Shinhan Securities



CTCP Tập đoàn Hoa Sen

[Việt Nam / Thép]

Bloomberg Code (HSG VN) | Reuters Code (HSG.HM)

GIỮ

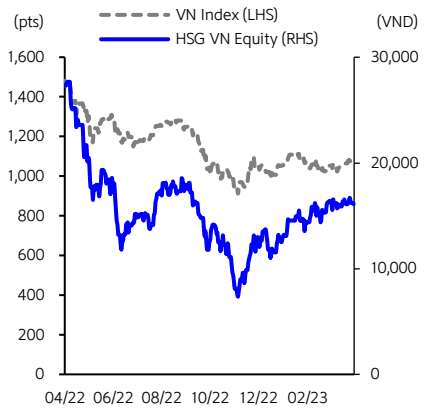
Báo cáo lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**16,100 VND**
Giá hiện tại (14/04/2023)	15,350 VND
Suất sinh lời (%)	4.88%

VNINDEX		1,052
HNXINDEX		207
Vốn hóa (tỷ VND)		9,629
SLCP lưu hành (triệu CP)		598
Tự do giao dịch (triệu CP)		416
52-tuần cao/thấp (VND)		28,700/6,850
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)		16.60
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)		263
Cổ đông lớn (%)	Công ty TNHH Đầu tư và Du lịch Hoa Sen	19.87%
	Lê Phước Vũ	17.02%

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	25.3	27.8	-41.2
So với VN-Index (%)	23.4	24.8	-13.6

Nguồn: Bloomberg



Nội tại vững chắc vượt qua khó khăn

Định giá lần đầu với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 16,100 đồng

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực tôn mạ tại Việt Nam. Tập đoàn Hoa Sen chủ yếu sản xuất các sản phẩm tôn mạ, ống thép, ống nhựa và bán lẻ vật liệu xây dựng. Những diễn biến bất lợi đối với ngành thép đã dẫn đến kết quả kinh doanh giảm sút của Hoa Sen trong năm 2022. Tuy nhiên, với hệ thống bán lẻ rộng khắp và thị phần số một ở mảng tôn mạ, Hoa Sen có đủ tiềm lực để vượt qua khó khăn. Đồng thời, sự tăng giá của thép HRC trong thời gian gần đây, sẽ giúp tình hình kinh doanh của Hoa Sen xoay chuyển và lợi nhuận doanh nghiệp sẽ tăng nhẹ trong năm 2023. Ngoài ra, triển vọng dài hạn của Hoa Sen tiếp tục được củng cố với chuỗi siêu thị vật liệu xây dựng và nội thất Hoa Sen Home. Chúng tôi định giá lần đầu đối với cổ phiếu HSG ở mức giá 16,100 đồng tương ứng với mức sinh lời 4.88%. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF để định giá Hoa Sen.

Thị phần số một trong mảng tôn mạ với hệ thống phân phối rộng khắp

Hoa Sen hiện đang giữ thị phần số một trong mảng tôn mạ với 29% thị phần. Tập đoàn Hoa Sen sở hữu hệ thống hơn 600 chi nhánh và cửa hàng cùng với hơn 100 siêu thị VLXD Hoa Sen Home trên cả nước. Hệ thống chi nhánh cửa hàng rộng lớn giúp Hoa Sen xây dựng được thương hiệu, đồng thời quản lý được chất lượng và dịch vụ tốt hơn. Bên cạnh đó Hoa Sen cũng xuất khẩu đến hơn 87 quốc gia và vùng lãnh thổ với doanh thu xuất khẩu cao hơn hẳn so với các đối thủ.

Triển vọng biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá thép HRC tăng

Giá thép HRC đã có sự cải thiện đáng kể sau những thông tin về kế hoạch mở cửa của Trung Quốc và gói kích thích thị trường bất động sản của Trung Quốc được công bố. Tính đến thời điểm tháng 3 năm 2023 giá thép HRC đã tăng 57% so với mức đáy tháng 11 năm 2022. Điều này góp phần to lớn trong việc cải thiện biên lợi nhuận của Hoa Sen khi tỷ trọng xuất khẩu của Hoa Sen chiếm hơn 50% doanh thu. Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2023 đạt 34,208 tỷ đồng, giảm 32% so với năm 2022. Lợi nhuận năm 2023 dự kiến đạt 283 tỷ đồng, tăng 13%.

Triển vọng dài hạn với hệ thống siêu thị vật liệu xây dựng và nội thất Hoa Sen Home

Với mục tiêu mở 600 cửa hàng Hoa Sen Home, hệ thống Hoa Sen Home sẽ là nước đi chiến lược khi sở hữu khả năng phục vụ khách hàng tốt hơn và áp dụng được công nghệ trong mảng bán lẻ. Hoa Sen Home sẽ là động lực tăng trưởng to lớn của Hoa sen trong tương lai.

Rủi ro: (1) Rủi ro sụt giảm thị phần; (2) Rủi ro biến động giá thép HRC; (3) Rủi ro thị trường bất động sản trong nước bất ổn; (4) Rủi ro kinh tế thế giới suy giảm.

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**50,090**	**34,208**	**44,409**	**53,218**	**58,540**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	330	512	2,778	3,444	3,856
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**251**	**451**	**2,424**	**3,005**	**3,364**
EPS (đồng)	405	754	4,054	5,024	5,625
BPS (đồng)	17,537	18,951	23,006	28,030	33,656
OPM (%)	1%	1%	6%	6%	7%
NPM (%)	1%	1%	5%	6%	6%
ROE (%)	**2%**	**4%**	**18%**	**18%**	**17%**
PER (x)	11.00	21.01	3.91	3.15	2.82
PBR (x)	1.09	0.84	0.69	0.57	0.47
EV/EBITDA (x)	7.79	7.44	9.88	4.09	3.47

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

[Chuyên viên]

Mở tài khoản

Lê Đức Tiến

☎ (84-28) 6299-8004

✉ tien.ld@shinhan.com

Ly Bùi - Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029

✉ ly.btt@shinhan.com

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 Tổng quan doanh nghiệp

9 Quan điểm đầu tư

12 Dự phóng kết quả kinh doanh

13 Định giá và khuyến nghị

17 Rủi ro

18 Phụ lục: Báo cáo tài chính

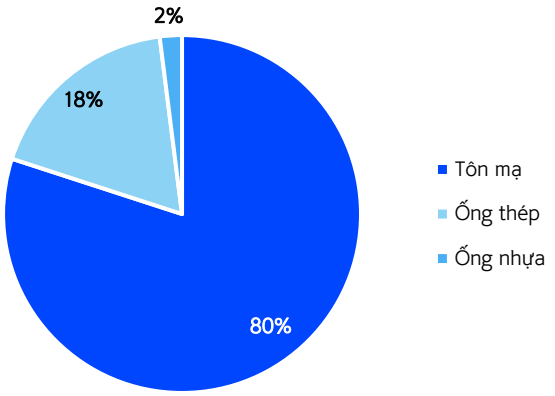
Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành doanh nghiệp

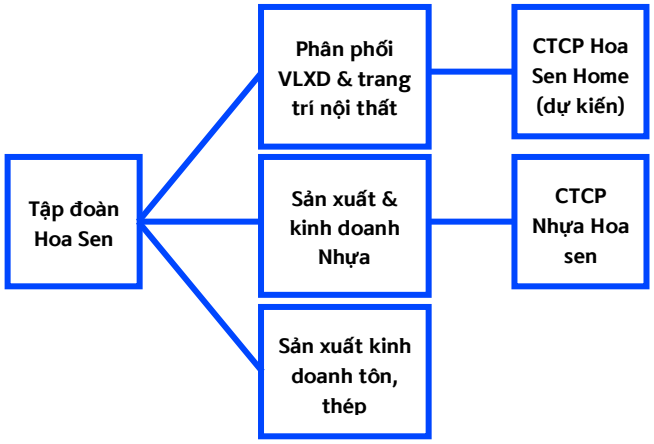
Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (Tập đoàn Hoa Sen) được thành lập ngày 08/8/2001. Năm 2008, Công ty chính thức niêm yết trên sàn HOSE với mã cổ phiếu HSG. Trải qua hơn 20 năm hình thành và phát triển, Tập đoàn Hoa Sen đã trở thành doanh nghiệp số một trong lĩnh vực tôn mạ tại Việt Nam ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu, chiếm 29% thị phần trong nước và 30% thị phần xuất khẩu của toàn ngành.

Tập đoàn Hoa Sen sở hữu hệ thống hơn 600 chi nhánh và cửa hàng phân phối bán lẻ trên cả nước. Bên cạnh việc giữ vững thị trường nội địa, Tập đoàn Hoa Sen cũng không ngừng đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu tại các thị trường truyền thống và mở rộng thị phần sang các thị trường giàu tiềm năng ở Trung Đông, Nam Á, Châu Phi, Châu Úc, Châu Âu và Châu Mỹ. Hiện tại sản phẩm của Tập đoàn Hoa Sen có mặt tại hơn 87 quốc gia và vùng lãnh thổ.

Cơ cấu sản lượng Hoa Sen năm 2022



Mô hình kinh doanh của Hoa Sen

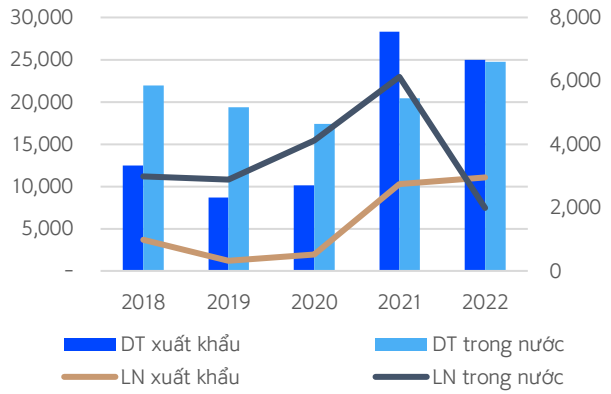


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

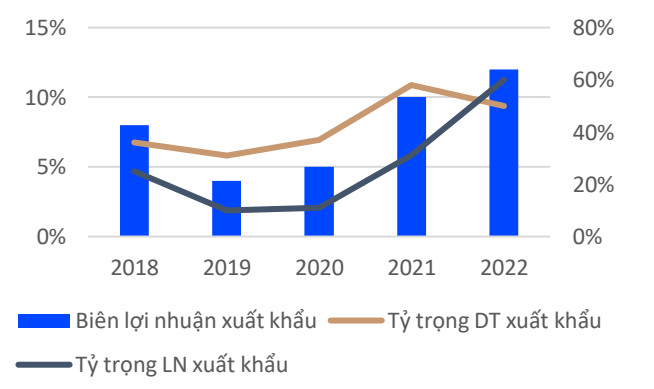
Tập đoàn Hoa Sen có ba mảng kinh doanh chính bao gồm: Mảng sản sản xuất kinh doanh tôn, thép; mảng phân phối VLXD và trang trí nội thất và mảng sản xuất kinh doanh nhựa. Trong đó mảng kinh doanh nhựa do CTCP Nhựa Hoa Sen phụ trách. Tập đoàn Hoa Sen cũng dự kiến thành lập CTCP Hoa Sen Home, qua đó tách riêng mảng phân phối và mảng VLXD & nội thất cho Hoa Sen Home phụ trách.

Sản phẩm chính chính của Hoa Sen bao gồm các loại tôn mạ, ống thép, ống nhựa. Trong đó mảng tôn mạ chiếm hơn 80% cơ cấu sản phẩm của Hoa Sen.

Cơ cấu doanh thu trong nước và xuất khẩu 2018 – 2022 (tỷ đồng)



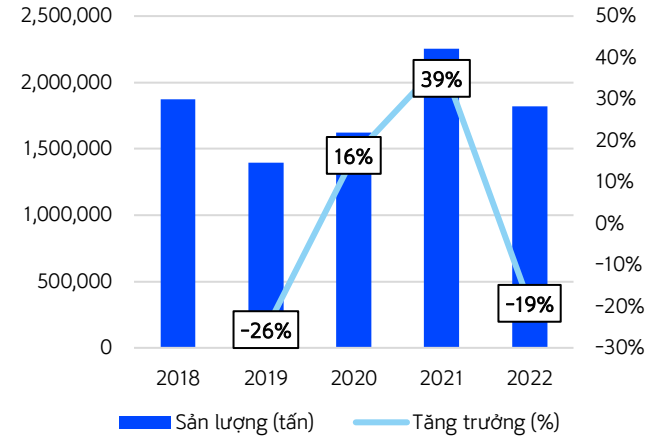
Tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận xuất khẩu 2018 - 2022



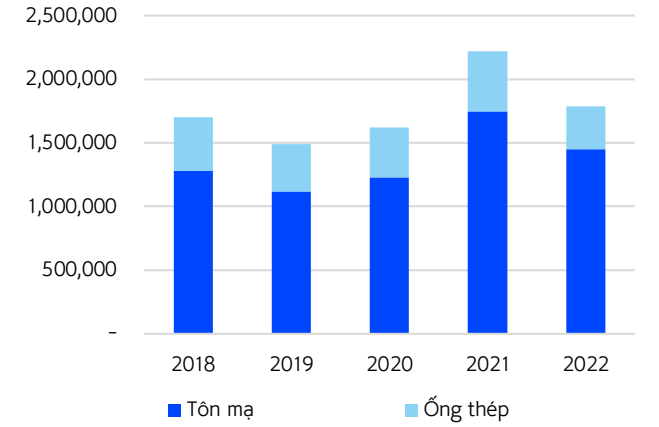
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Hoa Sen đang duy trì tỷ lệ doanh thu xuất khẩu và trong nước khoảng 50%. Trong đó tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận xuất khẩu có sự tăng trưởng đáng kể qua các năm. Trong năm 2022, mảng xuất khẩu đóng góp 60% lợi nhuận của của cả công ty, biên lợi nhuận của mảng xuất khẩu cũng có sự tăng trưởng rõ rệt qua các năm.

Sản lượng bán hàng Hoa Sen 2018 – 2022 (tấn)



Sản lượng tiêu thụ theo cơ cấu sản phẩm (tấn)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Với tỷ trọng xuất khẩu cao, kết quả kinh doanh của Hoa Sen chịu ảnh hưởng trực tiếp từ tình hình kinh tế và nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu. Sản lượng tiêu thụ thép của Hoa Sen đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2021 khi chu kỳ ngành thép thế giới tăng trưởng và suy giảm trong năm 2022 khi chu kỳ ngành thép thế giới đi xuống.

Đơn vị: Tấn

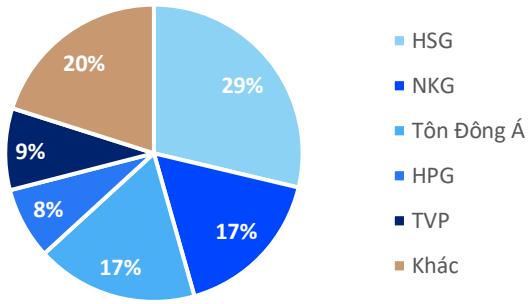
Tên nhà máy	Diện tích (ha)	Ống thép	Ống Thép mạ kẽm nhúng nóng	Cán nguội	Sản xuất tôn (NOF)	Phủ màu	Ống nhựa
Ống Kẽm Hoa Sen Yên Bái	8.70	82,800					
Hoa Sen Nghệ An	35.00			700,000	800,000	240,000	
Hoa Sen Nam Cấm	9.40	120,000					
Ống Kẽm - Ống Nhựa Hoa Sen Bình Định	13.80	100,000					
Tôn Hoa Sen - Bình Dương	2.40			980,000	150,000	45,000	
Tôn Hoa Sen Phú Mỹ	16.60				1,150,000	330,000	
Ống Thép Mạ Kẽm Hoa Sen Phú Mỹ	9.30	332,040	85,000				
Nhà Máy Nhựa Hoa Sen	10.80						129,691
Hoa Sen Nhơn Hội - Bình Định	21.80			350,000	430,000	195,000	
Hoa Sen Hà Nam	20.50	217,800					
Tổng	**148**	**852,640**	**85,000**	**2,030,000**	**2,530,000**	**810,000**	**129,691**

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

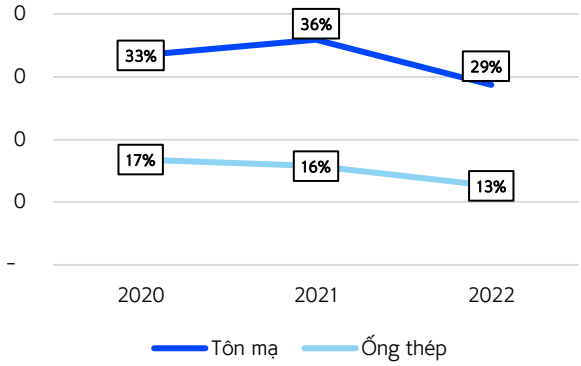
Hoa Sen sở hữu tổng cộng 10 nhà máy trên cả nước với tổng công suất sản xuất tôn mạ đạt 2.5 triệu tấn, công suất sản xuất ống thép đạt khoảng 850 nghìn tấn và công suất sản xuất ống nhựa đạt khoảng 130 nghìn tấn.

Thị phần mảng tôn mạ

Thị phần tôn mạ trong năm 2022



Thị phần tôn mạ và ống thép 2020 - 2022



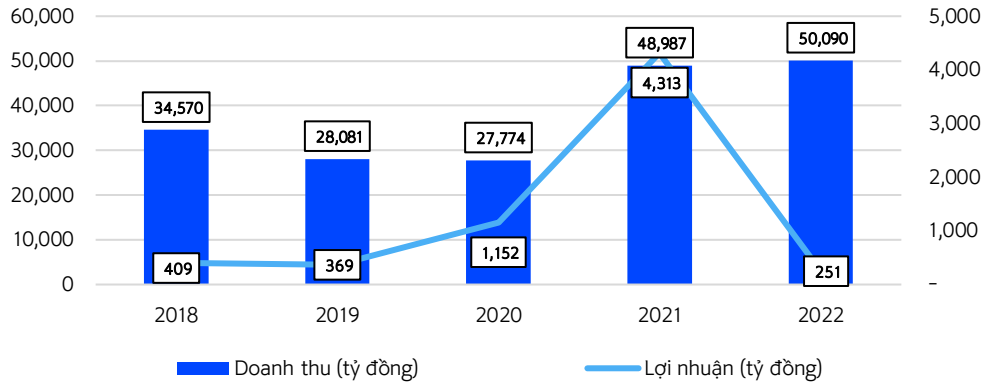
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Hoa Sen đứng đầu thị phần tôn mạ với 29% và đứng thứ hai thị phần ống thép với 13% trong năm 2022. Trước những biến động của ngành thép trong năm 2022, Thị phần mảng tôn mạ đã giảm từ 36% xuống còn 29%, mảng ống thép đã giảm từ 16% xuống còn 13%.

Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2022

Kết quả của kinh doanh Hoa Sen chịu ảnh hưởng lớn từ chu kỳ đi xuống của ngành thép trong năm 2022

Doanh thu và lợi nhuận Hoa Sen 2017 – 2022 (tỷ đồng)



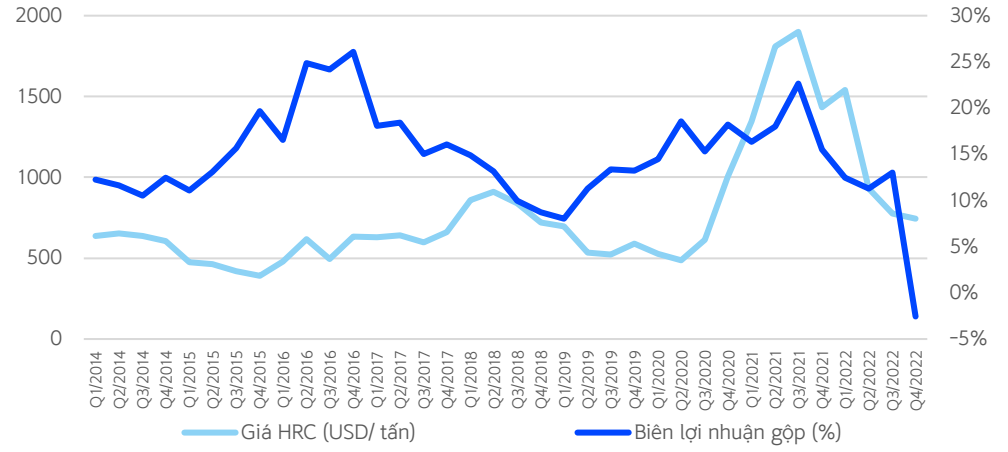
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Hoa Sen đạt 50,090 tỷ đồng doanh thu trong năm 2022 (+2% YoY), lợi nhuận ghi nhận đạt 251 tỷ đồng (-94% YoY). Cả năm 2022, Hoa Sen cung cấp cho thị trường 1,819,000 tấn thép (-19% YoY), trong đó có 1,449,000 tấn tôn mạ và 339,000 tấn ống thép.

Điều này được lý giải bởi các yếu tố bất lợi xảy ra trong ngành thép như tình hình suy yếu của thị trường bất động sản trong nước và ảnh hưởng tiêu cực từ tình hình kinh tế thế giới đi xuống. Những yếu tố trên dẫn đến giá thép trong nước và thế giới suy giảm.

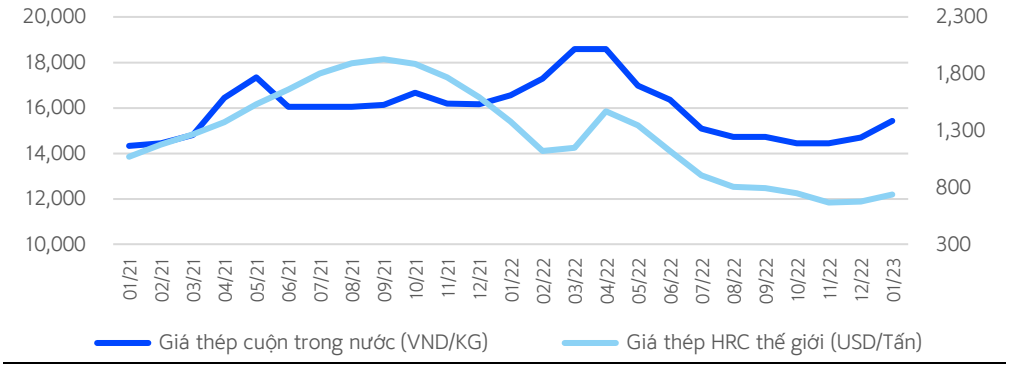
Giá thép suy giảm cả trong nước và thế giới ảnh hưởng tiêu cực đến ngành thép

Giá thép HRC thế giới và biên lợi nhuận gộp của HSG



Nguồn: Bloomberg và Fiinpro

Giá thép cuộn trong nước và giá HRC thế giới (USD/ Tấn)



Nguồn: Bloomberg và Fiinpro

Hoa Sen duy trì biên lợi nhuận gộp trung bình khoảng 15% trong quá trình sản xuất từ thép HRC thành tôn mạ và ống thép. Việc giá thép HRC và giá thép cuộn trong nước giảm mạnh trong năm 2022 đã buộc Hoa Sen phải giảm mạnh giá bán và ghi nhận một khoảng lớn dự phòng hàng tồn kho trong năm 2022.

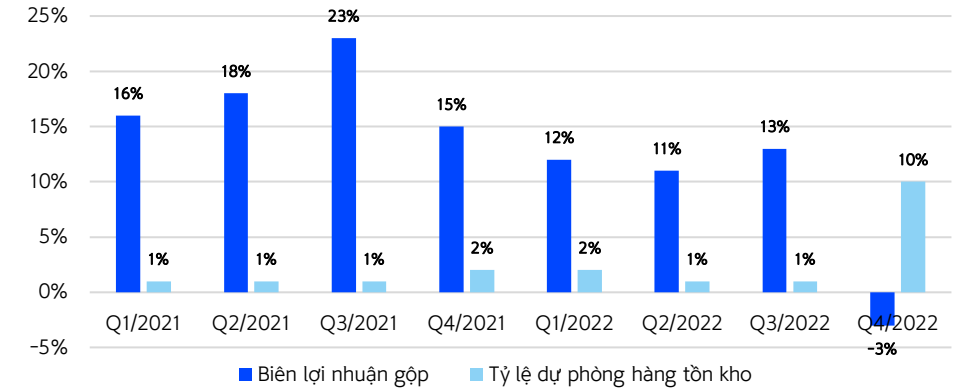
Trước bối cảnh tình hình kinh tế thế giới suy yếu sau đợt Covid-19 kéo dài kèm theo đó là chiến tranh Nga – Ukraine và các biện pháp mạnh tay của Trung Quốc trong việc quản lý thị trường bất động sản. Giá thép HRC đã giảm mạnh từ mức USD 1300/ tấn vào tháng 1 năm 2022 xuống mức 670 USD/ tấn vào khoảng thời điểm cuối tháng 12 năm 2022, làm ảnh hưởng tiêu cực đến các công ty trong ngành thép. So với năm 2021, giá thép HRC trong năm 2022 đã giảm khoảng 35%.

Cùng chung với xu hướng của thế giới, giá thép cuộn Việt Nam cũng điều chỉnh giảm sau khi đạt đỉnh ở mức giá VND 18,585/kg. Những khó khăn chưa tháo gỡ được về dòng vốn và những vấn đề liên quan đến trái phiếu đã làm ảnh hưởng trầm trọng đến thị trường bất động sản và làm giảm nhu cầu tiêu thụ tôn mạ và ống thép trong nước. Tiêu thụ thép của toàn thị trường Việt Nam nói chung và Hoa Sen nói riêng đạt đỉnh cao nhất trong quý II và giảm trong hai quý sau của năm 2022.

Biến động mạnh mẽ của giá thép trong năm 2022 đã tác động trực tiếp đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp và khiến doanh nghiệp phải ghi nhận mức dự phòng hàng tồn kho mạnh trong quý 3 và quý 4 năm 2022 khi giá thép giảm mạnh.

Biên lợi nhuận giảm mạnh trong năm 2022

Biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ dự phòng hàng tồn kho Hoa Sen 2021 - 2022 (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

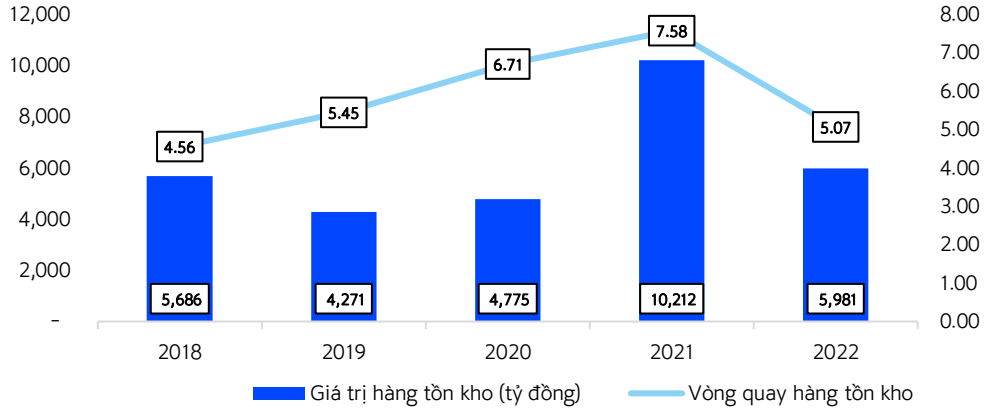
Tỷ lệ dự phòng hàng tồn kho trung bình duy trì ở mức 1-2% so với tổng giá trị hàng tồn kho. Với việc giá thép giảm mạnh vào thời điểm cuối năm 2022, tỷ lệ dự hàng tồn kho đã tăng mạnh lên mức 10% do lượng hàng tồn kho cũ ở mức giá cao.

Biên lợi nhuận gộp của Hoa Sen đã bị ảnh hưởng nặng nề từ việc giá thép giảm. Điều này dẫn đến biên lợi nhuận gộp ở mức âm và tỉ lệ dự phòng hàng tồn kho tăng mạnh trong quý 4 năm 2022.

Tuy nhiên với mức dự phòng cao trong quý 4, công ty sẽ an toàn hơn nếu giá thép tiếp tục giảm trong tương lai. Ngược lại, khi giá thép tăng trở lại, công ty có thể hoàn nhập khoản dự phòng và có thêm lợi nhuận.

Giá trị hàng tồn kho và sản lượng hàng tồn kho giảm đáng kể

Giá trị hàng tồn kho và vòng quay hàng tồn kho 2018 – 2022

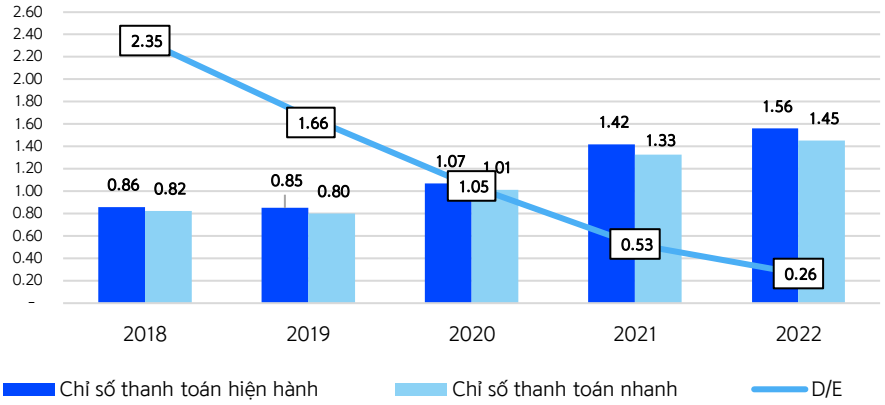


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Trước bối cảnh giá thép HRC giảm và nhu cầu yếu, giá trị hàng tồn kho của HSG đã giảm gần một nửa so với thời điểm cuối năm 2021. Vòng quay hàng tồn kho của HSG có sự sụt giảm từ mức 7.58 xuống còn 5.07, tuy nhiên vẫn duy trì cao hơn so với thời điểm năm 2018. Điều này cho thấy công ty chủ động giảm lượng hàng tồn kho khi nhu cầu của thị trường yếu, giúp giảm bớt chi phí quản lý hàng tồn cho công ty. Bên cạnh đó, lượng hàng tồn kho giảm đi gần một nửa so với thời điểm cuối năm 2021 cho thấy công ty đã thanh lý được phần lớn hàng tồn kho ở mức giá cao.

Chỉ số thanh khoản có sự cải thiện và tỷ lệ đòn bẩy giảm

Chỉ số thanh khoản và đòn bẩy của Hoa Sen 2018 - 2022



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Các chỉ số thanh toán có sự cải thiện rõ rệt trong năm 2022 với chỉ số thanh toán hiện hành tăng từ 1.42 lên 1.56 và chỉ số thanh toán nhanh tăng từ 1.33 lên 1.45. Hệ số nợ D/E cũng sụt giảm đáng kể với mức giảm từ 0.53 xuống còn 0.26 trong năm 2022. Điều này cho thấy tình hình tài chính của HSG có sự thay đổi tích cực đáng kể. Với chỉ số thanh toán và hệ số nợ giảm, tình hình kinh doanh của HSG sẽ đỡ áp lực hơn trong bối cảnh tiêu thụ thép suy yếu trong năm 2023.

Quan điểm đầu tư

Thị phần số một trong mảng tôn mạ với hệ thống phân phối rộng khắp

Hoa Sen hiện đang giữ thị phần số một trong mảng tôn mạ với 29% thị phần. Tập đoàn Hoa Sen sở hữu hệ thống hơn 600 chi nhánh và cửa hàng phân phối bán lẻ trên cả nước. Bên cạnh đó Hoa Sen cũng xuất khẩu đến hơn 87 quốc gia và vùng lãnh thổ.

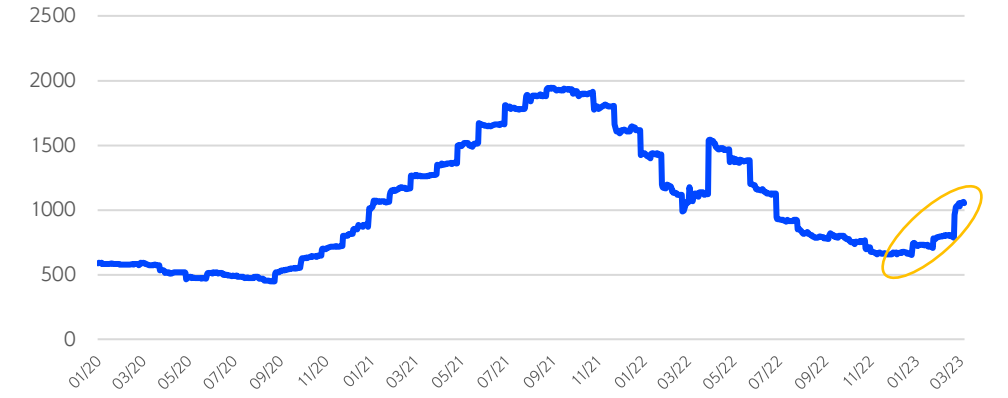
Việc sở hữu hệ thống chi nhánh cửa hàng rộng lớn giúp Hoa Sen xây dựng được thương hiệu, đồng thời quản lý được chất lượng và dịch vụ tốt hơn. Điều này giúp công ty bán được giá thành cao hơn so với các đối thủ. Theo công bố của chủ tịch tại Đại hội Cổ đông 2022 – 2023, sản phẩm của Hoa Sen bán được với giá cao hơn 10% so với các đối thủ trong ngành.

Mảng xuất khẩu của Hoa Sen cũng nổi bật hơn so với các đối thủ cùng ngành. So với đối thủ top 2 (Tôn Đông Á) và top 3 (Nam Kim), Hoa Sen xuất khẩu đến hơn 87 quốc gia trong khi Tôn Đông Á và Nam Kim chỉ xuất khẩu đến 50 quốc gia. Doanh thu mảng xuất khẩu của Hoa Sen trong năm 2022 cũng cao hơn mảng xuất khẩu của Nam Kim và Tôn Đông Á cộng lại.

Triển vọng biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá thép HRC tăng

Giá thép HRC phục hồi nhờ triển vọng Trung Quốc mở cửa và hồi phục bất động sản tại Trung Quốc

Giá thép HRC 2020 – 2023 (USD/ tấn)



Nguồn: Bloomberg và Fiinpro

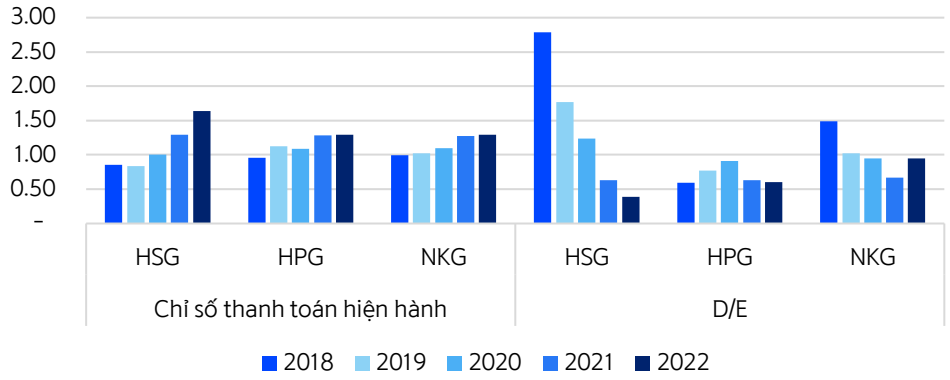
Trung Quốc là quốc gia tiêu thụ thép hàng đầu thế giới với sản lượng tiêu thụ chiếm hơn 50% sản lượng tiêu thụ toàn cầu. Việc Trung Quốc mở cửa biên giới ngày 08/01/2023 được đánh giá sẽ giúp nền kinh tế nước này phục hồi, qua đó làm tăng nhu cầu tiêu thụ thép. Kể từ lúc thông tin về kế hoạch mở cửa của Trung Quốc được công bố, giá thép HRC đã có mức phục hồi ấn tượng từ mức giá USD 666/ tấn vào tháng 11 năm 2022 lên mức USD 1,050/ tấn vào đầu tháng 3 năm 2023 tương ứng với mức tăng 57%.

Bên cạnh đó, các biện pháp của chính phủ trong việc phục hồi thị trường bất động sản sẽ tiếp tục là động lực thúc đẩy giá thép tăng trưởng trong năm 2023. Ngành bất động sản của Trung Quốc hiện chiếm 40% sản lượng tiêu thụ thép của Trung Quốc. Chính phủ Trung Quốc đã công bố một loạt biện pháp để "cởi trói" cho lĩnh vực này, trong đó có việc nới lỏng quy định giúp các nhà phát triển bất động sản dễ dàng huy động vốn hơn, đồng thời tung ra chương trình hỗ trợ tái cấp vốn với tổng giá trị lên tới USD 24 tỷ cho các công ty bất động sản.

Nhu cầu Trung Quốc hồi phục sẽ giúp giá thép trong nước và thế giới tăng, qua đó giúp biên lợi nhuận gộp của Hoa Sen được cải thiện. Bên cạnh đó, giá thép tăng sẽ giúp Hoa Sen hoàn nhập được khoản dự phòng hàng tồn kho trong quý 4/2022, góp phần thúc đẩy lợi nhuận cho Hoa Sen.

Tài chính lành mạnh giúp doanh nghiệp vượt qua khó khăn

Chỉ số thanh khoản và đòn bẩy của Hoa Sen và các đối thủ 2018 - 2022



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Tỷ lệ nợ / vốn chủ sở hữu của Hoa Sen liên tục giảm và chỉ số thanh toán hiện hành được cải thiện qua các năm cho thấy tình hình tài chính của Hoa Sen ngày một tốt hơn. So với các công ty cùng ngành, Hoa Sen có tỷ lệ nợ/ vốn chủ sở hữu thấp nhất, điều này giúp công ty giảm bớt gánh nặng tài chính khi mặt bằng lãi suất đang cao.

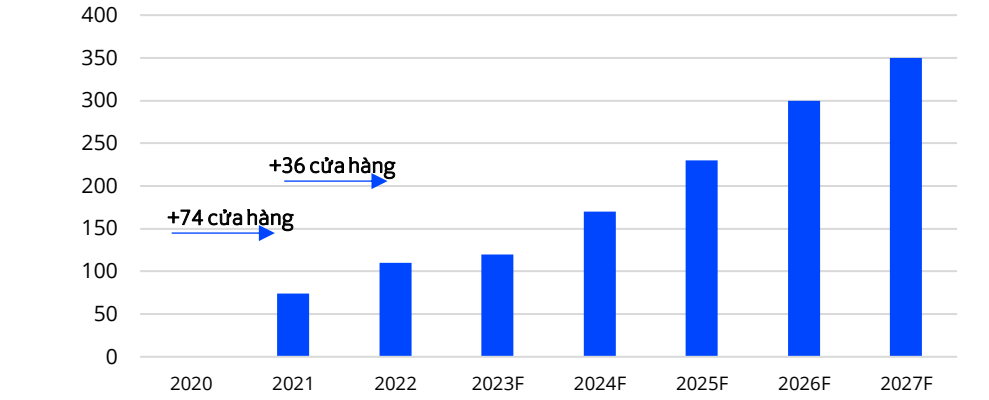
Thị trường bất động sản vẫn còn tiêu cực, dự kiến cải thiện hơn trong 6 tháng cuối năm

Theo Bộ Xây dựng, cả nước có 126 dự án với 55,732 căn hộ được cấp phép trong năm 2022 giảm 47% so với cùng kỳ. Trước những vấn đề liên quan đến tình hình bất động sản trong năm 2022, ngành bất động sản dự kiến sẽ còn gặp khó khăn trong năm 2023. Việc nhà nước tiếp tục duy trì động thái siết chặt phát hành trái phiếu, tín dụng bất động sản, đồng thời giữ lãi suất ở mức cao để kiềm chế lạm phát sẽ làm ảnh hưởng tiêu cực đến ngành bất động sản trong nước. Ngành bất động sản dự kiến sẽ có sự cải thiện vào khoảng giữa năm khi các vấn đề về thị trường bất động sản được giải quyết và lãi suất hạ nhiệt. Thị trường bất động sản gần đây đã có một vài tín hiệu tích cực từ chính phủ thông qua những hành động và giải pháp nhằm hỗ trợ thị trường:

- Trong hội nghị "Tháo gỡ, thúc đẩy, phát triển thị trường bất động sản" với Thủ tướng Chính Phủ, Thủ tướng cho rằng có sự lệch pha khi dư thừa bất động sản ở phân khúc cao cấp và thiếu phân khúc trung bình, thu nhập thấp. Qua đó ngân hàng nhà nước cùng 4 ngân hàng quốc doanh đã thống nhất gói tín dụng 120,000 tỷ, lãi suất thấp hơn 1.5-2% cho nhà ở xã hội. Điều này giúp cải thiện thị trường bất động sản qua đó thúc đẩy lượng tiêu thụ thép trong nước.
- Chính phủ gần đây đã ban hành Nghị định số 08/2023/NĐ-CP ngày 5/3/2023 nhằm sửa đổi một số quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ trong nước và quốc tế. Một số thay đổi lớn của nghị định bao gồm: Nhà phát hành có thể thanh toán gốc, lãi trái phiếu đến hạn bằng tài sản khác, được kéo dài kỳ hạn tối đa không quá 2 năm nếu có sự đồng ý của trái chủ. Nghị định này cũng hoãn quy định về nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, thời gian phân phối trái phiếu của từng đợt phát hành và yêu cầu kết quả xếp hạng tín nhiệm đối với DN phát hành trái phiếu đến 31/12/2023. Các quy định mới theo Nghị định 08 có giá trị tích cực và là cơ sở cho việc đẩy mạnh các biện pháp nhằm giảm áp lực cho thị trường trái phiếu hiện nay, nhất là trái phiếu bất động sản.

Triển vọng dài hạn với hệ thống siêu thị vật liệu xây dựng và nội thất Hoa Sen Home

Dự phóng số lượng cửa hàng Hoa Sen Home 2023F – 2027F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Kể từ đầu năm 2021 khi Hoa Sen chính thức triển khai hệ thống Hoa Sen Home, đến cuối năm 2022 chuỗi siêu thị vật liệu xây dựng và nội thất Hoa Sen đã đạt 110 cửa hàng trên cả nước, tập trung chủ yếu ở các tỉnh thành lớn.

Hệ thống Hoa Sen Home được xem là nước đi mới trong thị trường phân phối vật liệu xây dựng và các thiết bị dụng cụ nội thất khi mà thị trường hiện tại tập trung chủ yếu những doanh nghiệp nhỏ lẻ, kinh doanh manh múng và không có thương hiệu. Việc triển khai cửa hàng Hoa Sen Home sẽ hỗ trợ khách hàng tốt hơn trong việc cung cấp các sản phẩm bao gồm nguyên vật liệu xây dựng từ phần móng đến phần hoàn thiện trang trí nội thất của ngôi nhà. Khách hàng sẽ tiện lợi hơn trong việc mua sắm thay vì đến từng cửa hàng nhỏ lẻ để mua các loại sản phẩm khác nhau.

Bên cạnh đó Hoa Sen Home được xem là bước tiên phong trong việc đổi mới phương thức bán hàng. Qua đó, khách hàng không cần đến trực tiếp cửa hàng mà có thể lựa chọn và mua hàng online tại Website và qua ứng dụng (App) của Hoa Sen Home.

Với mục tiêu 600 cửa hàng Hoa Sen Home trên cả nước, hệ thống siêu thị vật liệu xây dựng và nội thất Hoa Sen Home dự kiến sẽ đóng góp vào tốc độ tăng trưởng doanh thu cho Hoa Sen. Trước nhu cầu suy yếu của thị trường bất động sản, Hoa Sen dự kiến sẽ điều chỉnh tốc độ mở cửa hàng mới sẽ tùy thuộc vào nhu cầu của thị trường. Theo đó trong năm 2023, Hoa Sen dự kiến mở thêm 5 – 10 cửa hàng Hoa Sen Home.

Kế hoạch IPO Hoa Sen Home và CTCP Nhựa Hoa Sen

Hoa Sen dự kiến đưa hai công ty con trong lĩnh vực ống nhựa (CTCP Nhựa Hoa Sen) và phân phối nội thất - vật liệu xây dựng (Hoa Sen Home) lên sàn chứng khoán trong thời gian 2024-2026 trong đó:

- CTCP Nhựa Hoa Sen có vốn điều lệ 300 tỷ đồng, do Tập đoàn Hoa Sen nắm 99.95% vốn. Đây là công ty sản xuất và kinh doanh các sản phẩm vật liệu xây dựng bao gồm: Ống nhựa uPVC, phụ kiện ống nhựa uPVC, keo dán ống nhựa uPVC, ống HDPE và ống PPR Hoa Sen. Mảng nhựa của HSG đứng thứ 3 về thị phần - sau Nhựa Bình Minh và Nhựa Tiền Phong. Doanh thu trung bình hằng năm của công ty đạt khoảng 2,000 tỷ đồng. CTCP Nhựa Hoa Sen dự kiến đạt lợi nhuận khoảng 100 tỷ đồng trong năm 2023.
- Hoa Sen dự kiến thành lập CTCP Phân phối Vật liệu xây dựng và Nội thất Hoa Sen (gọi tắt là Hoa Sen Home) để tiếp nhận toàn bộ hoạt động kinh doanh của mảng phân phối, bán lẻ và Hoa Sen Home.

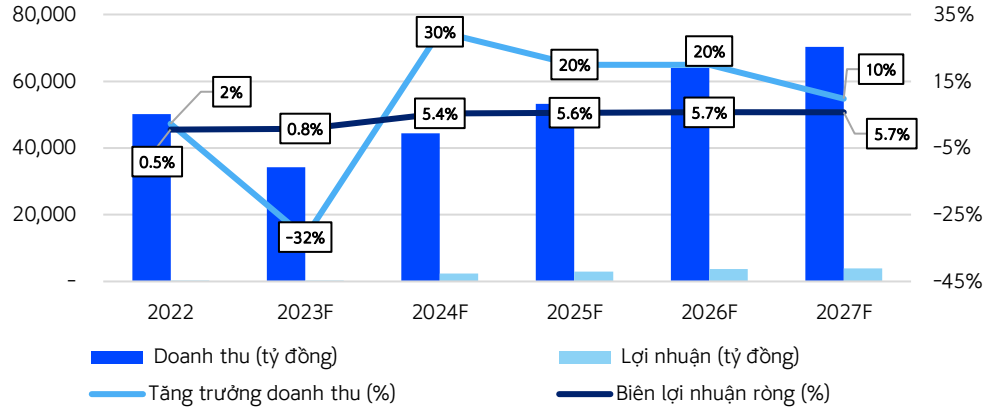
Triển vọng IPO hai mảng kinh doanh này sẽ giúp nhà đầu tư thấy rõ được kết quả hoạt động của từng công ty, qua đó giúp hai công ty có được những định giá phù hợp hơn. Với P/E trung bình của Hoa Sen ở mức 6x, việc tách mảng bán lẻ ra khỏi công ty hiện tại sẽ giúp cải thiện định giá mảng bán lẻ (do mảng bán lẻ thường có P/E từ 10x đến 20x). Do đó khi hợp nhất sẽ góp phần làm tăng giá trị của HSG.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Tình hình kinh doanh dự kiến sẽ phục hồi sau năm 2023

Dự kiến doanh thu giảm nhưng lợi nhuận tăng trong năm 2023

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận Hoa Sen năm 2021 – 2027F

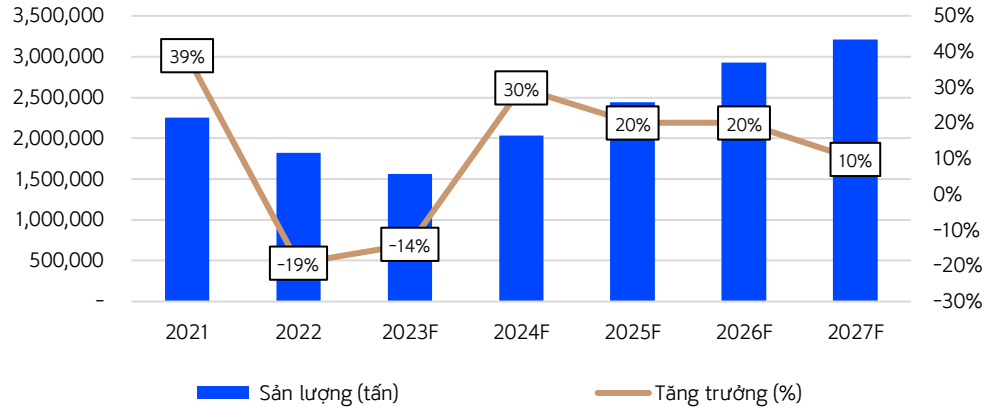


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Với những bất ổn liên quan đến ngành thép trong năm 2023, doanh thu của Hoa Sen dự kiến giảm và hồi phục trong năm 2024 khi các vấn đề liên quan đến bất động sản được giải quyết và tình hình kinh tế hồi phục giúp cải thiện nhu cầu tiêu thụ thép. Biên lợi nhuận ròng năm 2023 dự kiến tăng nhẹ trở lại nhờ giá thép được cải thiện giúp công ty bán được mức giá cao hơn và ghi nhận được phần hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho. Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2023 đạt 34,208 tỷ đồng, giảm 32% so với năm 2022. Lợi nhuận năm 2023 dự kiến đạt 283 tỷ đồng tăng 13%.

Triển vọng sản lượng tăng trở lại sau năm 2023

Dự phóng sản lượng Hoa Sen năm 2021 – 2027F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Sản lượng Hoa Sen dự kiến sụt giảm so với năm 2022 với mức giảm 14% trong năm 2023 do thị trường tiêu thụ trong nước yếu và nhu cầu của nhập khẩu Tôn mạ của các nước giảm. Sản lượng dự kiến hồi phục trở lại vào năm 2024 khi nhu cầu tiêu thụ từ ngành bất động sản tăng trở lại và nền kinh tế thế giới bắt đầu hồi phục

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 16,100 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) với khuyến nghị giữ và giá mục tiêu đạt 16,100 đồng tương ứng với mức tăng 4.88%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, HSG có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

1) Thị phần số một trong mảng tôn mạ với hệ thống phân phối rộng khắp
2) Triển vọng biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá thép HRC tăng
3) Triển vọng dài hạn với hệ thống siêu thị vật liệu xây dựng và nội thất Hoa Sen Home

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF để định giá CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG).

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Đơn vị: tỉ VND	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
EBIT*(1-thuế suất (%))	650	2,562	3,070	3,377	3,715
Khấu hao	610	332	334	336	339
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	782	-2,093	-2,047	-1,465	-1,697
Trừ: Vốn đầu tư	-98	-79	-95	-104	-115
Dòng tiền tự do (FCFF)	**1,944**	**722**	**1,262**	**2,144**	**2,242**
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	0%	-	-	-	-
Lãi suất chiết khấu (%)	15%	-	-	-	-
Giá trị cuối cùng	-	-	-	-	22,716
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,694	548	835	1,236	8,987
Giá trị doanh nghiệp	13,552				
- Nợ	4,266				
+ Tiền và tương đương tiền	336				
Giá trị vốn chủ sở hữu	9,622				
Giá mục tiêu (đồng)	16,100				
Giá hiện tại (đồng)	**15,350**				
Tăng trưởng	**4.88%**				

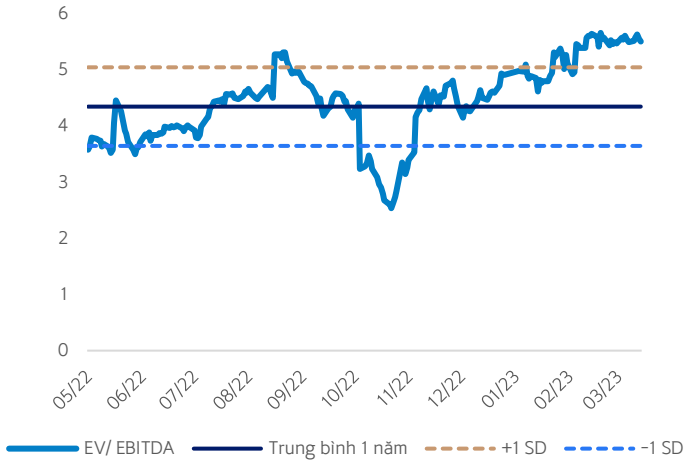
Biến	Giá trị
D/E	0.44
Beta	1.31
Lãi suất phi rủi ro	3.5%
Chi phí sử dụng vốn	18.1%
Chi phí nợ	4.7%
WACC	13.7%

Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3.5% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của HSG và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của HSG được định giá ở mức 16,100 đồng.

P/E 1 năm qua

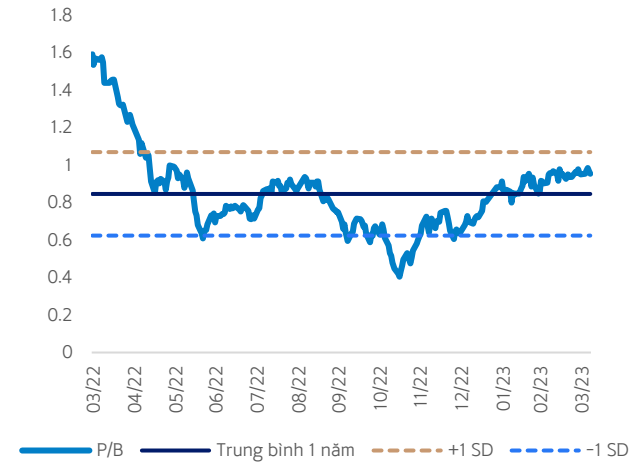


EV/EBITDA 1 năm qua

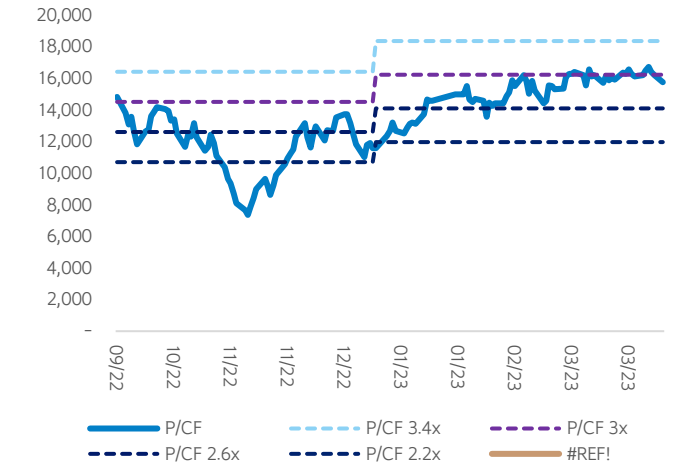


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

P/B 1 năm qua

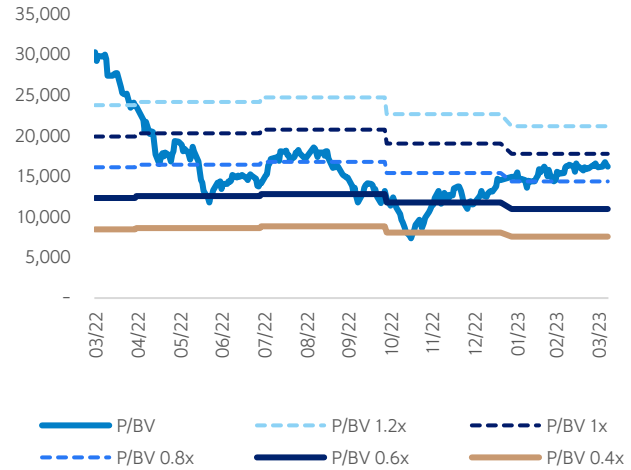


Giá với các mức P/CF

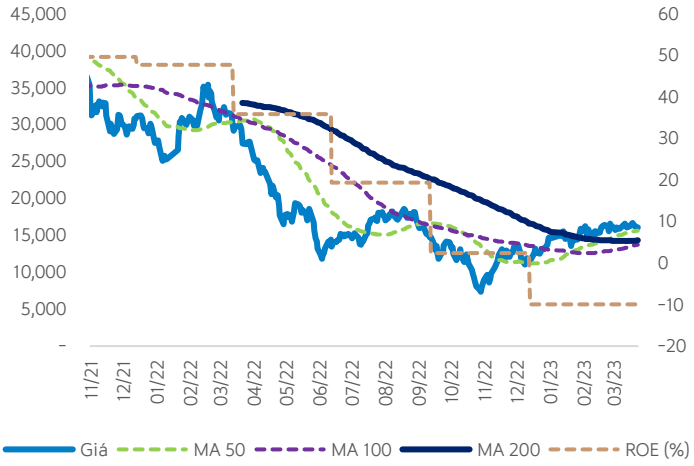


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/B

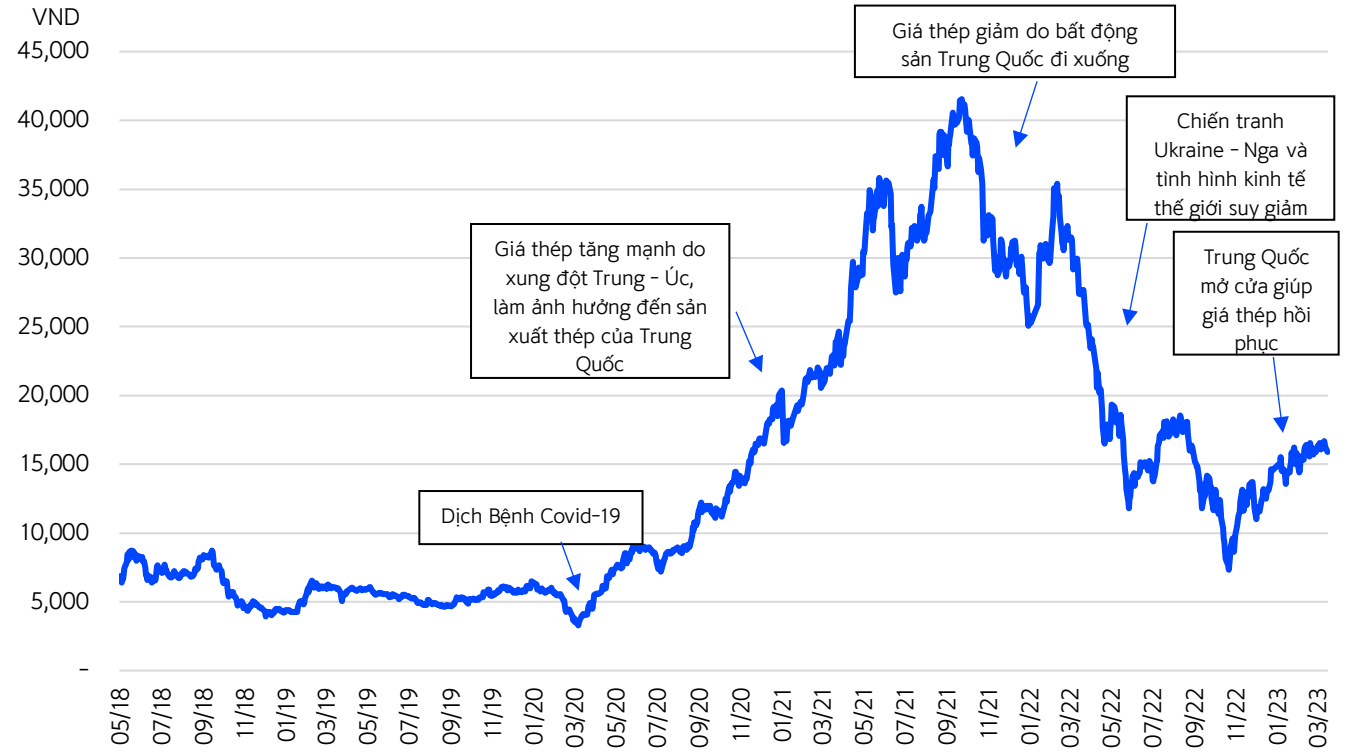


ROE và đường trung bình 1 năm qua



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của HSG

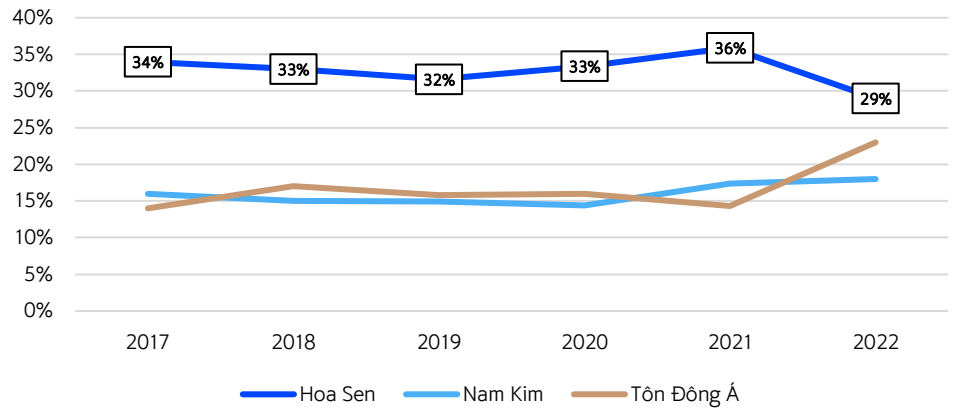


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro sụt giảm thị phần

Thị phần Hoa Sen và Hoa Sen và đối thủ từ năm 2017 – 2018 (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Thị phần tôn mạ của Hoa Sen có sự sụt giảm từ mức 36% xuống còn 29% trong năm 2022. Trong khi đó, các đối thủ như Nam Kim và Tôn Đông Á vẫn giữ vững và mở rộng được thị phần. Việc suy giảm thị phần xảy ra trong năm 2022 do Hoa Sen tập trung mở rộng mảng bán lẻ với hệ thống siêu thị vật liệu xây dựng và nội thất Hoa Sen Home trong khi đó Tôn Đông Á chủ động giảm giá bán cho doanh nghiệp bất động sản nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp vượt qua khó khăn.

Với chiến lược tập trung mảng phân phối bản lẻ vật liệu xây dựng và nội thất, mảng kinh doanh của Hoa Sen sẽ bớt phụ thuộc vào mảng tôn mạ hơn từ đó ít phải cạnh tranh trực tiếp với các đối thủ.

Rủi ro biến động giá thép HRC

Biến động giá thép HRC có tác động to lớn đến giá bán của Hoa Sen do thép HRC là nguyên liệu chính trong quá trình sản xuất tôn mạ của Hoa Sen và giá bán tôn mạ của Hoa Sen được tính % chênh lệch với giá thép HRC. Với tỉ lệ doanh thu xuất khẩu chiếm hơn 50% tổng doanh thu, giá bán thép của Hoa Sen chịu ảnh hưởng bởi cả diễn biến giá thép trong nước và thế giới.

Rủi ro thị trường bất động sản trong nước bất ổn

Thị trường bất động sản ảnh hưởng trực tiếp đến lượng tôn mạ và ống thép tiêu thụ của Hoa Sen. Lượng thép tiêu thụ của trong lĩnh vực bất động sản chiếm hơn 30% sản lượng tiêu thụ thép trong nước. Những diễn biến bất ổn của tình hình bất động sản sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến ngành thép và Hoa Sen.

Rủi ro kinh tế thế giới suy giảm

Tình hình kinh tế thế giới ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu tiêu thụ thép của các quốc gia trên thế giới. Kinh tế suy giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu đầu tư và xây dựng của các nước qua đó tác động tiêu cực đến sản lượng tiêu thụ và giá HRC trên thế giới. Với tỷ trọng xuất khẩu chiếm gần 50% trong cơ cấu doanh thu của Hoa Sen, tình hình kinh tế suy giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của Hoa Sen.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Tổng tài sản	**17,025**	**17,213**	**18,870**	**20,901**	**24,117**
Tài sản ngắn hạn	9,835	10,518	12,409	14,659	18,083
Tiền và tương đương tiền	330	1,021	394	152	1,841
Đầu tư TC ngắn hạn	9	9	9	9	9
Các khoản phải thu	2,101	3,004	3,901	4,786	5,550
Hàng tồn kho	7,395	6,484	8,105	9,712	10,683
Tài sản dài hạn	7,190	6,695	6,461	6,243	6,034
Tài sản cố định	5,959	5,447	5,194	4,955	4,723
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-
Tài sản khác	1,232	1,248	1,267	1,288	1,311
Tổng nợ	**6,142**	**5,878**	**5,110**	**4,136**	**3,986**
Nợ ngắn hạn	6,009	5,850	5,064	4,058	3,853
Khoản phải trả	1,040	1,812	2,235	2,678	2,946
Vay và nợ thuê tài chính	4,070	3,137	1,926	475	-
Khác	899	901	903	904	907
Nợ dài hạn	133	27	46	78	133
Vay và nợ thuê tài chính	117	-	-	-	-
Khác	16	27	46	78	133
Vốn chủ sở hữu	**10,884**	**11,335**	**13,760**	**16,766**	**20,131**
Vốn góp chủ sở hữu	5,981	5,981	5,981	5,981	5,981
Thặng dư vốn	157	157	157	157	157
Lợi nhuận giữ lại	4,542	4,994	7,419	10,424	13,789
Vốn khác	187	187	187	187	187
Lợi ích CĐ không kiểm soát	16	16	16	16	16
*Tổng nợ	4,187	3,137	1,926	475	-
*Nợ ròng (tiền)	3,857	2,117	1,532	323	(1,841)

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**50,090**	**34,208**	**44,409**	**53,218**	**58,540**
Tăng trưởng (%)	2%	-32%	30%	20%	10%
Giá vốn hàng bán	**44,772**	**30,424**	**37,523**	**44,965**	**49,462**
Lợi nhuận gộp	**4,939**	**3,784**	**6,887**	**8,253**	**9,078**
Biên lợi nhuận gộp (%)	10%	11%	16%	16%	16%
Chi phí BH & QLDN	**4,355**	**3,225**	**4,187**	**5,018**	**5,520**
LN từ HĐKD	**584**	**558**	**2,700**	**3,235**	**3,559**
Tăng trưởng (%)	-89%	-4%	384%	20%	10%
Biên LN từ HĐKD (%)	1%	2%	6%	6%	6%
LN khác	**(203)**	**(40)**	**87**	**219**	**308**
Thu nhập tài chính	267	182	237	283	312
Chi phí tài chính	(521)	(228)	(158)	(75)	(15)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(260)	(228)	(158)	(75)	(15)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	51	7	8	10	11
LNTT	**381**	**519**	**2,787**	**3,454**	**3,867**
Thuế TNDN	(130)	(67)	(362)	(449)	(503)
LNST	**251**	**451**	**2,424**	**3,005**	**3,364**
Tăng trưởng (%)	-94%	80%	437%	24%	12%
Biên lợi nhuận ròng (%)	1%	1%	5%	6%	6%
LNST cổ đông công ty mẹ	251	451	2,425	3,005	3,364
Lợi ích CĐTS	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
LN trước thuế và lãi vay	**641**	**747**	**2,945**	**3,529**	**3,882**
Tăng trưởng (%)	-88%	16%	294%	20%	10%
Biên LN (%)	1%	2%	7%	7%	7%
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**1,801**	**1,357**	**3,276**	**3,863**	**4,218**
Tăng trưởng (%)	-72%	-25%	141%	18%	9%
Biên LN (%)	4%	4%	7%	7%	7%

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	**2,845**	**1,838**	**663**	**1,303**	**2,268**
Lợi nhuận ròng	381	519	2,787	3,454	3,867
Khấu hao TSCĐ	1,160	610	332	334	336
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(26)	-	-	-	-
Lãi vay	(7)	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	1,336	971	(1,840)	(1,707)	(1,005)
Thay đổi khác	1	(262)	(615)	(778)	(930)
Tiền từ HĐ đầu tư	**(408)**	**(98)**	**(79)**	**(95)**	**(104)**
Chi dùng vốn	(463)	(98)	(79)	(95)	(104)
Tiền thu do thanh lý, nhượng bán TSCĐ	28	-	-	-	-
Thay đổi khác	27	-	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	**(2,651)**	**(1,049)**	**(1,211)**	**(1,451)**	**(474)**
Thay đổi vốn cổ phần	49	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(2,699)	(1,050)	(1,211)	(1,452)	(475)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(0)	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**(215)**	**691**	**(627)**	**(243)**	**1,689**
Tổng tiền đầu năm	493	330	1,021	394	152
Thay đổi trong tỷ giá	52	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	330	1,021	394	152	1,841

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

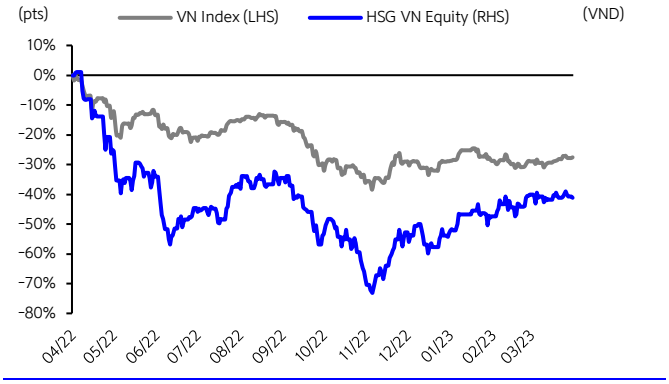
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
EPS (đồng)	405	754	4,054	5,024	5,625
BPS (đồng)	17,537	18,951	23,006	28,030	33,656
DPS (đồng)	1	1	1	1	1
PER (x)	11.00	21.01	3.91	3.15	2.82
PBR (x)	1.09	0.84	0.69	0.57	0.47
EV/EBITDA (x)	7.79	7.44	9.88	4.09	3.47
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%
Lãi cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	4%	4%	7%	7%	7%
Biên LN từ HĐKD (%)	1%	2%	6%	6%	6%
Biên LNST (%)	1%	1%	5%	6%	6%
ROA (%)	1%	3%	13%	15%	15%
ROE (%)	2%	4%	19%	20%	18%
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	38%	28%	14%	3%	0%
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	214%	156%	47%	8%	-44%
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	5%	17%	8%	4%	48%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	2.46	3.27	18.65	47.13	262.22
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	71.96	74.05	59.95	61.10	63.58
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	21.81	19.27	20.40	21.14	22.00
Số ngày khoản phải thu (ngày)	21.74	17.11	19.68	19.94	20.75

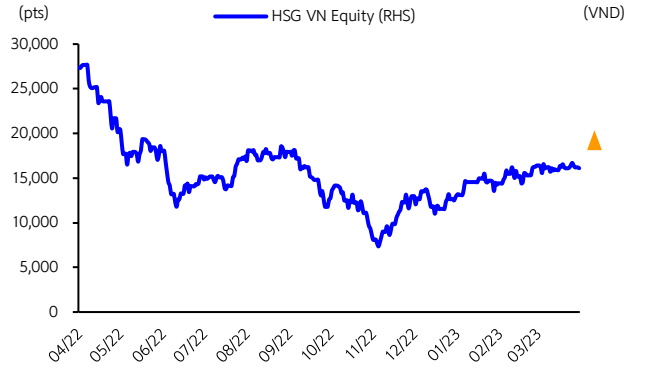
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
14/04/2023 (BC lần đầu)	GIỮ	16,100	-36%	-63%/134%

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Tien Le

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: HSG VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000