

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG – HSX)

MỨC GIÁ HẤP DẪN CHO CỔ PHIẾU ĐẦU NGÀNH

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY15	Q2-FY15	+/- qoq	Q3-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	6.845,2	7.647,8	-10%	5.746,9	19%
Lợi nhuận sau thuế	1.032,2	1.239,1	-17%	856,9	20%
EBIT	1.226,3	1.459,6	-16%	1.103,5	11%
Tỷ suất EBIT	17,9%	19,1%	-117bps	19,2%	-129bps

Nguồn: HPG và RongViet Securities tổng hợp

- **Hoạt động kinh doanh cốt lõi là thép xây dựng tăng trưởng ổn định và bền vững**
- **Là tập đoàn đa ngành - hiệu quả của HPG không chỉ thể hiện ở mỗi mảng kinh doanh cốt lõi**
- **Tương lai của HPG phụ thuộc vào mảng chăn nuôi?**
- **Đánh giá rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu HPG**

Quan điểm và định giá:

Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HPG-HSX) với vị thế của doanh nghiệp dẫn đầu thị phần ngành thép xây dựng nội địa đã thể hiện được không chỉ khả năng tăng trưởng đáng kể của mảng thép trọng điểm mà còn cho thấy năng lực phát triển đồng đều ở các mảng còn lại như nội thất, điện lạnh và bất động sản. Trong năm tới, nhờ sự mở rộng của KLH thép tại Hải Dương, chúng tôi kỳ vọng HPG duy trì được thị phần và mức biên gộp khả quan. Doanh thu và lợi nhuận năm 2016 ước tính đạt 34.375 và 4.835 tỷ đồng, tương đương EPS 6.597 đồng. Với việc tham gia vào lĩnh vực hoàn toàn mới, lãnh đạo HPG thể hiện tầm nhìn chiến lược phù hợp với tình hình vĩ mô của nền kinh tế. Đồng thời đang cho thấy những bước đi bài bản, có tính toán khi không ồ ạt mà từng bước một thăm dò, thử nghiệm thị trường và không làm ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh hiện tại.

Ngoài ra, chúng tôi đánh giá cao mặt quản trị tài chính của HPG vì dù liên tục đầu tư nhưng không huy động thêm tiền từ cổ đông. Với năng lực tài chính mạnh, HPG có thể nghiên cứu và đầu tư lĩnh vực mới bằng tiền của chính doanh nghiệp. Bên cạnh đó, HPG duy trì tỷ lệ trả cổ tức khá đều đặn bằng cả cổ phiếu và tiền mặt trong nhiều năm. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh P/E, P/B, RongViet Research định giá cổ phiếu HPG ở mức **39.700** đồng/CP, cao hơn giá hiện tại **55,7%** và đưa ra khuyến nghị **MUA** trong **DÀI HẠN**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	Lũy kế đến HT	FY2015E	FY2016
Doanh thu thuần	18.934,3	25.525,3	20.330,9	27.047,9	34.375,4
% tăng trưởng	12,5%	34,8%	8,3%	6,0%	27,1%
LNST (Cty mẹ)	1.954,2	3.144,3	2.920,2	3.888,5	4.834,9
% tăng trưởng	96,6%	60,9%	9,3%	23,7%	24,3%
Tỷ suất LNST (%)	10,3%	12,3%	14,4%	14,4%	14,1%
ROA (%)	9,3%	13,9%		16,3%	17,6%
ROE (%)	22,2%	29,5%		28,9%	28,9%
EPS (VND)	4.663	6.435		5.305	6.597
EPS đ/chỉnh (VND)	4.559	6.311		5.305	6.597
Giá trị sổ sách (VND)	22.671	24.478		20.581	25.020
Cổ tức tiền mặt (VND)					
P/E đ/chỉnh (x)	4,5	6,4		4,8	3,9
P/BV (x)	0,9	1,7		1,2	1,0

Nguồn: BCTC HPG, RongViet Securities tổng hợp, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 15/1/2016

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

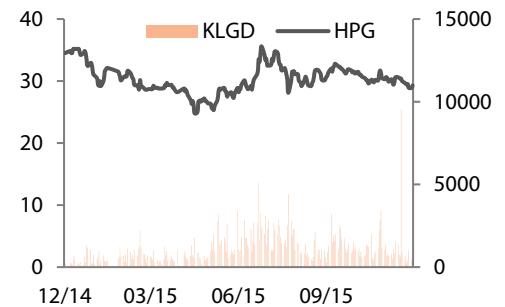
MUA

Giá thị trường (VND)	25.500
Giá mục tiêu (VND)	39.700

Thời gian đầu tư **DÀI HẠN**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vật liệu cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	22281
SLCPDLH	732.918
Beta	1.15
Free Float (%)	50.7
Giá cao nhất 52 tuần	35600
Giá thấp nhất 52 tuần	24800
KLGD bình quân 20 phiên	1176271



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
HPG	-6	-16	147
Vật liệu cơ bản	3	33	N/A
VN30 Index	2	-2	19
VN-Index	3	6	36

Cổ đông lớn (%)

Trần Đình Long	25,15
Dragon Capital	7,65
Vũ Thị Hiền	7,29
Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd	5,32
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	9,44

Nguyễn Hà Trinh

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1331

trinh.nh@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3-FY15 và Lũy kế đến HT

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY15	Q2-FY15	+/- (qoq)	Q3-FY14	+/- (yoy)	Lũy kế đến HT	+/- (yoy)
Doanh thu	6.845,2	7.647,8	-10,5%	5.746,9	19,1%	20.330,9	8,3%
Lợi nhuận gộp	1.560,5	1.699,4	-8,2%	1.329,8	17,3%	4.275,9	3,0%
Chi phí bán hàng và quản lý	241,1	197,4	22,2%	216,8	11,2%	649,8	-0,5%
Thu nhập HĐKD	1.149,7	1.431,8	-19,7%	1.068,6	7,6%	3.350,9	4,1%
EBITDA	1.522,6	1.761,1	-13,5%	1.382,6	10,1%	4.365,2	30,3%
EBIT	1.226,3	1.459,6	-16,0%	1.103,5	11,1%	3.482,2	37,8%
Chi phí tài chính	232,0	122,7	89,0%	100,1	131,8%	463,3	13,9%
- Chi phí lãi vay	65,7	51,9	26,6%	78,9	-16,8%	175,3	-37,6%
Khấu hao	-296,3	-301,5	-1,7%	-279,0	6,2%	-883,0	7,4%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)	10,9	-24,0	-145,4%	-43,9	-124,8%		
Lợi nhuận trước thuế	1.160,6	1.407,7	-17,6%	1.024,7	13,3%	3.306,8	3,9%
Lợi nhuận sau thuế	1.032,2	1.239,1	-16,7%	856,9	20,5%	2.920,2	9,3%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	1.022,5	1.260,5	-18,9%	894,6	14,3%	2.920,2	

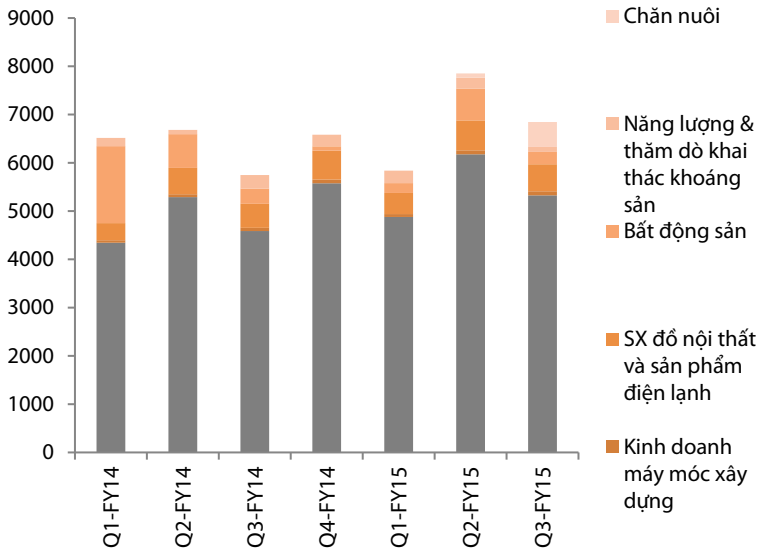
Nguồn: HPG, RongViet Securities

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3-FY15

Chỉ tiêu	Q3-FY15	Q2-FY15	+/- (qoq)	Q3-FY14	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	22,8%	22,2%	58bps	23,1%	-34bps
EBITDA/Doanh thu	22,2%	23,0%	-78bps	24,1%	-181bps
EBIT /Doanh thu	17,9%	19,1%	-117bps	19,2%	-129bps
TS lợi nhuận ròng	15,1%	16,2%	-112bps	14,9%	17bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	14,9%	16,5%	-154bps	15,6%	-63bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	3,3	3,6	-0,3	2,5	0,8
-Khoản phải thu	16,3	19,0	-2,7	15,1	1,2
-Khoản phải trả	9,0	9,4	-0,5	0,0	9,0
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,7	0,7	0,0	0,8	-0,1

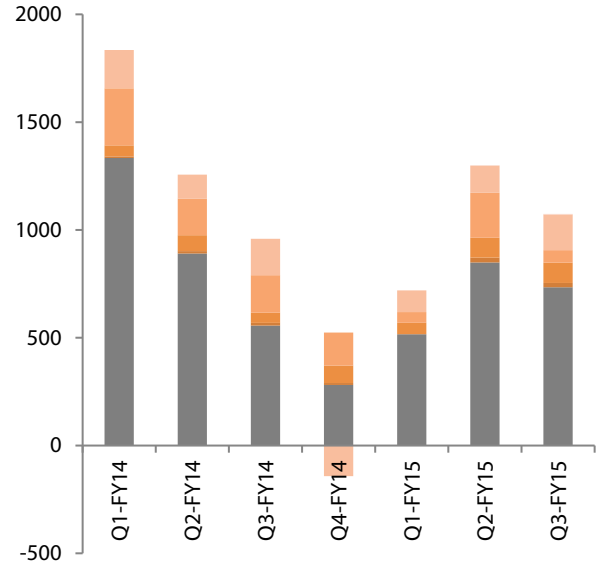
Nguồn: HPG(*) thường niên hóa

Hình 01: Cơ cấu doanh thu các mảng kinh doanh của HPG



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hình 02: Cơ cấu LNST các mảng kinh doanh của HPG



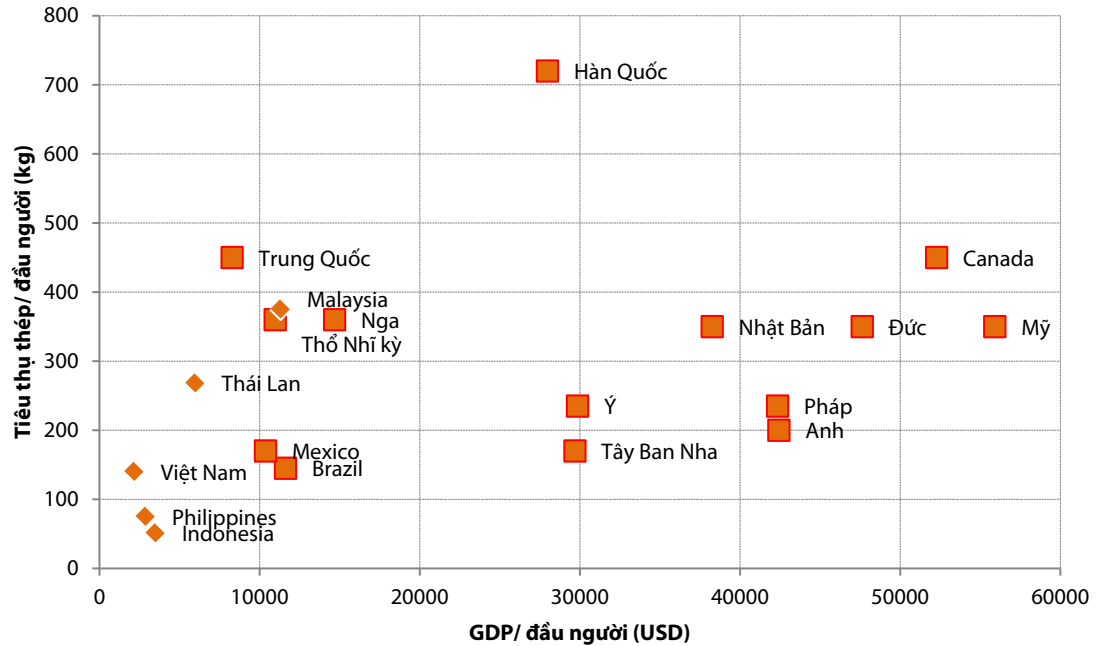
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hoạt động kinh doanh cốt lõi là thép xây dựng tăng trưởng ổn định và bền vững

Tiềm năng tích cực của thị trường thép xây dựng Việt Nam

Là nhà cung cấp vật liệu xây dựng hàng đầu tại Việt Nam, HPG từng bước đạt được thị phần tiêu thụ thép cao và tăng trưởng khá chắc chắn trong nhiều năm qua. Lũy kế 11T2015, HPG dẫn đầu về lượng thép tiêu thụ với thị phần 22%, tương đương sản lượng tiêu thụ ~1,3 triệu tấn (+41% so với cùng kỳ). Nhờ vị thế đầu ngành và tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ tích cực, HPG đang tăng sản lượng bán hàng gần như song song với tăng công suất.

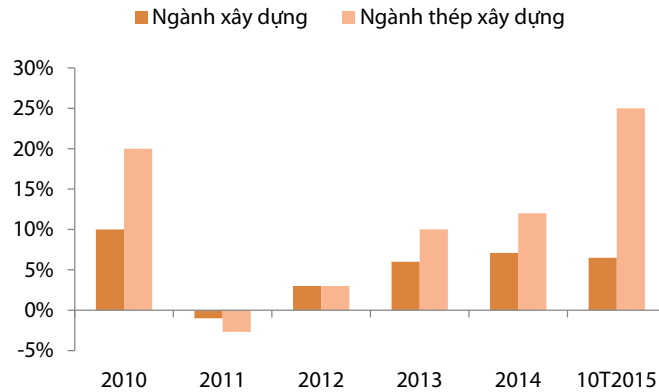
Hình 03: Tiêu thụ thép bình quân đầu người của một số quốc gia (2014)



Nguồn: Cục Thương mại Mỹ, RongViet Research tổng hợp

Nhìn vào lượng tiêu thụ thép đầu người, có thể thấy, tiêu thụ thép và thu nhập trung bình có tương quan tỉ lệ thuận, trong đó nhóm nước đang phát triển tiêu thụ thép trung bình nhiều hơn nhóm nước phát triển. Việt Nam thuộc nhóm thấp nhất so với các nước trong khu vực và thế giới cả về GDP/người và tiêu thụ thép/người. Hiện tại, chúng tôi đánh giá tiềm năng của thị trường thép nội địa là khả quan, dựa vào lượng thép tiêu thụ/đầu người tại Việt Nam còn thấp và các dự báo tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng. Khi quan sát 5 năm gần nhất, chúng tôi nhận thấy tăng trưởng ngành thép xây dựng chịu tác động mạnh từ tăng trưởng ngành xây dựng. Dựa trên dự báo của Hiệp hội thép Việt Nam (VSA), chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán hàng của thép xây dựng sản xuất trong nước sẽ đạt 9,1 triệu tấn vào năm 2020 nhờ nhu cầu xây dựng đang tăng. Như vậy, sự sôi động của ngành xây dựng sẽ là yếu tố quan trọng trong con đường củng cố vị trí quán quân ngành thép của HPG cũng như hỗ trợ tiêu thụ sản phẩm thép từ khu liên hợp 3.

Hình 04: Tương quan tăng trưởng ngành



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hiệu quả vượt trội của KLH thép Hải Dương

Nhìn vào KQKD có thể dễ dàng thấy được tăng trưởng đều đặn trong doanh thu và lợi nhuận hàng năm của HPG. Năm năm gần nhất, doanh thu và lợi nhuận của Công ty tăng trưởng trung bình lần lượt 25,7% và 19,8%/ năm. Kết quả trên có được một phần nhờ biên lợi nhuận của HPG duy trì ở mức cao và cải thiện nhẹ theo thời gian do hưởng lợi từ thị trường và đầu tư mới.

Năm 2009, HPG bắt đầu đưa KLH thép Hải Dương giai đoạn I vào hoạt động. Từ đó tới nay, Công ty liên tục nâng sản lượng nhờ đưa quy mô sản xuất về phía thượng nguồn để tăng năng lực cạnh tranh. Cuối năm 2015, khu liên hợp thép tại Hải Dương hoàn thành giai đoạn 3 – giai đoạn cuối của dự án công suất 1,6 triệu tấn/năm tiến hành từ năm 2009. Theo ước tính của RongViet Research, KLH thép này sẽ chạy đủ công suất vào năm 2019, đẩy năng lực sản xuất thép của HPG lên hơn 1,7 triệu tấn/năm.

Không chỉ tăng sản lượng, quy mô sản xuất với công nghệ lò cao tại khu liên hợp thép Hải Dương cho phép HPG tận dụng được lợi thế về chênh lệch trong biến động giá nguyên liệu quốc tế và giá thép nội. Về thị trường quốc tế, giá quặng sắt - nguyên liệu đầu vào của khu liên hợp thép Hải Dương - liên tục lao dốc kể từ năm 2014. Trong khi đó, giá thép xây dựng trong nước hạ giá chậm hơn, một phần do lượng hàng tồn kho giá cao của nhiều doanh nghiệp trong ngành, một phần do tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ thép nội địa. Giá quặng sắt tháng 12/2015 tham khảo ở mức 37,5 USD/tấn, giảm 46,9% so với đầu năm, trong khi tốc độ giảm giá thép thành phẩm chỉ ở mức 15,9% so với đầu năm, thấp hơn tốc độ giảm giá quặng giúp nới rộng biên gộp cho HPG.

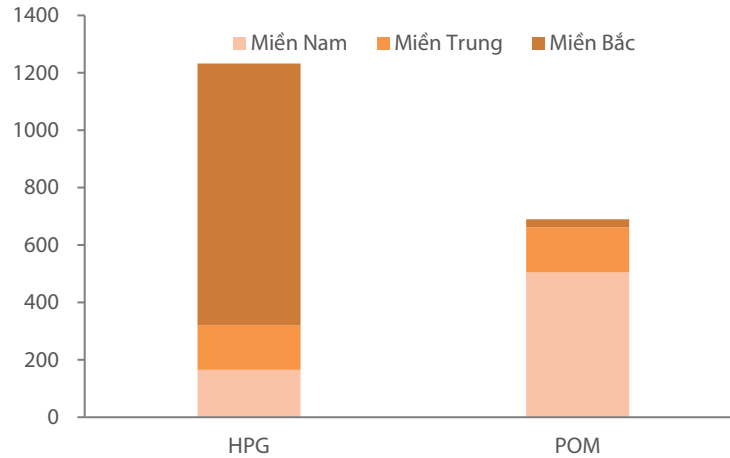
Khả năng cạnh tranh với các nhà sản xuất trong nước và thép nhập khẩu

Dù tiềm năng tăng trưởng là tích cực song thị trường Việt Nam vẫn là một thị trường “nhỏ và chật” đối với những người chơi trong nước và quốc tế. Vài năm trở lại đây, thị trường đang thanh lọc các nhà sản xuất yếu kém để lựa chọn những người chơi có sức cạnh tranh tốt và khả năng chống chịu với cú sốc dư cung từ Trung Quốc. Các doanh nghiệp gia công có công suất nhỏ, quy trình sản xuất ngắn đang dần bị đẩy lùi khỏi thị trường, nhường chỗ cho số ít những nhà sản xuất quy mô lớn. Như vậy, HPG có khả năng giành thị phần từ những công ty nhỏ lẻ, dần vượt và bỏ xa khỏi VNSteel hay Thép Thái Nguyên (TIS). Dựa trên số liệu thống kê của Hiệp hội thép có thể nhìn ra HPG đã lấy được thị phần từ các công ty nhỏ (Thống Nhất, Sunsteel, Sông Hồng, Thái Bình Dương...) và tập trung mở rộng tầm ảnh hưởng tại miền Bắc.

Hiện tại, thị trường chủ lực của thép Hòa Phát là miền Bắc và miền Trung do lợi thế vị trí của khu sản xuất thép (đặt tại miền Bắc), trong khi thị phần miền Nam đang do Pomina nắm phần lớn. Gần đây,

công ty đã đẩy mạnh bán hàng vào thị trường miền Nam thể hiện qua doanh số bán hàng 11T2015 tăng mạnh so với cùng kỳ (+41%). Lợi thế về chi phí vận chuyển và giá thành sản xuất của Hòa Phát so với các đối thủ thể hiện ở điểm Hòa Phát bán hàng ở miền Nam tốt hơn POM (sản xuất tại miền Nam) bán hàng tại miền Bắc.

Hình 05: Sản lượng tiêu thụ thép Hòa Phát và Pomina theo vùng miền 11T2015 (ngàn tấn)

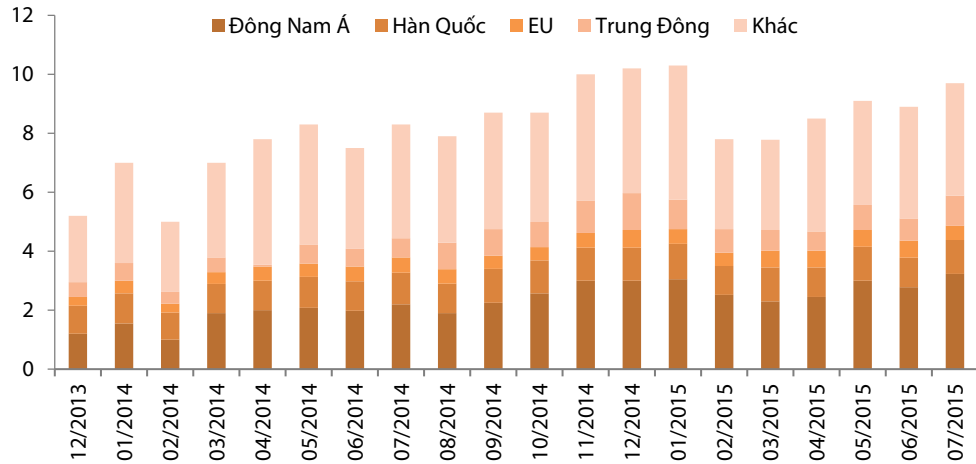


Nguồn: VSA, RongViet Research tổng hợp

Xuất sắc trong cạnh tranh với các doanh nghiệp nội địa nhưng công ty cũng gặp thách thức không nhỏ khi các công ty thép Trung Quốc tìm mọi cách đẩy mạnh xuất khẩu vào các nước ASEAN, trong đó có Việt Nam. Mới đây, Chính phủ Trung Quốc vừa giảm thuế xuất khẩu gang thỏi và phôi thanh cho năm 2016 xuống còn lần lượt 15% và 5% từ mức 25% trước đó, tạo điều kiện cho các nhà xuất khẩu tiếp tục hạ giá bán để giải quyết tồn kho. Tác động tiêu cực đầu tiên đối với HPG là xu hướng này tiếp tục gây áp lực cho các mặt hàng thép trong nước. Về dài hạn, thị phần của HPG có thể bị ảnh hưởng nếu tình trạng nhập khẩu tràn lan thép Trung Quốc không được hạn chế.

Năm 2015, thép Trung Quốc phá giá phần lớn được đưa vào thị trường trong nước nhờ khai báo theo dạng thép hợp kim để hưởng thuế suất 0%, trong khi phôi thép xây dựng chịu thuế 9%. Vấn đề này đã được VSA và các thành viên kiến nghị tăng thuế, sử dụng biện pháp phòng vệ và được đưa vào dự thảo luật mới song đến hiện tại việc điều chỉnh thuế suất đối với các mặt hàng thép hợp kim vẫn còn là dự thảo và chưa ấn định thời gian áp dụng.

Hình 06: Các thị trường xuất khẩu chính của thép Trung Quốc (triệu tấn)



Nguồn: Hải quan Trung Quốc, RongViet Research tổng hợp

Ngoài kinh doanh thép xây dựng, chiến lược đa dạng hóa sản phẩm cũng mang lại hiệu quả nhờ tăng cường sản xuất ống thép. Thép ống Hòa Phát được hưởng lợi từ kênh phân phối của thép xây dựng nên đạt được mức tăng trưởng khả quan. Không đầu tư xây mới như thép xây dựng, HPG đang sử dụng chiến lược đa dạng bằng cách mua lại các nhà máy ống thép, nâng cấp và đưa vào sản xuất. Điều này không quá khó với khả năng tài chính của doanh nghiệp, lại có thể giúp tăng công suất trong thời gian ngắn. Hiện tại HPG có thể sản xuất 400.000 tấn ống thép/năm nhờ mua lại hai nhà máy ống thép trong năm 2014 và 2015. Sản lượng tiêu thụ ống thép ước tính lượng tiêu thụ cả năm 2015 đạt 300.000 tấn. Doanh thu thép ống chiếm 20% doanh thu từ thép và HPG đang ở vị thế cạnh tranh trực tiếp với Hoa Sen (HSX-HSG), doanh nghiệp số 1 trong phân khúc ống thép.

Là tập đoàn đa ngành - hiệu quả của HPG không chỉ thể hiện ở mỗi mảng kinh doanh cốt lõi

Mảng BĐS: tỷ lệ sinh lời cao, mặc dù không phải là mục tiêu chiến lược

Thời điểm bất động sản khó khăn, HPG đã thực hiện dự án Mandarin Garden thành công. Trong năm 2015, dự án này đóng góp khoảng 500 tỷ doanh thu và 100 tỷ đồng LNST vào kết quả kinh doanh chung của công ty.

Gần đây nhất, HPG đang triển khai dự án BĐS tổ hợp thương mại và nhà ở Tân Mai với vốn đầu tư 1.500 tỷ đồng tại đường Trương Định, Hà Nội. Dự án đang thi công nền móng và tầng hầm dự kiến mở bán 600 căn hộ từ năm 2016 và ghi nhận doanh thu từ 2018.

Mặc dù dự án này chủ yếu giúp HPG giải quyết quỹ đất tồn kho, tức doanh nghiệp không có dự định đầu tư lớn vào mảng BĐS sau Mandarin Garden, hiệu quả của dự án chung cư được kỳ vọng ngang với hiệu quả đầu tư chung của cả tập đoàn. Dự án này nằm ở vị trí có mật độ dân cư cao và giá bán dự kiến 29-31 triệu đồng/m², tương đối hấp dẫn so với giá nhà đất tại thủ đô. Ngoài hai dự án bất động sản trên, mảng cho thuê khu công nghiệp của HPG cũng hoạt động ổn định với KCN Phố Nối A và KCN Hòa Mạc có tỷ lệ lấp đầy cao (tỷ lệ lấp đầy KCN Phố Nối A đạt 100%).

Mảng năng lượng và khai khoáng: hỗ trợ cho hoạt động cốt lõi

Hiện tại, sản xuất quặng sắt của Công ty đang ngừng do giá vốn cao hơn giá quặng nhập khẩu và sản xuất than coke dự kiến hoàn toàn phục vụ KLH thép. Như vậy, doanh thu bán ra ngoài của mảng năng lượng và khai khoáng sẽ giảm mạnh thậm chí có thể sẽ không có doanh thu bên ngoài do tập trung phục vụ sản xuất nội bộ, để bù lại bằng tăng trưởng doanh thu thép thành phẩm. Chiến lược này phù hợp với tình trạng chung của các mỏ sắt trong nước đang hoạt động cầm chừng do giá bán sụt giảm.

Từ năm 2015, HPG đã bắt đầu nhập khẩu quặng sắt do nhận thấy giá trong nước và thế giới không chênh lệch lớn. Năm 2016, HPG dự kiến nhập khẩu 34% lượng quặng sắt sử dụng, tức nguồn cung trong nước vẫn chiếm phần lớn. Chúng tôi cho rằng lợi thế chủ động từ người mua lớn sẽ giúp Hòa Phát kiểm soát tốt giá vốn.

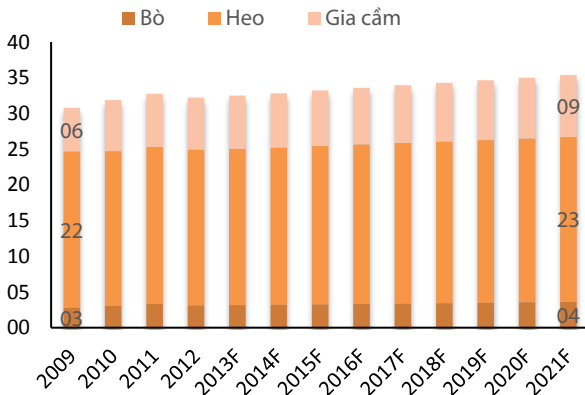
Mảng kinh doanh còn lại: tăng trưởng ổn định

Mảng Nội thất và Điện lạnh duy trì được khả năng bán hàng tốt, gần đây HPG có đầu tư nhà máy sản xuất tủ cấp đông và dây chuyền sản xuất nhựa điện lạnh công nghệ mới. Tỷ trọng đóng góp doanh thu và LNST mảng này duy trì ở mức 8% từ năm 2014, tức đang bắt kịp với tốc độ phát triển chung của tập đoàn (3Q2015 DT và LNST đạt lần lượt 254,8 và 40,5 tỷ đồng). Tăng trưởng DT và LNST bình quân giai đoạn 2012-2014 lần lượt 7% và 18%/năm và kỳ vọng giữ mức tăng trưởng này trong khoảng 5 năm tới.

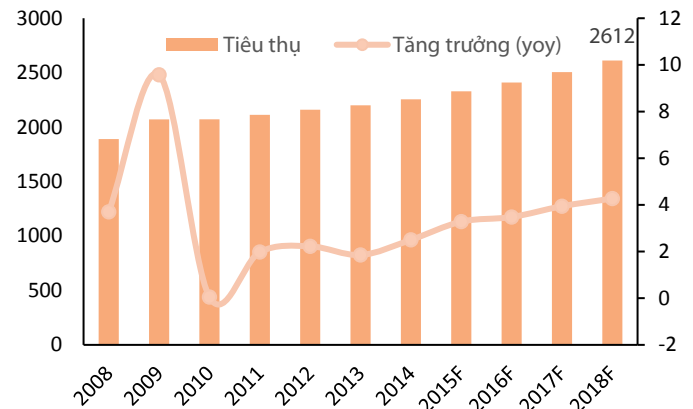
Tương lai của HPG phụ thuộc vào mảng chăn nuôi?

Theo tìm hiểu của chúng tôi, ngành chăn nuôi, đặc biệt là chăn nuôi heo ở Việt Nam còn khá nhiều dư địa tăng trưởng. Về phía nhu cầu tiêu thụ, thị trường hơn 90 triệu dân với cơ cấu dân số trẻ, thu nhập bình quân tăng trưởng mạnh, lối sống tiêu thụ thịt tăng dần và cơ cấu tiêu thụ thịt với thịt heo chiếm phần lớn là những yếu tố giúp nhu cầu thịt heo nội địa tăng đều đặn qua từng năm. Thêm vào đó, thói quen sử dụng thịt lợn nóng, vừa giết mổ thay vì thịt đông lạnh đã tạo điều kiện rất lớn cho nguồn cung nội địa có thị trường tiêu thụ rộng lớn. Tuy nhiên, về phía nguồn cung, sự manh mún trong chăn nuôi, thể hiện ở tỷ trọng nông hộ nuôi heo nhỏ lẻ chiếm phần lớn nguồn cung. Trong đó, rất nhiều hộ chăn nuôi theo mô hình liên kết với các công ty chăn nuôi và sản xuất thức ăn chăn nuôi, phần lớn là doanh nghiệp FDI, đã khiến chuỗi giá trị thịt heo nội địa gồm hàng triệu nông hộ phụ thuộc vào một vài nhà sản xuất TĂCN lớn. Như vậy, cơ hội đang dành cho những công ty chăn nuôi đáp ứng các tiêu chí: (1) có vốn đủ lớn để sản xuất theo chuỗi từ thức ăn chăn nuôi cho tới phân phối thịt, (2) chăn nuôi tập trung để tận dụng lợi thế về quy mô và (3) đảm bảo an toàn thực phẩm cũng như đồng đều chất lượng về đầu ra. [Báo cáo: Bước chân đầu tiên của Hòa Phát trên con đường chăn nuôi]

Hình 07: Cơ cấu tiêu dùng thịt tại thị trường trong nước (kg/người)



Hình 08: Tiêu dùng thịt heo trong nước (ngàn tấn)



Nguồn: FAPRI

Nguồn: BMI

Thận trọng khi lấn sang mảng nông nghiệp, HPG đã bắt đầu bằng mảng thức ăn chăn nuôi. Hiện tại, Công ty đang nhập khẩu và phân phối nguyên liệu sản xuất thức ăn cho heo, kết hợp với xây dựng hai nhà máy sản xuất TĂCN ở Hưng Yên và Đồng Nai, dự kiến năm 2016 có sản phẩm phân phối tại cả miền Bắc và miền Nam. Ngoài ra, HPG cũng đang có ý định xây dựng một trang trại nuôi heo trên quỹ đất 50-



60 ha tại miền Bắc. Dự định gần nhất của HPG chỉ dừng ở nuôi heo và chưa có kế hoạch thực hiện khâu chế biến và phân phối thịt heo tới tay người tiêu dùng.

Nếu đánh giá dựa trên quá khứ, chúng tôi nhận thấy HPG đã có kinh nghiệm trong việc gây dựng mảng kinh doanh mới, bằng chứng là khi Công ty từ đơn vị kinh doanh thương mại máy móc xây dựng chuyển sang sản xuất sắt thép. Tuy nhiên, bối cảnh thị trường khác thời đó là thách thức lớn mà Công ty đang phải đối mặt. Về hiệu quả, chúng tôi cho rằng lợi nhuận và tầm ảnh hưởng của mảng này đến kết quả kinh doanh của HPG sẽ thể hiện trong dài hạn. Trong ít nhất 2-3 năm tới, mảng thép vẫn là mảng kinh doanh cốt lõi gắn liền với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

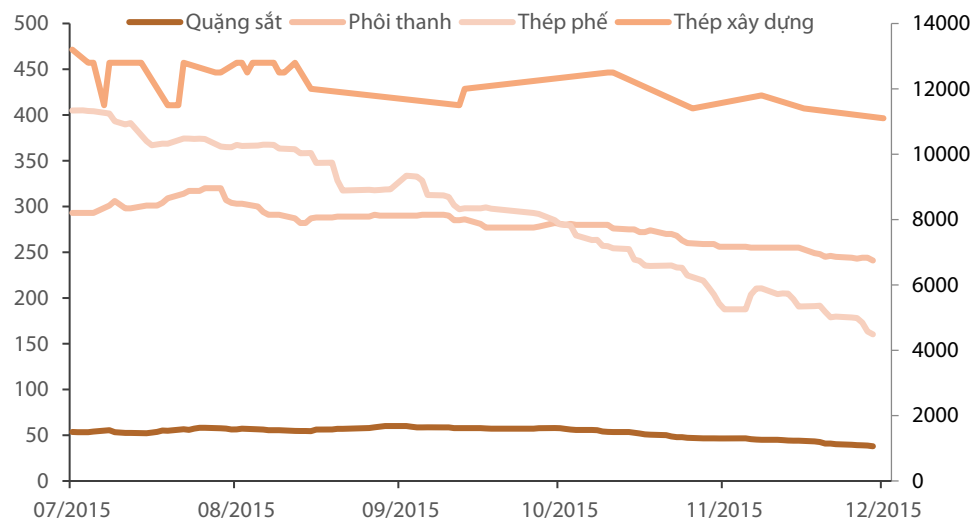
Đánh giá rủi ro ngành khi đầu tư vào cổ phiếu HPG

Đánh giá một doanh nghiệp hiệu quả trong ngành cạnh tranh khốc liệt, rủi ro lớn nhất mà chúng tôi lo ngại chính là HPG không duy trì được tính hiệu quả trong hoạt động, khả năng này có thể đến từ các nguyên nhân như:

(1) Rủi ro dư cung:

Nguyên nhân của tình trạng dư cung nằm ở thị trường thép Trung Quốc, với quy mô thép thừa lên tới vài trăm triệu tấn một năm. Ô ạt đầu tư nhà máy thép đã khiến nước này lâm vào khủng hoảng thừa thép, trong đó, công suất hoạt động của các nhà máy tại Trung Quốc đến nay chỉ đạt trung bình 66% công suất thiết kế. Để giải quyết tình trạng tồn đọng, Trung Quốc đã liên tiếp phá giá các mặt hàng thép như gang thỏi, phôi thanh để đẩy mạnh xuất khẩu. Giá phôi thanh, mặt hàng sắt thép chính được nhập khẩu từ Trung Quốc trong cơn lũ phá giá thấp hơn tới 15% so với giá thành sản xuất tại Việt Nam theo ước tính của RongViet Research. Sẵn sàng chịu lỗ để đẩy hàng tồn kho, các nhà sản xuất phía Trung Quốc chưa cho thấy dấu hiệu ngưng giảm giá. Theo ước tính của chúng tôi, với biến phí khoảng 207 USD/tấn phôi thép (giá định giá quặng sắt 46 USD/tấn), Trung Quốc vẫn có thể tiếp tục hạ giá từ mức giá xuất khẩu khoảng 258 USD/tấn tại thời điểm cuối năm 2015.

Hình 09: Giá sắt thép thế giới và thép xây dựng nội địa



Nguồn: VSA, RongViet Research tổng hợp

Trường hợp kém khả quan nhất, thép Trung Quốc có thể hạ giá với tốc độ nhanh hơn hiện tại, cộng thêm việc được chính phủ hỗ trợ giảm thuế xuất khẩu sẽ khiến nhiều công ty thép Việt Nam không thể bán được hàng sản xuất trong nước giá cao. Trong đó, HPG, với công nghệ tương đương với các nhà máy thép Trung Quốc, có thể cạnh tranh bằng giá với thép nhập khẩu tuy nhiên khả năng tài chính của HPG sẽ gặp khó khăn do biên lợi nhuận thu hẹp.



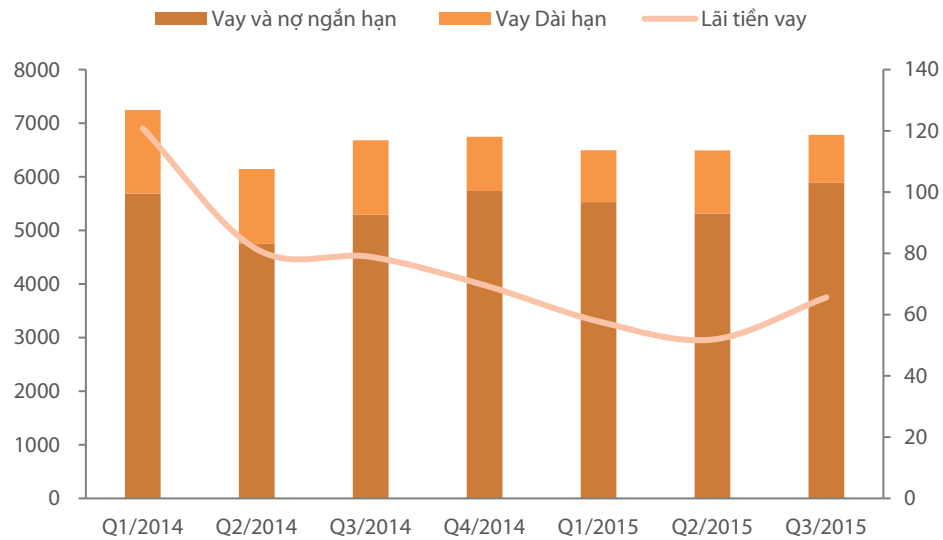
Thép xây dựng nhập khẩu hiện đang tăng dần về thị phần và chiếm 20% lượng tiêu thụ thép trong nước và tập trung chủ yếu ở thị trường miền Bắc. Gần đây, Hòa Phát cùng một số công ty thép xây dựng đã kiến nghị áp thuế tự vệ tạm thời lên phôi thép và sản phẩm thép dài từ Trung Quốc, nếu thành công, HPG có thể được lợi trong ngắn hạn. Tuy nhiên, về dài hạn, toàn thị trường thép nội địa của Việt Nam sẽ phải trông chờ vào quá trình tái cấu trúc và cắt giảm công suất của ngành thép Trung Quốc.

(2) *Biến động giá nguyên vật liệu:*

Năm 2015, Công ty cho biết sẽ không trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho nhiều như năm trước. Để phục vụ cho KLH thép giai đoạn 3, HPG đã ký hợp đồng nhập khẩu 300.000 tấn quặng sắt từ Nam Phi trong 6 tháng đầu năm 2016. Với tình hình giá quặng đang ở mức dưới 40 USD/tấn và đang ở quanh mức đáy 5 năm, cân nhắc khả năng phục hồi của nhu cầu xây dựng cũng như nguồn cung quặng quốc tế, RongViet Research cho rằng HPG sẽ không phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho lớn như năm 2014.

(3) *Rủi ro tỷ giá* do có gần 80% vay ngắn hạn bằng USD. Theo BCTC Q3/2015, 79% vay nợ ngắn hạn sử dụng ngoại tệ USD khiến Công ty ghi nhận khoản lỗ tỷ giá lên tới hơn 276 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng gần 2,5 lần so với cùng kỳ. Đối phó với biến động tỷ giá của lượng vay nợ ngoại tệ ngắn hạn, HPG có thể đẩy nhanh tốc độ quay vòng của dòng tiền, song điều này khá khó khăn do các chính sách tỷ giá của NHNN là một loại rủi ro HPG không thể kiểm soát.

Hình 10: Cơ cấu nợ vay của HPG



Nguồn: HPG, RongViet Research tổng hợp

Có thể kết luận LNST của HPG phụ thuộc khá nhiều vào biên LNG mảng thép, cụ thể hơn là chịu ảnh hưởng lớn từ biến động giá của quặng sắt và thép xây dựng. Như vậy, bối cảnh tệ nhất của HPG sẽ xảy ra khi Trung Quốc tiếp tục giảm giá bán để giải quyết nạn dư cung, khiến HPG phải giảm giá để cạnh tranh, trong khi giá nguyên vật liệu tăng trở lại. Tuy nhiên, kịch bản này được RongViet Research đánh giá có xác suất xảy ra thấp, do cân đối giữa cung - cầu của thị trường thép thế giới, ảnh hưởng từ Trung Quốc thường khiến giá thành phẩm và nguyên liệu tăng giảm cùng chiều. Các dự báo vẫn nghiêng về phía có lợi cho Hòa Phát sau 2 năm lớn mạnh giữa lúc thị trường lao đao.

Dựa vào biến động giá trong năm 2015 (giá quặng giảm mạnh trong khi giá thép nội địa giảm yếu hơn), chúng tôi nghiêng về kịch bản giá quặng sẽ giảm 15% và giá thành phẩm giảm 5%, tiếp tục mang lại thuận lợi cho hoạt động sản xuất thép của KLH thép. Doanh thu và lợi nhuận năm 2016 ước đạt lần lượt 34.375 tỷ đồng và 4.835 tỷ đồng, tăng lần lượt 27% và 24% so với cùng kỳ. Trường hợp giá quặng sắt

tăng trở lại mà giá thép xây dựng giảm sẽ rất khó để xảy ra bởi trên thế giới các nhà khai thác quặng lớn liên tiếp cắt giảm giá vốn, chào giá thấp để tăng tiêu thụ quặng trong khi lượng thép tồn kho trong nước tại thời điểm cuối tháng 11/2015 vẫn tăng 15,7% so với cùng kỳ.

Bảng 3: Độ nhạy của LNST đối với giá bán thép xây dựng và giá quặng sắt

LNST 2016 (tỷ đồng)		Thay đổi giá quặng sắt				
		-25%	-20%	-15%	-10%	-5%
Thay đổi giá bán thép xây dựng	-25%	1.909	1.015	121	-773	-1.667
	-20%	3.097	2.203	1.309	415	-479
	-15%	4.285	3.391	2.497	1.603	709
	-10%	5.473	4.579	3.685	2.791	1.897
	-5%	6.661	5.767	4.835	3.979	3.085
	0%	7.849	6.955	6.061	5.167	4.273
	+5%	9.037	8.143	7.249	6.355	5.461
	+10%	10.225	9.331	8.437	7.543	6.649
	+15%	11.413	10.519	9.625	8.731	7.837

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Bảng 4: Tóm lược dự phóng kết quả kinh doanh 2015 – 2016

KQ HKKD (tỷ đồng)	FY2015E	FY2016F
Sản lượng thép	1.645.000	2.076.000
Doanh thu mảng:		
Thép	20.071	23.760
Còn lại	6.977	10.616
Doanh thu thuần	27.048	34.375
Lãi gộp		
Thép	4.747	5.880
Còn lại	1.018	1.275
Lãi gộp	5.765	7.155
Lợi nhuận trước thuế	4.449	5.467
Lợi nhuận sau thuế	3.889	4.835
EPS (đồng)	5.305	6.597

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Quan điểm và định giá:

Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HPG-HSX) với vị thế của doanh nghiệp dẫn đầu thị phần ngành thép xây dựng nội địa đã thể hiện được không chỉ khả năng tăng trưởng đáng kể của mảng thép trọng điểm mà còn cho thấy năng lực phát triển đồng đều ở các mảng còn lại như nội thất, điện lạnh và bất động sản. Trong năm tới, nhờ sự mở rộng của KLH thép tại Hải Dương, chúng tôi kỳ vọng HPG duy trì được thị phần và mức biên gộp khả quan, doanh thu và lợi nhuận năm 2016 ước tính đạt 34,375 và 4,835 tỷ đồng, tương đương EPS 6.597 đồng. Đối với việc tham gia vào lĩnh vực hoàn toàn mới, lãnh đạo Hòa Phát đã thể hiện tầm nhìn chiến lược phù hợp với tình hình vĩ mô của nền kinh tế. Đồng thời đang cho thấy những bước đi bài bản, có tính toán khi không ồ ạt mà từng bước một thăm dò, thử nghiệm thị trường và không làm ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh hiện tại.

Ngoài ra, chúng tôi đánh giá cao mặt quản trị tài chính của HPG vì dù liên tục đầu tư nhưng không huy động thêm tiền từ cổ đông. Bên cạnh đó, HPG duy trì tỷ lệ trả cổ tức khá đều đặn bằng cả cổ phiếu và tiền mặt trong nhiều năm. Ngoài ra, với năng lực tài chính mạnh, HPG có thể nghiên cứu và đầu tư lĩnh vực mới bằng tiền của chính doanh nghiệp. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh P/E, P/B, RongViet Research định giá cổ phiếu HPG ở mức **39,700** đồng/CP, cao hơn giá hiện tại **55,7%** và đưa ra khuyến nghị **MUA** trong **DÀI HẠN**.

Phụ lục:

Lịch sử trả cổ tức của HPG:

Thời gian	Hình thức	Tỷ lệ
30/01/2012	Cổ tức bằng cổ phiếu	10%
25/10/2012	Cổ tức bằng cổ phiếu	20%
	Cổ tức bằng tiền	10%
03/09/2013	Cổ tức bằng tiền	10%
24/04/2014	Cổ tức bằng cổ phiếu	15%
08/05/2015	Cổ tức bằng cổ phiếu	20%
	Cổ tức bằng tiền	10%
	Thưởng bằng cổ phiếu	30%

Về chống bán phá giá thép:

Một số mặt hàng thép bị trá hình hưởng thuế 0% là những loại thép có thành phần không tuân theo định nghĩa của "thép không gỉ" và chứa ít nhất một trong các nguyên tố với hàm lượng sau:

- Nhôm từ 0,3% trở lên
- Bo từ 0,0008% trở lên
- Crôm từ 0,3% trở lên
- Cobal từ 0,3% trở lên
- Đồng từ 0,4% trở lên

Như vậy, các công ty nhập khẩu phôi Trung Quốc để cán ra thành phẩm sẽ gặp bất lợi khi giá vốn tăng 9%, trong khi lợi thế cho HPG và các doanh nghiệp tự sản xuất phôi thép khác sẽ được ghi nhận khi phôi nhập khẩu lách luật bị đánh thuế. Cuối tháng 12, sau khi Hiệp hội Thép Việt Nam và một số nhà sản xuất thép lớn trong đó có Hòa Phát trình phương án áp thuế cho thép hợp kim nhập khẩu để cán thép xây dựng, Bộ Công thương đã quyết định tiến hành điều tra bán phá giá đối với phôi thép và thép dài. Theo Pháp lệnh tự vệ, biện pháp áp thuế tạm thời có thể được đưa ra trước khi kết thúc điều tra, như vậy HPG có thể hy vọng vào khả năng thép Trung Quốc bị áp thuế sớm. Tuy nhiên, với ít kinh nghiệm sử dụng các biện pháp tự vệ theo công ước quốc tế, việc điều chỉnh thuế nhiều khả năng sẽ mất nhiều thời gian.

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	18.934,3	25.525,3	27.047,9	34.375,4
Giá vốn	15.650,5	20.338,3	21.282,6	27.219,9
Lãi gộp	3.283,8	5.187,0	5.765,3	7.155,5
Chi phí bán hàng	253,7	366,1	405,7	515,6
Chi phí quản lý	416,2	607,2	568,0	825,0
Thu nhập từ HĐTC	276,3	160,3	250,0	262,5
Chi phí tài chính	528,4	563,8	563,8	586,3
Lợi nhuận khác	32,9	-40,5	-28,7	-24,1
Lợi nhuận trước thuế	2.394,4	3.769,5	4.449,1	5.467,0
Thuế TNDN	384,0	519,3	533,9	601,4
Lợi ích cổ đông thiểu số	56,2	106,0	26,7	30,7
LNST (Cty mẹ)	1.954,2	3.144,3	3.888,5	4.834,9
EBIT	2.765,4	4.120,1	4.683,0	5.760,1
EBITDA	3.485,5	5.226,2	5.739,5	7.162,1

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2013	2014	2015E	2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	12,5%	34,8%	6,0%	27,1%
Lợi nhuận HKKD	60,9%	61,2%	13,7%	21,4%
EBITDA	48,9%	49,9%	9,8%	24,8%
EBIT	58,5%	49,0%	13,7%	23,0%
Lợi nhuận sau thuế	96,6%	60,9%	23,7%	24,3%
Tổng tài sản	21,4%	-4,3%	16,2%	13,6%
Vốn chủ sở hữu	17,5%	24,2%	27,9%	21,6%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	12,7%	22,7%	18,0%	20,2%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	17,3%	20,3%	21,3%	20,8%
LN HKKD / Doanh thu	13,8%	16,5%	17,7%	16,9%
EBITDA/ Doanh thu	18,4%	20,5%	21,2%	20,8%
EBIT/ Doanh thu	14,6%	16,1%	17,3%	16,8%
LNST/ Doanh thu	10,3%	12,3%	14,4%	14,1%
ROA	9,3%	13,9%	16,3%	17,6%
ROIC or RONA	23,4%	32,7%	31,2%	31,7%
ROE	22,2%	29,5%	28,9%	28,9%
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh, phải thu	11,6	15,2	17,5	26,3
Vòng quay hàng tồn kho	2,1	2,6	3,0	3,4
Vòng quay khoản phải trả	4,0	4,8	5,8	6,0
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,1	1,3	1,5	1,7
Nhanh	0,4	0,5	0,7	0,8
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	142,0%	83,3%	69,1%	58,0%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	60,5%	48,6%	30,5%	26,3%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	19,3%	7,9%	9,2%	5,0%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tiền	2.125	2.026	3.775	5.534
Đầu tư tài chính ngắn hạn	388	507	903	813
Các khoản phải thu	1.629	1.720	1.376	1.238
Tồn kho	8.030	7.386	7.000	8.900
Tài sản ngắn hạn khác	230	107	169	138
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	12.403	11.746	13.223	16.622
Tài sản cố định hữu hình	8.864	8.548	8.088	10.678
Tài sản cố định vô hình	189	180	177	173
Xây dựng cơ bản dở dang	134	429	3.515	1.000
Bất động sản đầu tư	62	197	148	180
Đầu tư tài chính dài hạn	21	61	17	17
Tài sản dài hạn khác	831	545	501	492
Lợi thế thương mại	573	382	282	182
TSCĐ và đầu tư dài hạn	10.674	10.343	12.447	12.540
TỔNG TÀI SẢN	23.076	22.089	25.669	29.162
Tiền hàng phải trả và ứng trước	2.394	2.087	2.341	2.994
Khoản phải trả ngắn hạn khác	3.005	978	1.992	1.798
Vay và nợ ngắn hạn	5.744	5.737	4.595	4.825
Vay và nợ dài hạn	1.832	931	1.382	925
Khoản phải trả dài hạn khác	515	96	106	96
Tổng nợ	13.489	9.829	10.416	10.638
Vốn chủ sở hữu	9.500	11.796	15.085	18.339
Vốn đầu tư của CSH	4.191	4.819	7.330	7.330
Lợi nhuận giữ lại	2.643	4.095	6.344	9.520
Các quỹ	459	675	738	815
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	9.500	11.796	15.085	18.339
Lợi ích cổ đông thiểu số	87	169	169	186
TỔNG NGUỒN VỐN	23.076	21.795	25.669	29.162
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
LNTT	2.394,4	3.769,5	4.449,1	5.467,0
Khấu hao	720,2	1.106,0	937,8	933,7
<i>Các điều chỉnh</i>	268,2	864,1	58,5	63,2
Thay đổi vốn lưu động	-148,9	-3.057,6	1.401,4	-1.884,2
Tiền thuần từ HĐKD	3.233,8	2.682,1	6.846,8	4.579,8
Thay đổi TSCĐ	-2.909,7	-1.063,1	-3.510,8	-1.036,5
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-46,9	-157,1	98,7	9,8
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	-295,9	50,4	0,0	0,0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-3.252,5	-1.169,9	-3.412,1	-1.026,7
Nhận/trả lại vốn góp	0,6	0,0	976,9	0,0
Vay mới/trả nợ vay	1.269,4	-930,4	-649,7	-190,2
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ, <small>CHÍNH SÁCH CHIA LỢI</small>	-420,5	-681,0	-2.013,2	-1.604,3
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	849,5	-1.611,3	-1.686,0	-1.794,5
Tiền thuần trong kỳ	830,9	-99,2	1.748,8	1.758,5
Tiền đầu năm	1.294,5	2.125,3	2.026,3	3.775,0
Ảnh hưởng của tỷ giá	-0,1	0,1	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	2.125,3	2.026,3	3.775,0	5.533,6

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

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%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rông 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

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.**