

# Báo cáo cập nhật ĐHCĐ

HBC - CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình

29/3/2019

# BSC

## Kỳ vọng thu hồi công nợ

**Khuyến nghị:** Theo Dõi

**Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)**

hienmtm@bsc.com.vn

Giá mục tiêu 20,100

Giá đóng cửa 18,450

Upside 8.94%

**Quang Đăng (PTKT)**

quangd@bsc.com.vn

Giá mục tiêu 23,900

Giá đóng cửa 18,000

### Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp) 196.07

Vốn hóa (tỷ đồng) 3,618

Giá cao nhất 52 tuần 33,400

KLGD TB20 phiên (ng cp) 2,295

Sở hữu nước ngoài 20.96%

### Cổ đông lớn

Lê Viết Hải 17.5%

PYN Elite Fund 15.8%

Deutsche Bank 4.5%

Lucerne Enterprise 4.5%

### Diễn biến giá (1 năm)



### Tổng quan công ty

CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình là công ty thi công xây dựng công trình dân dụng và công nghiệp với tỷ trọng doanh thu đóng góp trên 80%, mở rộng phạm vi cả nước và tập trung chính ở khu vực TP HCM.

Các báo cáo khác

[\(link\)](#)

### Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Theo Dõi HBC với giá mục tiêu là 20,100 đ/cp dựa theo phương pháp P/E, với P/E mục tiêu là 6.5x (P/E trung vị ngành VN = 7.6x). Giá HBC 28/3/2019 = 18,450 đ/cp – P/E TTM = 5.7x – P/B TTM = 1.3x.

### Dự báo KQKD 2019

Chúng tôi dự phóng KQKD DTT và LNST phân bổ cho công ty mẹ 2019 sẽ đạt lần lượt 19,404 tỷ đồng (+6.6% yoy) và 614 tỷ đồng (-4% yoy) tương đương EPS 2019 = 3,099 đồng/cp (đã trừ đi 5% QKTPL), P/E FW = 6.3x và P/B FW = 1.2x.

### Catalyst

- HBC chuẩn bị phát hành cổ phiếu cho đối tác chiến lược.
- Công ty tích cực thu hồi công nợ giúp giảm phải thu khách hàng.

### Rủi ro

- Ngành xây dựng sẽ tiếp tục khó khăn do tình hình cạnh tranh khốc liệt.
- Các khoản nợ vay và phải thu ngắn hạn tăng khiến dòng tiền từ hoạt động kinh doanh âm.
- Xu hướng dịch chuyển sang mảng BDS bình dân - trung cấp khiến biên lợi nhuận xây dựng co hẹp lại.

### Cập nhật KQKD 2018

LNST giảm mạnh do biên gộp giảm và chi phí lãi vay tăng. DTT đạt 18,203 tỷ đồng (+13% yoy), LNST đạt 627 tỷ đồng (-27% yoy), tương ứng EPS đạt 3,246 đồng/cp (-51% yoy). Giá trị hợp đồng ký mới và chuyển tiếp năm 2018 đạt 25,852 tỷ (+26.2% yoy) và 25,524 tỷ đồng (+20.3% yoy).

**Rủi ro lớn của HBC tới từ phải thu tăng mạnh.** Chúng tôi lưu ý phải thu ngắn hạn đạt 11,104.5 tỷ đồng (+20.8% yoy) chủ yếu tới từ (1) Phải thu ngắn hạn của khách hàng đạt 6,140.9 tỷ đồng (+90.4% yoy); và (2) Phải thu theo tiến độ KH hợp đồng XD là 4,107.4 tỷ đồng (-12.1% yoy). (3) Trích lập nợ khó đòi cuối kỳ 2018 vẫn còn 63 tỷ đồng tương đương 10.06% LNST, HBC tiếp tục phải trích lập dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi là 387 tỷ đồng (+19% yoy).

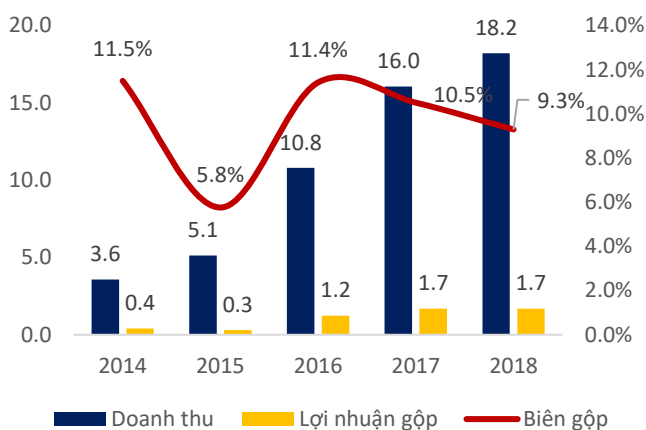
**Nợ phải trả gia tăng khiến chi phí lãi vay tăng mạnh.** Nợ phải trả của HBC đạt 12,967 tỷ đồng (+12.5% yoy), với tỷ lệ đòn bẩy tài chính đạt 4.4x, đa phần do nợ ngắn hạn tăng +12.7% yoy đạt 12,293 tỷ đồng. Qua đó, chi phí lãi vay tăng mạnh đạt 306 tỷ đồng (+15% yoy) làm biên ròng còn 3.4% trong năm 2018 (năm 2017 đạt 5.4%). Trong 1/2019, nhờ việc tích cực thu hồi công nợ nên đã giúp tổng số dư nợ vay của HBC giảm xuống còn 3,868 tỷ đồng (-10.9% yoy). Qua đó, chúng tôi đánh giá tích cực với HBC nếu tiếp tục giảm tỷ lệ nợ vay trong 2019 sẽ làm giảm chi phí lãi vay giúp cải thiện biên ròng.

**HBC cũng vừa mới công bố thông tin phát hành cổ phần riêng lẻ cho đối tác ngoại sẽ hoàn tất trong Q2/2019.** HBC dự kiến sẽ phát hành thêm 25 triệu cổ phiếu với giá trị ước tính khoảng 500 tỷ qua đó chúng tôi đánh giá nguồn tiền này sẽ giúp cho HBC phần nào cơ cấu lại tài chính doanh nghiệp (dự kiến hoàn tất).

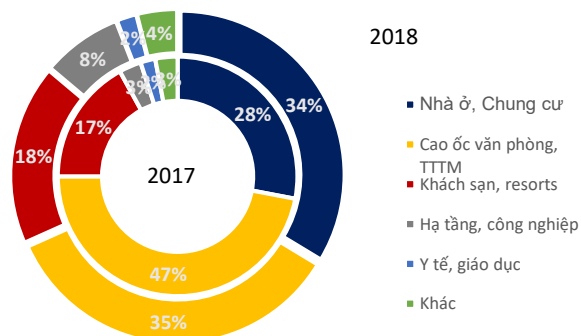
**Cập nhật KQKD 2018**

**LNST giảm mạnh do biên gộp giảm và chi phí lãi vay tăng.** Doanh thu thuần đạt 18,201 tỷ đồng (+13% yoy), LNST đạt 626 tỷ đồng (-27% yoy), tương ứng EPS đạt 3,246 đồng/cp (-51% yoy). Lợi nhuận gộp đạt 1,692 tỷ đồng (+0.35% yoy) với biên gộp đạt 9.3% thấp hơn 10.5% trong 2017 chủ yếu do biên lợi nhuận của hợp đồng xây dựng giảm lại do tình hình ngành xây dựng cạnh tranh khốc liệt.

**Biên gộp Hòa Bình giảm dần do ảnh hưởng BĐS khó khăn (ngàn tỷ)**



**Cơ cấu doanh thu HBC 2017-2018 (%)**



Nguồn: BSC Research, HBC

**Các dự án Nhà ở, Chung cư và Cao ốc văn phòng đóng góp 69% trong cơ cấu doanh thu xây dựng HBC.** Trong năm 2018, tỷ lệ nhà ở và chung cư duy trì mức 35% so với năm 2017 là 34% , nhưng tỷ lệ cao ốc văn phòng và TTTM giảm về 35% so với năm 2017 là 47%. Ngoài ra, HBC làm thầu D&B dự án Gang thép Dung Quất cho Hòa Phát trong 2018 với tổng giá trị hợp đồng xây dựng cơ bản ước tính khoảng 10,000 tỷ đồng, giúp cho tỷ trọng xây dựng nhà máy công nghiệp tăng lên 8% (năm 2017 đạt 2%), tuy nhiên chúng tôi lưu ý tỷ trọng xây dựng nhà máy sẽ giảm xuống do dự án Gang thép Dung Quất sẽ hoàn tất trong năm 2019.

**Doanh thu từ kinh doanh các dự án bất động sản của HBC đạt 527 tỷ đồng trong năm 2018.** Các dự án đã ghi nhận doanh thu trong năm 2018 gồm: Riva Park, Soho Premier, và Grand Riverside. Trong năm 2019, HBC sẽ tiếp tục hoàn thành và bàn giao dự án Ascent Lakeside với quy mô 148 căn hộ, 69 căn officetel và 372 m2 thương mại (đã bán được 124 căn hộ) qua đó chúng tôi kỳ vọng mảng bất động sản sẽ duy trì đóng góp DT cho HBC.

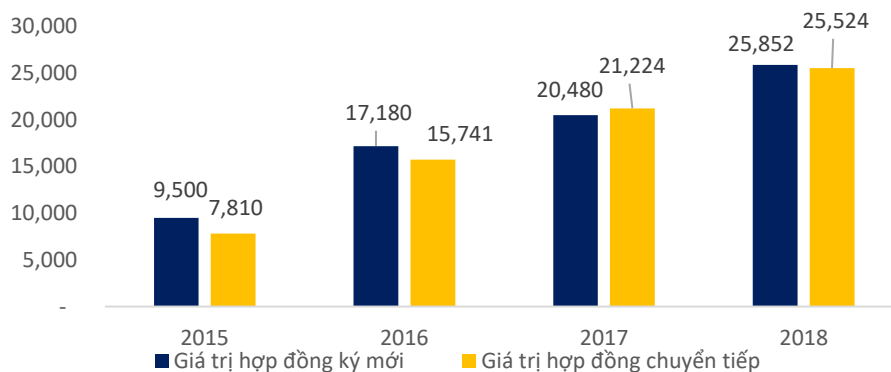
**Một số dự án bất động sản tiêu biểu của HBC trong những năm tới:**

STT	Tên dự án	Quy mô	Đã bán	DT 2018 (tỷ)	Tiến độ triển khai	2018	2019	2020	2021
1	Riva Park	180 căn hộ	180	99	Đã hoàn thiện				
2	Soho Premier	150 căn hộ	150	36	Đã hoàn thiện				
3	Grand Riverside	175 căn hộ	162	392	Đã hoàn thiện				
4	Ascent Lakeside	148 căn hộ + 69 căn officetel + 372 m2 TM	124	-	Đang xây đến F.23				
5	Ascent Plaza	348 căn hộ + 7,054 m2 TM	342	-	Đang hoàn thiện pháp lý				
6	Ascent Penta View	83 căn hộ + 329 m2 TM	75	-	Đang hoàn thiện pháp lý				
7	Ascent Garden Homes	478 căn hộ + 54 officetel	-	-	Đang hoàn thiện pháp lý				
8	Grand Central	48 căn hộ	-	-	Đang hoàn thiện pháp lý				
9	Ascent City View	294 căn hộ + 46 officetel	-	-	Đang hoàn thiện pháp lý				

Nguồn: BSC Research, HBC

**Giá trị hợp đồng ký mới và chuyển tiếp năm 2018 tăng tốt đạt 25,852 tỷ (+26.2% yoy) và 25,524 tỷ đồng (+20.3% yoy).** Chúng tôi lưu ý các giá trị hợp đồng ký mới đóng góp nhiều nhất khoảng 15% từ các dự án của Vincity với tổng giá trị 3,872.82 tỷ đồng, trong đó: Vincity Ocean Park (2,470 tỷ đồng), Vincity Sportia (1,076.82 tỷ đồng), Vinhomes Westpoint (326 tỷ đồng). Chúng tôi lưu ý biên gộp xây dựng cho các dự án Vincity thường thấp khoảng 5% nên đã làm ảnh hưởng một phần biên gộp của HBC xuống còn 9.3% trong năm 2018.

**Giá trị hợp đồng ký mới và chuyển tiếp HBC 2015-2018 (tỷ đồng)**



Nguồn: BSC Research, HBC

**Rủi ro lớn của HBC tới từ phải thu tăng mạnh.** Chúng tôi lưu ý phải thu ngắn hạn đạt 11,104.5 tỷ đồng (+20.8% yoy) chủ yếu tới từ **(1)** Phải thu ngắn hạn của khách hàng đạt 6,140.9 tỷ đồng (+90.4% yoy); và **(2)** Phải thu theo tiến độ KH hợp đồng XD là 4,107.4 tỷ đồng (-12.1% yoy). Tuy nhiên, tháng 1/2019, HBC đã tích cực thu hồi công nợ đạt 2,900 tỷ đồng vì thế chúng tôi ước tính phải thu khách hàng của HBC trong 2019 có thể giảm về 9,604 tỷ đồng (-13.5% yoy). **(3)** HBC tiếp tục phải trích lập dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi là 387 tỷ đồng (+19% yoy) và hiện công ty đã đưa ra các biện pháp giảm khoản phải thu như gây áp lực với chủ đầu tư, ngưng thi công hoặc kiện ra toàn, v.v...

Trích lập nợ khó đòi của công ty mẹ năm 2018 tăng lên 63 tỷ đồng tương đương 10.06% LNST. Ngoài ra, tổng giá trị nợ phải thu của công ty mẹ đạt 546 tỷ đồng với tuổi nợ từ 6 tháng tới trên 3 năm tại thời điểm 31/12/2018

**Nợ phải trả gia tăng khiến chi phí lãi vay tăng mạnh.** Nợ phải trả của HBC đạt 12,967 tỷ đồng (+12.45% yoy), với tỷ lệ đòn bẩy tài chính đạt 4.4x, đa phần do nợ ngắn hạn tăng +12.7% yoy đạt 12,292.9 tỷ đồng. Qua đó, chi phí lãi vay tăng mạnh đạt 306 tỷ đồng (+15% yoy) khiến biên ròng giảm còn 3.4% trong năm 2018 (năm 2017 đạt 5.4%). Tới tháng 1/2019, nhờ việc tích cực trong thu hồi công nợ nên đã giúp tổng số dư nợ vay của HBC giảm xuống còn 3,868 tỷ đồng (-10.9% yoy). Qua đó, chúng tôi đánh giá tích cực với HBC nếu tiếp tục giảm tỷ lệ nợ vay trong 2019 sẽ làm giảm chi phí lãi vay giúp cải thiện biên ròng.

**HBC cũng vừa mới công bố thông tin phát hành cổ phần riêng lẻ cho đối tác ngoại sẽ hoàn tất trong quý 2/2019.** HBC dự kiến sẽ phát hành thêm 25 triệu cổ phiếu với giá trị ước tính khoảng 500 tỷ qua đó chúng tôi đánh giá nguồn tiền này sẽ giúp cho HBC phần nào cơ cấu lại tài chính doanh nghiệp.

### **Dự báo KQKD 2019**

Chúng tôi dự phóng KQKD DTT và LNST phân bổ cho công ty mẹ 2019 sẽ đạt lần lượt 19,404 tỷ đồng (+6.6% yoy) và 614 tỷ đồng (-4% yoy) tương đương EPS 2019 = 3,099 đồng/cp (đã trừ đi 5% QKTPL), P/E FW = 6.3x và P/B FW = 1.2x. Chúng tôi giả định giá trị hợp đồng ký mới và chuyển tiếp trong năm 2019 đạt 25,860 tỷ đồng (+0.03% yoy) và 32,422 tỷ đồng (+27% yoy). Biên lợi nhuận gộp 2019 giảm còn 8.9% và chi phí lãi vay khoảng 342 tỷ (+12% yoy).

### **Định giá**

Chúng tôi khuyến nghị Theo Dõi cổ phiếu HBC với giá mục tiêu là 20,100 đồng/cp với phương pháp P/E: P/E mục tiêu là 6.5x (P/E trung vị ngành VN =7.6x).

### TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3,518</b>	<b>5,078</b>	<b>10,766</b>	<b>16,035</b>	<b>18,202</b>
<b>LN gộp</b>	<b>410</b>	<b>296</b>	<b>1,232</b>	<b>1,693</b>	<b>1,692</b>
DT tài chính	70	87	103	119	61
Giá đóng cửa	(99)	(132)	(153)	(265)	(324)
Lãi vay	(97)	(130)	(145)	(262)	(306)
CP bán hàng	(9)	(26)	(105)	(62)	(70)
CP QLDN	(280)	(120)	(378)	(479)	(569)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>89</b>	<b>114</b>	<b>704</b>	<b>1,031</b>	<b>781</b>
TN nhập khác (ròng)	(0)	7	11	46	20
<b>LN trước thuế</b>	<b>89</b>	<b>120</b>	<b>715</b>	<b>1,077</b>	<b>801</b>
<b>LN sau thuế</b>	<b>69</b>	<b>83</b>	<b>568</b>	<b>860</b>	<b>627</b>
LN CĐ thiếu số	(2)	(1)	1	0	(10)
LN Cty mẹ	71	83	567	860	637
EPS	1,401	1,105	5,941	6,617	3,215

DT 2018 đạt 18,202 tỷ đồng nhờ vào doanh thu ghi nhận từ các hợp đồng chuyển tiếp cho năm 2018 tăng. Chi phí lãi vay đạt 306 tỷ đồng (+16.8% yoy) nên BLNT giảm về 3.4%.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý biên lợi nhuận giảm còn 9.3% do biên gộp các dự án xây dựng giảm và chi phí nguyên vật liệu tăng.

<b>TS ngắn hạn</b>	<b>4,958</b>	<b>6,146</b>	<b>9,900</b>	<b>11,586</b>	<b>13,509</b>
Tiền và ĐT ngắn hạn	1,333	949	1,770	1,192	423
Phải thu ngắn hạn	3,032	4,212	6,775	9,105	11,105
Tồn kho	561	923	1,229	1,188	1,810
TS ngắn hạn khác	31	62	126	102	172
<b>TS dài hạn</b>	<b>845</b>	<b>1,145</b>	<b>1,550</b>	<b>2,342</b>	<b>2,388</b>
Phải thu dài hạn	94	9	38	35	56
TSCĐ	367	638	1,086	1,420	1,433
TS dở dang dài hạn	46	42	25	54	41
TS dài hạn khác	70	179	223	446	495
Tổng TS	5,803	7,291	11,450	13,928	15,897
Nợ phải trả	4,806	6,217	9,620	11,460	12,967
Nợ ngắn hạn	4,489	5,806	8,886	10,827	12,293
<b>Vay ngắn hạn</b>	<b>1,813</b>	<b>1,890</b>	<b>2,720</b>	<b>4,277</b>	<b>4,073</b>
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>317</b>	<b>411</b>	<b>734</b>	<b>634</b>	<b>674</b>
Vay dài hạn	104	156	434	337	269
Vốn chủ sở hữu	996	1,074	1,830	2,468	2,929
Vốn góp	574	756	954	1,299	1,961
LN chưa phân phối	135	115	535	824	630
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>5,803</b>	<b>7,291</b>	<b>11,450</b>	<b>13,928</b>	<b>15,897</b>

Chúng tôi lưu ý các khoản phải thu ngắn hạn của HBC tăng đáng kể đạt 11,105 tỷ đồng (+21% yoy) và tiền mặt chỉ còn 423 tỷ đồng (-64.5% yoy)

Chúng tôi lưu ý nợ vay ngắn hạn của HBC đạt 12,293 tỷ đồng (+13.5% yoy) do vay tiền ngân hàng để thực hiện xây dựng trước cho các dự án.

% yoy DT	#N/A	66%	165%	367%	417%
<b>Biên In gộp</b>	12%	6%	11%	11%	9%
<b>Lãi vay/DTT</b>	3%	3%	1%	2%	2%
CP bán hàng/DTT	0%	1%	1%	0%	0.4%
CP QLDN/DTT	8.0%	2.4%	3.5%	3.0%	3.1%
<b>Biên In thuần</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.6%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.4%</b>	<b>3.4%</b>

BLNG và thuần đều giảm lần lượt về 9% và 3.4% do giá vốn hàng bán tăng và chi phí lãi vay tăng.

**MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN**

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>1. Khả năng thanh toán</b>					
Hsố TT ngắn hạn	1.10	1.06	1.11	1.07	1.10
Giá đóng cửa	<b>0.97</b>	0.89	0.96	0.95	<b>0.94</b>
<b>2. Cơ cấu vốn</b>					
TSNH/ TTS	0.85	0.84	0.86	0.83	0.85
TSDH/ TTS	0.15	0.16	0.14	0.17	0.15
Hsố Nợ/ TTS	0.83	0.85	0.84	0.82	0.82
Hsố Nợ/ VCSH	4.83	5.79	5.26	4.64	<b>4.43</b>
Nợ ngắn hạn / TTS	0.77	0.80	0.78	0.78	<b>0.77</b>
Nợ DH / TTS	0.05	0.06	0.06	0.05	0.04
<b>3. Năng lực hoạt động</b>					
Vquay hàng tồn kho	8.0	6.4	8.9	11.9	11.01
Vquay phải thu	5.2	7.1	7.6	6.6	4.22
Vquay phải trả	4.4	4.8	6.0	5.9	4.75
Số ngày HTK	45.4	56.6	41.2	30.8	<b>33.14</b>
Số ngày phải thu	70.8	51.6	48.2	55.0	<b>86.41</b>
Số ngày phải trả	82.7	75.7	60.8	62.2	<b>76.87</b>
CCC	33.56	32.53	28.65	23.58	42.68
<b>4. Khả năng sinh lời</b>					
LNST/DTT (%)	2.0%	1.6%	5.3%	5.4%	3.4%
LNST/VCSH (%)	7.1%	8.0%	39.1%	40.0%	23.2%
LNST/TTS	1.3%	1.3%	6.1%	6.8%	<b>4.2%</b>
LN từ HĐKD/DTT	2.5%	2.2%	6.5%	6.4%	4.3%
<b>5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)</b>					
TTS/VCSH	5.41	6.32	6.45	5.90	5.53
DT/TTS	0.67	0.78	1.15	1.26	1.22
EBIT/DT	0.05	0.05	0.08	0.08	0.06
EBT/EBIT	0.48	0.48	0.83	0.80	0.72
lãi ròng/LNTT	0.77	0.69	0.79	0.80	0.78
<b>6. Định giá</b>					
PE		20.5	3.8	3.4	5.7
PB		1.595	1.337	1.308	1.331
EPS		1,105	5,941	6,617	3,246
BVPS		14,202	16,937	17,316	13,862
<b>7. Tăng trưởng (%)</b>					
TTS	22.8%	25.6%	57.0%	21.6%	14%
Nợ	4.8%	7.9%	70.3%	34.8%	19%
DTT	2.5%	44.3%	112.0%	48.9%	14%
LN gộp	31.2%	-27.9%	316.8%	37.3%	0%
LNST	190.1%	20.4%	585.7%	51.4%	-27.1%
EPS					

Chúng tôi lưu ý tỉ lệ Nợ/VCSH đã lên tới 4.4 lần vì thế cơ cấu tài chính của doanh nghiệp hiện đang mất cân bằng.

Số ngày phải thu của HBC tăng lên 86.41 ngày chủ yếu do HBC cho chủ đầu tư trả chậm khiến do dòng tiền kinh doanh giảm

BLNT đạt 4.2% giảm đáng kể so với quá khứ do chủ yếu nguyên nhân do biên gộp giảm và chi phí lãi vay tăng.

Chúng tôi lưu ý EPS 2018 giảm 51% về 3246 đồng nên làm định giá P/E hiện tại tăng lên 5.7x

### HBC\_Giữ xu hướng giảm dài hạn

#### Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: vẫn trong vùng điều chỉnh trong ngắn hạn và có khả năng tiếp tục bị điều chỉnh trong trung hạn và dài hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: MACD vận động hướng xuống dưới đường tín hiệu và ở trên đường trung tâm.
- Chỉ báo RSI: ở vùng quá bán và có xu hướng hồi phục về vùng bán
- Đường MA: tất cả các đường MA tiếp tục vận động hướng xuống trừ SMA 20 và SMA 50 hướng lên.

**Nhận định:** HBC vận động trong vùng giá 18 - 20 và trong vùng điều chỉnh từ vùng đỉnh 21.1 đầu tháng 3/2019. Thanh khoản cổ phiếu trong trạng thái tích cực với thanh khoản trung bình 20 phiên tiếp tục tăng. Chỉ báo RSI vận động trong vùng quá bán, có khả năng trở về vùng bán và ủng hộ khả năng cổ phiếu có khả năng hồi phục và chỉ báo MACD cho thấy dấu hiệu HBC có thể bị điều chỉnh giá trong các phiên sau. Vận động các đường SMA quay đầu hướng xuống trong khi SMA 20 và SMA 50 hướng lên cho thấy đà điều chỉnh sẽ tiếp tục được duy trì trong trung hạn, dài hạn và có khả năng hồi phục trong ngắn hạn. Nếu cổ phiếu hồi phục về vùng trên SMA 20 và SMA 150 với thanh khoản tích cực, HBC sẽ có khả năng hồi phục về vùng giá 21.1 – 25.49. Nếu HBC tiếp tục duy trì đà điều chỉnh và tuột mốc 17.9, HBC sẽ có khả năng kiểm tra vùng đáy 15.35 – 17.2.

**Khuyến nghị:** HBC không thích hợp cho đầu tư ngắn hạn do đang nằm trong vùng điều chỉnh. Nhà đầu tư có thể theo dõi cổ phiếu này và xem xét mở vị thế ngắn hạn nếu HBC hồi phục trên mốc SMA 20 và SMA 150 với thanh khoản ở mức tích cực. Mở vị thế ở mốc 20.45 – 22, chốt lời vùng giá 23.9 – 25.4. cắt lỗ tại 19.



Nguồn: Amibroker, BSC

## **Khuyến cáo sử dụng**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### **BSC Trụ sở chính**

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>  
Bloomberg: BSCV <GO>

