phương pháp giá trị doanh nghiệp với mức EV/EBITDA thận trọng 5x với lý do hoạt động cốt lõi đang gây lỗ từ HĐKD. Các mảng kinh doanh chính sẽ cần nhiều thời gian để đóng góp tích cực vào LN của VEAM, vì vậy được chiết khấu ở mức cao.

(triệu đồng)	2015	EV/EBITDA	EV (triệu đồng)	Giá trị tài sản/CP (đồng)
<b>EBITDA</b>	65.738	13	854.594	1.414
<b>Tổng nợ vay</b>	742.818	12	788.856	1.364
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	206.108	11	723.118	1.315
- Tiền và tương đương tiền	1.972.892	10	657.380	1.265
- Đầu tư vào LDLK	8.780.104	9	591.642	1.216
- Honda VN	7.098.423	8	525.904	1.166
- Toyota VN	1.160.888	7	460.166	1.117
- LDLK khác	520.793	6	394.428	1.067
<b>SLCP</b>	1.328.800.000	<b>5</b>	<b>328.690</b>	<b>1.018</b>

Đối với (2), chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/B để xác định giá trị thị trường của phần sở hữu tại Toyota Việt Nam (TMV) và Honda Việt Nam (HVN) của VEAM. Chúng tôi nhận thấy các DN niêm yết có mức ROE tương đương với TMV và HVN đều đang giao dịch ở mức P/B khá cao (phụ lục 1), trong đó hầu hết là các công ty dịch vụ với phần lớn tài sản nằm ở vốn lưu động và các tài sản ngắn hạn có tính thanh khoản cao. Do đặc thù ngành lắp ráp ô tô đòi hỏi đầu tư vốn

vào tài sản cố định (máy móc, thiết bị, nhà xưởng), chúng tôi cho rằng mức P/B phù hợp với TMV và HVN là vào khoảng 2,5x.

P/B	Giá trị đầu tư đánh giá lại	Giá trị đầu tư đánh giá lại/CP
5,0	43.900.519	33.038
4,0	35.120.415	26.430
3,5	30.730.364	23.126
3,0	26.340.312	19.823
<b>2,5</b>	<b>21.950.260</b>	<b>16.519</b>
2,0	17.560.208	13.215
1,8	15.804.187	11.894
1,7	14.926.177	11.233
1,6	14.048.166	10.572
1,5	13.170.156	9.911

Kinh doanh cốt lõi	1.018
Đầu tư LDLK	16.519
<b>Tổng giá trị các thành phần</b>	<b>17.500</b>

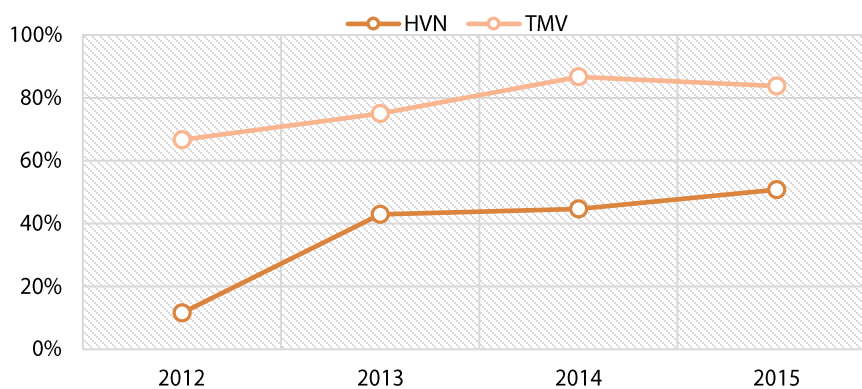
Sử dụng phương pháp tổng giá trị các thành phần (SOTP), chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với VEAM vào khoảng **17.500 đồng/CP**, cao hơn **22%** so với mức giá chào bán thành công là 14.291 đồng/cp. Tuy VEAM có nhiều lợi thế, chúng tôi nhấn mạnh rằng Công ty sẽ cần thời gian tương đối dài để tái cấu trúc và giảm dần sự phụ thuộc vào các liên doanh nước ngoài. Do đó, VEAM sẽ phù hợp với nhà đầu tư chiến lược có khả năng tham gia vào quá trình tái cơ cấu và hiện thực hóa các giá trị cộng hưởng hơn là nhà đầu tư tài chính đơn thuần.

**Phụ lục 1: P/B của một số DNNY có ROE (4 quý tính đến Q2/2016) cao hơn hoặc bằng 50%**

	ROE	P/B
HTL	55%	4,1
MAS	86%	7,1
MWG	55%	6,9
NCT	68%	6,6
NKG	51%	1,9
NNC	53%	3,6
SLS	59%	2,7
VCS	51%	5,2
<b>P/B trung bình</b>		<b>4.8</b>

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Phụ lục 2: ROE của HVN và TMV**



Nguồn: VEAM, RongViet Research tổng hợp

*Đvt: tỷ đồng*

<b>KQ HĐKD</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Doanh thu thuần	5.086,4	6.102,8	6.591,8	7.054,3
Giá vốn	4.660,4	5.474,2	5.912,8	6.327,7
Lãi gộp	<b>426,0</b>	<b>628,6</b>	<b>679,0</b>	<b>726,6</b>
Chi phí bán hàng	188,5	225,8	243,9	261,0
Chi phí quản lý	435,5	610,3	555,8	634,7
Thu nhập từ HĐTC	16,4	61,2	54,3	74,2
Chi phí tài chính	44,1	141,2	39,5	43,7
Lợi nhuận khác	77,3	40,3	58,5	69,9
Lợi nhuận trước thuế	<b>3.343,9</b>	<b>4.327,7</b>	<b>4.984,9</b>	<b>4.712,0</b>
Thuế TNDN	18,8	-32,0	8,5	4,9
Lợi ích cổ đông thiểu số	-4,6	0,0	83,6	90,0
Lợi nhuận sau thuế	<b>3.329,7</b>	<b>4.359,7</b>	<b>4.892,8</b>	<b>4.617,1</b>
EBIT	-113,4	-211,8	-16,1	-34,1
EBITDA	65,7	43,8	235,1	254,4

*Đvt: %*

<b>TĂNG TRƯỞNG</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Doanh thu	-11,4	20,0	8,0	7,0
Lợi nhuận HĐKD	7,5	4,8	-41,8	40,1
EBITDA	-52,3	-33,4	437,1	8,2
EBIT	60,2	86,7	-92,4	112,0
Lợi nhuận sau thuế	39,5	30,9	12,2	-5,6
Tổng tài sản	19,6	9,3	61,0	9,8

**Khả năng sinh lợi**

LN gộp / Doanh thu	8,4	10,3	10,3	10,3
LN HĐKD / Doanh thu	-3,9	-3,4	-1,8	-2,4
EBITDA/ Doanh thu	1,3	0,7	3,6	3,6
EBIT/ Doanh thu	-2,2	-3,5	-0,2	-0,5
LNST/ Doanh thu	65,5	71,4	74,2	65,5
ROA	23,2	26,7	22,0	16,0
ROIC or RONA	-0,9	-1,4	-0,1	-0,1
ROE	26,8	30,3	24,1	17,2

*Đvt: tỷ đồng*

<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>4.541</b>	<b>5.314</b>	<b>11.389</b>	<b>9.954</b>
Các khoản phải thu	1.304	1.428	1.554	1.727
Tồn kho	1.802	1.801	1.949	2.119
Tài sản ngắn hạn khác	1.434	2.086	7.886	6.108
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>11.076</b>	<b>11.758</b>	<b>16.093</b>	<b>20.211</b>
Tài sản cố định hữu hình	1.859	2.269	2.415	2.575
Tài sản dài hạn khác	9.217	9.489	13.679	17.636
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>15.616</b>	<b>17.072</b>	<b>27.482</b>	<b>30.165</b>
Nợ ngắn hạn	1.368	1.534	1.419	1.567
Nợ dài hạn	280	287	333	330
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.648</b>	<b>1.821</b>	<b>1.751</b>	<b>1.897</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.666</b>	<b>15.004</b>	<b>23.821</b>	<b>26.312</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>15.616</b>	<b>17.072</b>	<b>27.482</b>	<b>30.165</b>

<b>HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG (x)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Vòng quay khoản phải thu	3,7	4,5	4,4	4,3
Vòng quay hàng tồn kho	2,8	3,0	3,2	3,1
Vòng quay khoản phải trả	6,4	6,2	6,2	6,7

<b>Khả năng thanh toán (x)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Hiện hành	3,3	3,5	8,0	6,4
Nhanh	2,0	2,3	6,7	5,0

### BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo					
Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

### GỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

### Hệ thống mạng lưới

#### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986 Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

#### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin – TP.Nha Trang

#### Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

### TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**