



## Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

Số 9, đại lộ Thống Nhất

Mã chứng khoán: HSG

Ngành: Sản xuất kim loại

Huyện Dĩ An, tỉnh Bình Dương

Sàn giao dịch: HsX

Lĩnh vực: Sản xuất và kinh doanh tôn

<http://www.hoasengroup.vn>

### Khuyến nghị: MUA

Giá mục tiêu: 23,700 VND

Giá hiện tại (08/10/2010): 21,600 VND

Vn Index (08/10/2010): 449.26



**BÁN**

**MUA**

EPS\_2010(F): 2,262 VND P/E : 10.47

BVPS (30/6/2010): 21,045 VND P/B : 1.26

### THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY

#### Lĩnh vực hoạt động

- Sản xuất và kinh doanh các vật liệu xây dựng như : tôn mạ, ống thép và ống nhựa.
- Kinh doanh bất động sản với các dự án chung cư.
- Kinh doanh cảng biển và các dịch vụ logistics.



Đơn vị: Triệu đồng	2008	2009	3Q/2010 *
Doanh thu thuần	3,193,091	4,231,248	3,421,219
Lợi nhuận trước thuế	224,164	134,864	276,483
Lợi nhuận sau thuế	212,438	136,101	285,162
Biên lợi nhuận gộp	12.35%	11.25%	22.33%
Biên lợi nhuận sau thuế	6.65%	3.22%	8.34%
ROA	11.84%	6.40%	6.28%
ROE	29.85%	16.89%	16.11%
EPS (VNĐ)	3,724	2,386	3,395
Book value (VNĐ)	12,118	15,986	21,045

- **Chiến lược phát triển theo chiều dọc (mở rộng chuỗi giá trị sản xuất tôn) sẽ không thuận lợi bằng việc mở rộng theo chiều ngang (kinh doanh bất động sản và dịch vụ cảng biển).**
- **Hội đồng quản trị và ban lãnh đạo quy tụ những người giàu kinh nghiệm, có trình độ và tâm huyết với công ty. Đây là yếu tố đảm bảo cho lợi ích cổ đông.**
- **Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh hàng năm tuy nhiên các chỉ tiêu đánh giá khả năng sinh lời lại có xu hướng giảm.**
- **Hoạt động chính vẫn bị phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu nên dễ bị ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá tương đối lớn khi tỷ giá tăng ảnh hưởng đến lợi nhuận.**
- **HSG đang trong giai đoạn đầu tư mở rộng mạnh nên nguồn vốn vay tăng nhanh, chi phí lãi vay ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận chung của tập đoàn.**

(\*): Niên độ tài chính của HSG từ 30/09/2009 đến 30/9/2010

#### Thông tin chính liên quan

Ngày	Tin tức	Nguồn
21/09/2010	<a href="#">Phát hành 1,000 tỷ đồng trái phiếu và tái cấu trúc các đơn vị trực thuộc</a>	Www.cafef.vn
30/08/2010	<a href="#">Chấp thuận niêm yết bổ sung 16.794.790</a>	Www.cafef.vn
30/07/2010	<a href="#">9 tháng đầu năm tài chính, LNST hợp nhất của HSG ước đạt 273 tỷ đồng</a>	Www.cafef.vn

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

## **ÁP LỰC CẠNH TRANH TRONG NGÀNH**

### **Ngành hiện có tốc độ tăng trưởng nhanh**

Tôn mạ là sản phẩm được sử dụng chủ yếu trong các công trình dân dụng, dân sinh và có tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm khoảng 10%, bằng với tốc độ tăng trưởng của ngành thép và cao hơn tốc độ tăng trưởng trung bình của nền kinh tế. Năm bắt được nhu cầu thị trường trong những năm qua nên HSG mạnh dạn đầu tư các dây chuyền mới, mở rộng sản xuất khiến doanh số và doanh thu tiêu thụ tăng trưởng liên tục. Bình quân doanh thu tiêu thụ hàng năm của công ty tăng khoảng 30%. Bên cạnh việc sản xuất tôn mạ, HSG còn đang tiến hành đầu tư vào sản xuất ống thép và nhựa xây dựng. Các sản phẩm của công ty gắn liền với ngành xây dựng, là ngành đang có nhu cầu lớn tại thời điểm hiện tại cho nên áp lực từ phía khách hàng là không lớn. Mạng lưới phân phối rộng và sản phẩm đáp ứng được những tiêu chuẩn quốc tế, HSG hoàn toàn có khả năng điều tiết giá bán thích hợp với mọi sự thay đổi của thị trường.

### **Nguyên liệu chính bị phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu**

Hiện nay thép cán nóng HSG phải nhập khẩu từ nước ngoài mà chưa tự sản xuất được. Mức thuế nhập khẩu thép cuộn cán nóng là 0%, còn đối với thép cuộn cán nguội nhập khẩu từ các nước ASEAN là 8% và ở các nước khác là 12%. HSG hiện đang sở hữu những dây chuyền sản xuất thép cuộn cán nguội phục vụ cho nhu cầu sản xuất tôn và ống thép của công ty. Công ty gần như khép kín được chuỗi giá trị sản xuất từ cán nguội, sản xuất tôn và phân phối đến thông qua hệ thống chi nhánh trên cả nước. Song do thép cán nóng vẫn phải nhập khẩu từ nước ngoài nên bị phụ thuộc vào một số yếu tố như giá thế giới, tỷ giá. Mà những nhân tố này tác động không nhỏ đến kết quả kinh doanh của công ty (điển hình là năm 2009). Do đó ban lãnh đạo có tham vọng mở rộng chuỗi giá trị này tiến đến cán nóng và luyện phôi thép. Tuy nhiên theo đánh giá của chúng tôi, điều này khó có thể thực hiện trong tương lai gần bởi hiện nay công ty cũng đang đầu tư vào các dự án tương đối lớn khác nên chưa thể có vốn thực hiện điều này. Thêm vào đó các dự án sản xuất và luyện phôi thép đã bị ngừng cấp giấy phép thành lập thì trong tương lai xa hơn HSG chỉ có thể thực hiện được điều này thông qua việc tái cấu trúc với các đơn vị khác.

### **Sự cạnh tranh của các công ty hiện tại là không lớn**

Thị trường tôn mạ nội địa hiện nay là sân chơi của các công ty lớn như Hoa Sen, Sun Steel, Tôn Phương Nam... Một số doanh nghiệp liên doanh và doanh nghiệp nước ngoài cũng chiếm thị phần nội địa tương đối lớn khác như Perstima, Blue Scope Steel ... Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy HSG có khá nhiều lợi thế hơn các đối thủ khác như: sở hữu dây chuyền công nghệ hiện đại, công suất lớn, mạng lưới phân phối rộng, thương hiệu uy tín. Đặc điểm kinh doanh của HSG là tự xây dựng các chi nhánh bán lẻ cho mình mà không thông qua đại lý như những đơn vị khác. Sản phẩm được phân phối đến người tiêu dùng cuối cùng, giảm thiểu chi phí hoa hồng đại lý cho trung gian và có thể điều chỉnh giá bán linh hoạt khi thị trường có nhiều biến động. Với hướng đi riêng cho mình cho thấy HSG thực sự là một đối thủ nặng ký đối với các công ty khác trong ngành.

### **Công ty trong ngành không ngừng đưa ra những sản phẩm mới**

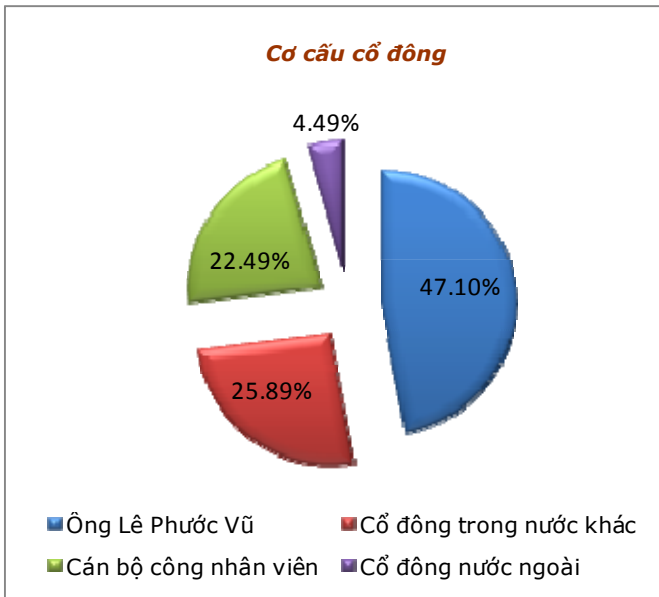
Sản phẩm tôn mạ (tôn mạ màu, tôn mạ kẽm, tôn lạnh) là vật liệu xây dựng có tác dụng che chắn, cách nhiệt... được sử dụng rộng rãi trong các công trình xây dựng dân dụng. Mặc dù sản phẩm này được cung cấp bởi rất nhiều nhà sản xuất khác nhau trên thị trường song công nghệ là một yếu tố quan trọng quyết định đến mức độ tồn tại của sản phẩm. Công nghệ được sử dụng tại HSG là công nghệ NOF (Non oxydising gurnace) - công nghệ sản xuất tôn tiên tiến nhất trên thế giới.

Ống thép và nhựa vật liệu xây dựng là những sản phẩm mới của HSG. Hai ngành này trên thị trường nội địa đã có những công ty có lợi thế về quy mô, trình độ và kinh nghiệm như POM, BMP... Hiện nay nhu cầu đối với các sản phẩm trên vẫn đang ổn định do đó khả năng ra đời sản phẩm thay thế trong tương lai gần là rất khó.

### **Rào cản cho các công ty mới gia nhập ngành**

Không giống như các dự án sản xuất thép hiện đang bị hạn chế đầu tư do đứng trước việc dư cung trong tương lai, tôn mạ là một dòng sản phẩm trong số những sản phẩm được sản xuất từ thép chưa bị đánh giá là sẽ dư thừa cung. Do đó đối với các công ty mới khi gia nhập vào ngành sản xuất tôn sẽ không chịu sự hạn chế nào từ những quy định của các bộ, ban ngành có liên quan. Hiện nay HSG đang dẫn đầu thị phần cả nước đối với sản phẩm tôn mạ (chiếm 28.6%), tuy nhiên chi nhánh ở miền Bắc của công ty còn rất thưa thớt. Do đó mà các công ty mới gia nhập ngành vẫn còn có khả năng phát triển và chiếm lĩnh thị phần.

**TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP**



**Lịch sử hình thành và cơ cấu cổ đông**

Công ty cổ phần Tập đoàn Hoa Sen có tiền thân là một cơ sở bán lẻ tôn vào năm 1994 do ông Lê Phước Vũ thành lập. Sau bảy năm tích lũy vốn và kinh nghiệm kinh doanh, vào năm 2001 ông Vũ đã thành lập Công ty cổ phần Hoa Sen với vốn điều lệ là 30 tỷ đồng. Với sự lãnh đạo sáng suốt và điều hành linh hoạt chỉ trong vòng tám năm sau, CTCP Hoa Sen từ một công ty nhỏ chuyên kinh doanh tôn vươn lên trở thành tập đoàn vững mạnh— Tập đoàn Hoa Sen như hiện nay.

Cơ cấu cổ đông của HSG khá tập trung khi Chủ tịch HĐQT (kiêm Tổng giám đốc) nắm giữ gần 50% số lượng cổ phiếu. Như vậy ở HSG mâu thuẫn giữa ban lãnh đạo và ban điều hành sẽ được giảm thiểu. Các cổ đông nhỏ có thể yên tâm vì trách nhiệm của ban điều hành gắn trực tiếp với lợi ích của họ.

STT	Họ và tên	Chức danh
<b>Hội đồng quản trị</b>		
1	Lê Phước Vũ	Chủ tịch Hội đồng quản trị
2	Trần Ngọc Chu	Phó Chủ tịch Hội đồng quản trị
3	Phạm Văn Trung	Thành viên Hội đồng quản trị
4	Lê Phụng Hòa	Thành viên Hội đồng quản trị
5	Lý Duy Hoàng	Thành viên Hội đồng quản trị
6	Phạm Gia Tuấn	Thành viên Hội đồng quản trị
7	Nguyễn Văn Quý	Thành viên Hội đồng quản trị
<b>Ban Tổng giám đốc</b>		
1	Lê Phước Vũ	Tổng giám đốc
2	Trần Ngọc Chu	Phó Tổng giám đốc
3	Phạm Văn Trung	Phó Tổng giám đốc
4	Hoàng Đức Huy	Phó Tổng giám đốc
5	Vũ Văn Bình	Phó Tổng giám đốc

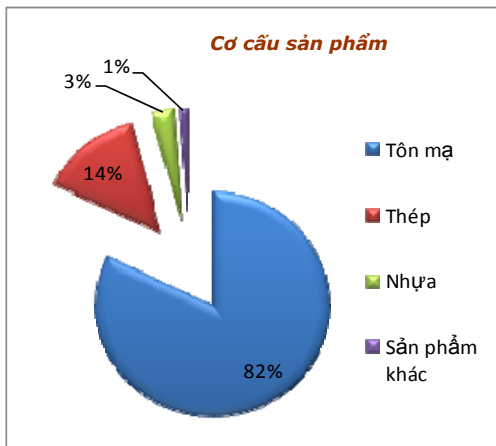
**Ban điều hành và tổ chức hoạt động**

Có thể thấy không ít các vị trí trong Hội đồng quản trị của công ty giữ chức vụ quan trọng trong ban điều hành của tập đoàn. Ban lãnh đạo của HSG đều là những người có kinh nghiệm lâu năm, có tâm huyết với nghề. Hiện nay HSG đang chuẩn bị tiến hành tái cấu trúc các đơn vị trực thuộc bằng các biện pháp như thành lập mới, chia tách, sáp nhập và giải thể các đơn vị trực thuộc nhằm tối ưu hóa hoạt động quản trị, giảm những chi phí không cần thiết và làm nền tảng ứng dụng ERP.

Ban Tái cấu trúc của công ty do Chủ tịch Hội đồng quản trị làm trưởng ban và các thành viên khác trong HĐQT và Ban lãnh đạo. Ban tái cấu trúc quy tụ các thành viên là những người có nhiều kinh nghiệm quản trị, am hiểu về tổ chức và văn hóa đặc thù của Tập đoàn. Với những nội lực như vậy chúng tôi tin tưởng việc tái cấu trúc Tập đoàn sẽ mang lại cho cổ đông của HSG nhiều lợi ích từ việc cắt giảm chi phí dư thừa, tinh gọn bộ máy thích ứng với tình hình kinh tế chung sau khủng hoảng tài chính

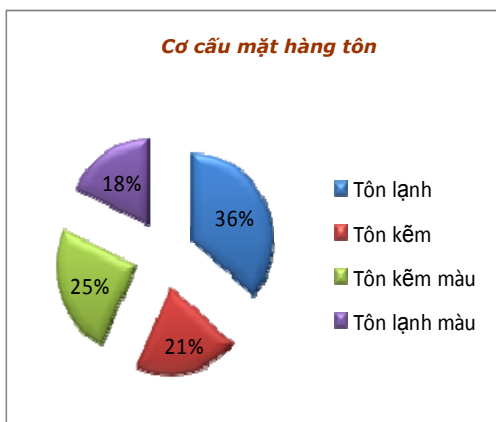
<b>Công ty con và công ty liên kết của tập đoàn Hoa Sen</b>				
STT	Tên công ty	Hoạt động kinh doanh chính	% sở hữu	Vốn điều lệ
1	Công ty TNHH MTV Tôn Hoa Sen	Sản xuất và kinh doanh các loại thép cán nguội	100%	280
2	Công ty TNHH MTV Vật liệu xây dựng Hoa Sen	Sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng bằng nhựa và các sản phẩm ống thép	100%	150
3	Công ty TNHH MTV Vận tải và Cơ khí Hoa Sen	Xây dựng công trình dân dụng và các dự án công nghiệp	100%	16
4	Công ty TNHH MTV Tôn Hoa Sen Phú Mỹ			
5	Công ty TNHH MTV Nhựa Hoa Sen	Sản xuất các sản phẩm nhựa xây dựng		
6	Công ty TNHH MTV Bất động sản Hoa Sen	Thực hiện đầu tư các dự án cao ốc...		
7	CTCP Tiếp nhận và cảng quốc tế Hoa Sen - Gemadep	Cung cấp các dịch vụ vận tải biển	45%	43

**TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP**



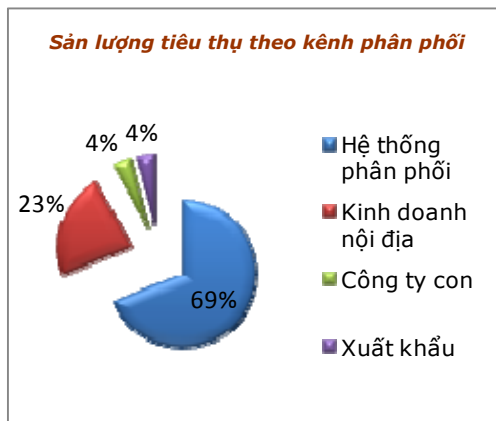
**Cơ cấu sản phẩm và công suất nhà máy**

Tôn mạ hiện nay vẫn là sản phẩm chính trong cơ cấu sản phẩm của HSG, trong đó mặt hàng tôn lạnh (tôn mạ hợp kim nhôm và kẽm) đóng góp tỷ trọng lợi nhuận cao nhất so với các loại tôn mạ khác. Đây là sản phẩm được tạo ra từ dây chuyền mạ công nghệ NOF, công nghệ tiên tiến nhất trên thế giới hiện nay. Quy trình sản xuất tôn—thép của HSG bắt đầu từ dây chuyền sản xuất thép cán nguội. Thép cán nóng đi qua dây chuyền này sẽ tạo ra thép cán nguội dạng cuộn. Sản phẩm thép cán nguội này tiếp tục là đầu vào cho các dây chuyền mạ để cho ra sản phẩm cuối cùng là tôn mạ. HSG hiện đang sở hữu dây chuyền thép cán nguội công suất 180,000 tấn/năm; hai dây chuyền sản xuất tôn mạ kẽm có công suất 100,000 tấn/năm; hai dây chuyền tôn mạ màu với tổng công suất 90,000 tấn/năm; dây chuyền mạ có công suất 150,000 tấn/năm. Trong từng giai đoạn của quy trình sản xuất này, các bán thành phẩm của Tập đoàn Hoa Sen đều đáp ứng những tiêu chuẩn chất lượng quốc tế của Mỹ, Úc và Nhật Bản. Trên thị trường chứng khoán niêm yết hiện nay chỉ có DTL (Thép Đại Thiên Lộc) cũng cùng kinh doanh mặt hàng tôn lạnh giống HSG.



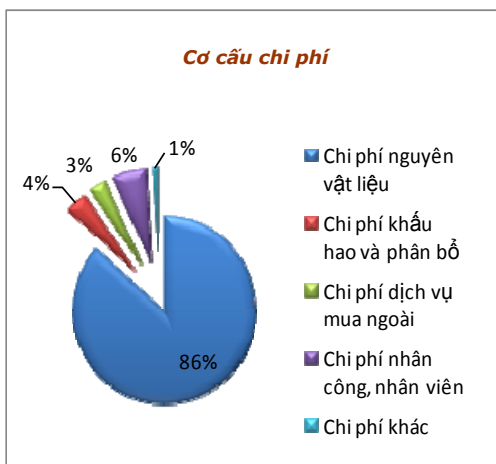
**Mạng lưới phân phối**

HSG sở hữu tất cả 82 chi nhánh phân phối— bán lẻ trên toàn quốc. Tất cả các chi nhánh này được Tập đoàn chia làm bảy khu vực phân bố trên cả nước. Hệ thống phân phối rộng nhằm đảm bảo cho các sản phẩm chất lượng cao của Tập đoàn Hoa Sen được phân phối đến người tiêu dùng. Theo như kế hoạch phát triển mạng lưới phân phối—bán lẻ của Tập đoàn đến năm 2015, HSG sẽ nâng số chi nhánh lên gần gấp đôi so với hiện tại. Hiện nay số chi nhánh tại Khu vực phía Nam và Tp. Hồ Chí Minh được phân bố tương đối dày đặc. Miền Trung và khu vực Hà Nội là những nơi mà chi nhánh của HSG còn thưa thớt.



**Thị trường tiêu thụ và thị phần**

Sản phẩm của Tập đoàn Hoa Sen có thị trường tiêu thụ chính là nội địa, sản lượng xuất khẩu chỉ chiếm khoảng 4% tổng sản lượng sản xuất của Tập đoàn. HSG là doanh nghiệp dẫn đầu thị phần sản xuất tôn (đặc biệt là tôn lạnh) trong nước khi chiếm tới 28.6% trong năm 2009 và có khoảng cách rất xa so với doanh nghiệp đứng thứ hai là Sun Steel (16.1%). Một số đối thủ cạnh tranh chính với HSG hiện nay như: Blue Scope Steel, Tôn Phương Nam, liên doanh Posvina, Nam Kim, Lilama Hà Nội...

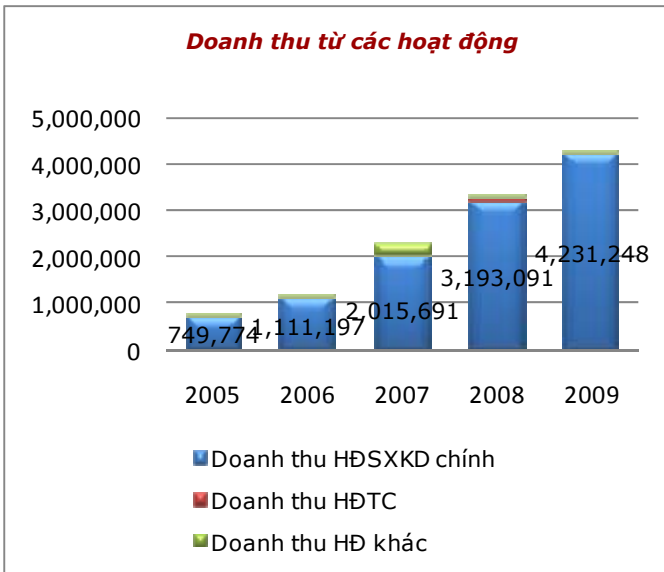


**Rủi ro kinh doanh chính**

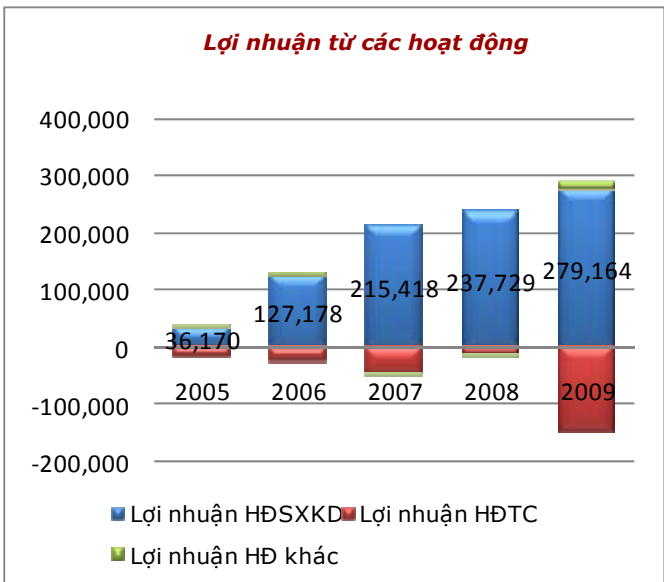
Cơ cấu chi phí của HSG cho thấy hiện nay nguyên liệu đầu vào đang là nhân tố chiếm tỷ trọng lớn nhất trong hoạt động của công ty. Những nguyên liệu này được nhập khẩu phần lớn từ nước ngoài và được thanh toán bằng ngoại tệ. Như vậy tỷ giá hối đoái có ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí và hiệu quả hoạt động của Tập đoàn. Như đã trình bày ở trên thị trường tiêu thụ chính của HSG là nội địa nên không có nguồn thu ngoại tệ để bù đắp cho phần chênh lệch khi tỷ giá tăng. Mặc dù Nhà nước cũng đang cố gắng để duy trì tỷ giá ổn định song trong ngắn hạn tỷ giá thay đổi sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến kết quả kinh doanh của công ty ngay trong kỳ.

**LĨNH VỰC HOẠT ĐỘNG**

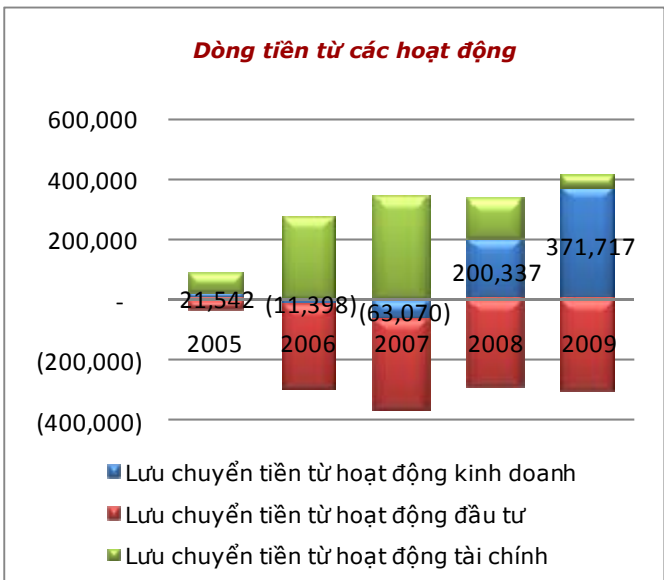
**Doanh thu từ các hoạt động**



**Lợi nhuận từ các hoạt động**



**Dòng tiền từ các hoạt động**



**Chiến lược phát triển của công ty**

Trong giai đoạn 2010 - 2015 sắp tới, Tập đoàn Hoa Sen xây dựng chiến lược phát triển cho mình theo cả chiều dọc và chiều ngang.

- Phát triển theo chiều dọc:** Hiện nay quá trình sản xuất của HSG mới chỉ bắt đầu từ khâu cán thép rồi đưa vào dây chuyền mạ để sản xuất các sản phẩm tôn. Tập đoàn cũng đang mong muốn kéo dài chuỗi giá trị sản phẩm từ thép cán nóng và luyện cán thép. Tuy nhiên các dự án xây dựng nhà máy thép hiện nay đã bị ngừng cấp giấy phép hoạt động; sản lượng sản xuất được dự báo sẽ dư thừa trong một vài năm tới do đó mà bản thân HSG khó có thể mở rộng được chuỗi giá trị nếu như không có sự tái cấu trúc với một đơn vị khác.
- Phát triển theo chiều ngang:** Mặc dù mặt hàng chính hiện nay là tôn lạnh song HSG cũng hướng tới sự phát triển đa dạng sản phẩm trong lĩnh vực vật liệu xây dựng. Tháng 6 năm nay, HSG đã tách nhà máy sản xuất nhựa để thành lập công ty con là công ty TNHH MTV Nhựa Hoa Sen và đầu tư dây chuyền mới, nâng tổng công suất lên gấp bốn lần công suất nhà máy cũ. Sản lượng sản xuất của công ty nhựa ước tính lên tới 34,000 tấn/năm. Ngoài ra Tập đoàn cũng mở rộng kinh doanh sang các lĩnh vực khác như bất động sản, cảng biển và logistic.

**Quan hệ giữa các mảng hoạt động chính**

Tập trung đầu tư vào lĩnh vực sản xuất và kinh doanh chính với mặt hàng chiến lược là tôn (tôn lạnh, tôn kẽm, tôn mạ...) nên đây cũng là nguồn thu chính mang lại doanh thu và lợi nhuận cho HSG trong những năm qua. Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận từ kinh doanh tôn tương đối đều qua các năm. HSG không có các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn nên doanh thu từ hoạt động tài chính chủ yếu là các khoản lãi tiền gửi và cổ tức trong khi chi phí tài chính phần lớn là do trả lãi vay và lỗ do chênh lệch tỷ giá hối đoái. Có thể thấy **hoạt động tài chính gần như không mang lại lợi nhuận cho HSG**. Như chúng tôi đã nêu trong phần phân tích rủi ro, trong niên độ kế toán 2008—2009 lỗ từ chênh lệch tỷ giá chiếm đến một nửa chi phí tài chính và làm giảm đáng kể lợi nhuận của toàn Tập đoàn. Lượng tiền mặt từ hoạt động tài chính đem về để hỗ trợ cho các hoạt động khác chủ yếu là từ tiền đi vay. Tốc độ tăng trưởng trung bình cho các khoản vay nợ ngắn hạn trong vòng 5 năm qua xấp xỉ 40%/năm. Trong những năm qua, Tập đoàn liên tục mở rộng hoạt động đầu tư vào các dự án mới nên hoạt động đầu tư kéo theo lượng lớn lượng tiền mặt.

**Kết luận:**

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chính mang lại chưa tương xứng với lợi nhuận của Tập đoàn trong những năm trước song khoảng hai năm trở lại đây đã được cải thiện hơn. Lỗ do chênh lệch tỷ giá hối đoái sẽ là rủi ro lớn nhất mà HSG sẽ phải đối mặt trong thời gian tới.

**PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH**

Để nhìn nhận hoạt động của HSG trong quá khứ được rõ nét hơn, chúng tôi tiến hành phân tích các tỷ số tài chính của HSG dựa trên một số các nhóm chỉ tiêu cơ bản qua các năm như sau:

**Khả năng thanh toán**

Trong số các chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán của HSG chỉ có chỉ tiêu về thanh toán ngắn hạn là gần bằng 1. Điều này cho thấy các tài sản ngắn hạn chỉ xấp xỉ đủ trả cho các khoản nợ ngắn hạn. Các chỉ tiêu đo khả năng thanh toán nhanh và thanh toán bằng tiền cũng ở mức thấp, đặc biệt là khả năng thanh toán bằng tiền chỉ xoay quanh mức 0.05. Mặc dù tài sản ngắn hạn chiếm đến 50% trong cơ cấu tổng tài sản của HSG song phần lớn là khoản phải thu và hàng tồn kho. Công ty lại không có các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn, tỷ trọng tiền mặt thấp (chỉ khoảng 2% - 4% tổng tài sản) là một trong những nguyên nhân khiến cho chỉ tiêu về khả năng thanh toán thấp như vậy.

**Cơ cấu vốn**

Nợ chiếm tỷ trọng xấp xỉ 60% trong cơ cấu vốn, trong đó đa phần là các khoản nợ ngắn hạn. Thêm vào đó khả năng thanh toán chưa được tốt như ở phần trước sẽ dễ ảnh hưởng đến việc chi trả các khoản nợ của công ty. Vốn chủ sở hữu chỉ được tăng nhờ nguồn lợi nhuận giữ lại hàng năm mà nguồn này của HSG lại không ổn định. Nguồn vốn tăng chủ yếu là do đi vay, tốc độ đi vay tăng nhanh hơn lợi nhuận tích lũy là nguyên nhân khiến tỷ trọng nợ ngày gia tăng. Đây là một trong những nguyên nhân khiến chi phí lãi vay gia tăng qua các năm và sẽ ảnh hưởng đến các chỉ tiêu về khả năng sinh lời ở phần tiếp theo.

**Khả năng hoạt động**

Vòng quay khoản phải thu qua các năm thường lớn hơn vòng quay khoản phải trả, HSG cũng duy trì chính sách tín dụng thương mại cho những khách hàng lớn được phép trả chậm từ 15 ngày đến 20 ngày. Thời gian HSG thu được tiền bán hàng về thường chậm hơn thời gian phải thanh toán cho các nhà cung cấp chứng tỏ công ty thường bị khách hàng chiếm dụng vốn nhiều hơn là tín dụng từ nhà cung cấp. Do đặc thù của ngành đòi hỏi quy mô tổng tài sản và tài sản cố định lớn nên vòng quay các loại tài sản này tương đối thấp.

**Khả năng sinh lời**

Nguyên liệu chiếm đến 80% cơ cấu giá thành sản xuất mà giá vốn hàng bán lại chiếm từ 83% - 89% doanh thu như vậy cho thấy lợi nhuận biên gộp từ hoạt động sản xuất — kinh doanh chính của HSG là tương đối thấp. Nguyên liệu hiện nay hầu hết phải nhập khẩu từ nước ngoài nên nếu giá thép trên thị trường thế giới và tỷ giá tăng sẽ khiến cho lợi nhuận của HSG bị sụt giảm, vì trong ngắn hạn công ty không thể đẩy chi phí tăng thêm vào trong giá bán được. Trong năm 2009, chi phí do chênh lệch tỷ giá đã chiếm đến một nửa chi phí tài chính, bên cạnh đó tỷ trọng nợ ngày một tăng trong cơ cấu vốn khiến cho chi phí lãi vay tăng lên nhanh chóng, chính vì vậy nên khi hoạt động tài chính mang lại thu nhập không đáng kể càng làm cho tỷ suất lợi nhuận hoạt động gộp và lợi nhuận biên sau thuế giảm xuống. Theo dõi các **chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời của HSG trong vòng 5 năm trở lại đây, chúng tôi nhận thấy xu hướng chung của các chỉ tiêu này là giảm**. Các loại chi phí : chi phí sản xuất, chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp, chi phí tài chính tăng nhanh hơn tốc độ tăng của doanh thu cho thấy việc kiểm soát chi phí chưa được tốt nên khả năng sinh lời không được duy trì. Mặc dù hệ số nhân vốn chủ sở hữu (Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu) tăng liên tục qua các năm nhưng lợi nhuận biên sau thuế giảm làm cho ROE cũng giảm theo. Phân tích Dupont cho thấy ROE của HSG cao chủ yếu là dựa vào hệ số nhân vốn chủ sở hữu.

Niên độ tài chính 2009—2010 của HSG bắt đầu từ 1/10/2009 đến 30/9/2010. Như vậy tính đến quý 2/2009 HSG đã trải qua ba quý trong năm tài chính song mới chỉ hoàn thành 69% kế hoạch doanh thu và 55% kế hoạch lợi nhuận. Tỷ lệ thực hiện được tương đối thấp là do kế hoạch DT - LN năm nay của HSG đặt ra tương đối cao so với năm trước. Doanh thu 3 quý vừa qua gần bằng 80% doanh thu năm trước và lợi nhuận tương ứng đã bằng 210% so với năm 2009. Trong tháng 7/2010, HSG chính thức chào bán căn hộ ở Cao ốc Phố Đông—Hoa Sen. Chúng tôi ghi nhận thông tin này như yếu tố tích cực để HSG có thể hoàn thành nốt 45% kế hoạch lợi nhuận năm nay.

**Đánh giá hiệu quả dòng tiền**

Sau một thời gian đầu tư vào các dự án, nhà xưởng, máy móc trang thiết bị mới và hiện đại, hứa hẹn dòng tiền thu về được từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính sẽ tương xứng với quy mô doanh thu và lợi nhuận đem lại hàng năm.

## PHÂN TÍCH SWOT

### Điểm mạnh

**Công nghệ hiện đại, hệ thống phân phối mạnh và thương hiệu được nhận diện trên khắp toàn quốc.**

- HSG sở hữu nhiều dây chuyền sản xuất tôn với công suất lớn và công nghệ hiện đại trên thế giới. Đây là một lợi thế của HSG đối với các đối thủ cạnh tranh trong ngành.
- Hệ thống 82 chi nhánh trên khắp cả nước tạo thành mạng lưới phân phối rộng, sản phẩm được cung cấp đến tận tay người tiêu dùng. Là công ty dẫn đầu thị trường tôn mạ nội địa hiện nay.
- Ban lãnh đạo là những người có trình độ, kinh nghiệm và giàu tâm huyết.
- Xây dựng được hình ảnh thông qua các chương trình từ thiện, hệ thống nhận diện thương hiệu được mở rộng trên cả nước.

### Điểm yếu

**Tỷ giá tăng dẫn đến chi phí do chênh lệch tỷ giá ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của Tập đoàn.**

- Nguyên liệu chính để sản xuất vẫn phải nhập khẩu phần lớn từ nước ngoài, chi phí nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành sản phẩm. Điều này dẫn đến bị phụ thuộc vào giá thế giới và biến động tỷ giá.
- Hệ số nợ tăng tương đối nhanh dẫn đến chi phí lãi vay tăng, kéo theo chi phí tài chính tăng lên đáng kể.
- Đầu tư các dây chuyền sản xuất mới, các dự án kinh doanh bất động sản nên lượng tiền mặt luôn duy trì ở mức thấp. Khả năng thanh toán thấp hơn nhiều so với mức trung bình đến một lúc nào đó sẽ khiến việc vay vốn khó khăn hơn.

### Cơ hội

**Phát triển theo cả chiều dọc và chiều ngang nhằm gia tăng hiệu suất sinh lời cho HSG.**

- Tái cấu trúc lại Tập đoàn thông qua việc thành lập mới, mua lại và sáp nhập với các công ty khác nhằm mở rộng chuỗi giá trị theo chiều dọc, từ đó tăng thêm giá trị gia tăng cho sản phẩm.
- Mở rộng kinh doanh sang các lĩnh vực mới có tỷ suất sinh lời cao hơn như bất động sản, cảng biển và dịch vụ logistics nhằm hạn chế bớt rủi ro trong kinh doanh và cải thiện được lợi nhuận.
- Mở rộng mạng lưới ra khu vực phía Bắc và Hà Nội có thể giúp tăng thị phần trên thị trường tôn mạ hiện nay.

### Thách thức

**Khó khăn trong việc khép kín chuỗi sản xuất tôn mạ và cạnh tranh từ các lĩnh vực mới sẽ là thách thức cho HSG trong tương lai.**

- Mở rộng mạng lưới và lĩnh vực hoạt động sẽ làm tăng thêm chi phí quản lý cho công ty, do đó nếu việc xây dựng hệ thống quản trị không hiệu quả sẽ làm lợi nhuận của Tập đoàn bị ảnh hưởng.
- Tham vọng khép kín chuỗi giá trị từ luyện thép, cán nóng, cán nguội, mạ màu và sản phẩm cuối cùng là tôn khó có thể thực hiện do dự án sản xuất thép đã bị ngừng cấp phép thành lập.
- Các lĩnh vực mới như nhựa xây dựng và bất động sản sẽ gặp phải cạnh tranh lớn từ các công ty chuyên sản xuất và kinh doanh lâu năm trong các lĩnh vực này.

**NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ**

**Trong phần này chúng tôi sẽ tiến hành định giá cổ phiếu HSG theo phương pháp thu nhập phụ trội dành cho chủ sở hữu dựa trên những giả định như sau.**

Những giả định cơ bản về tình hình kinh tế vĩ mô trong thời gian sắp tới:

- Lãi suất cơ bản của Ngân hàng nhà nước Việt Nam là 8%/năm dự báo lãi suất này sẽ được duy trì hết năm 2010.
- Lạm phát năm 2009 ở mức 6.88%/năm. Sang năm 2010 các chính sách của chính phủ vẫn tập trung vào việc khống chế lạm phát dưới hai con số. Theo như dự báo của chúng tôi lạm phát trung bình cho giai đoạn 2010 đến 2015 là 8%/năm.
- Phần bù rủi ro thị trường được xác định cho giai đoạn 2010 đến 2015 là 6.5%/năm căn cứ vào phần bù rủi ro thị trường Mỹ hiện nay là 3% và phần bù rủi ro quốc gia của Việt Nam và Mỹ là 3.5%.

Mô hình được xây dựng là mô hình định giá ba giai đoạn với các giả định như sau:

- **Giai đoạn 1: Từ năm 2010 đến 2014**

- \* Trong ba quý vừa qua, HSG đã hoàn thành được 69% kế hoạch doanh thu và 55% kế hoạch lợi nhuận sau thuế. Thông thường quý 4 sẽ là quý mà doanh thu và lợi nhuận của công ty sẽ đạt cao nhất trong năm. Lợi nhuận năm 2010 được xây dựng trên tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình của ngành là 20%/năm.
- \* Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hàng năm được tính toán dựa trên công thức cơ bản: lấy tỷ lệ thu nhập giữ lại nhân với suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của cổ phiếu.
- \* Lãi suất chiết khấu chính là chi phí vốn chủ sở hữu được xác định bằng hệ số đo lường rủi ro biến động giá cổ phiếu so với biến động chung của toàn thị trường (bêta) là 1.02; lãi suất phi rủi ro là 8%; phần bù rủi ro lãi suất là 6.5% thì tỷ suất chiết khấu giai đoạn này ở mức 15.48%/năm.
- \* Giá định tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt được HSG duy trì ổn định qua các năm là 30% tính trên mệnh giá cổ phiếu, tỷ lệ này nếu được tính bằng cổ tức/ EPS hàng năm sẽ vào khoảng 50%/năm.
- \* Các dự án được thực hiện và đưa vào hoạt động sẽ gắn với thời điểm được xác định trong tương lai.
- \* Theo như thông tin chúng tôi có được từ kỳ họp đại hội cổ đông bất thường của HSG vào tháng 9 vừa qua. Năm nay lợi nhuận sau thuế của công ty là 190 tỷ. Đây là mức thấp hơn nhiều so với kế hoạch lợi nhuận 520 tỷ đưa ra đầu năm. Với việc loại trừ 20,000 cổ phiếu quỹ đã được HSG mua lại trong thời gian trước, EPS năm nay của công ty sẽ là 2,262 VNĐ và giá trị sổ sách cuối năm của HSG là 14,283 VNĐ.

- **Giai đoạn 2: Từ năm 2014 đến năm 2019**

Trong giai đoạn này lãi suất phi rủi ro sẽ hạ xuống 10%/năm, phần bù rủi ro thị trường là 6.0%. Mức biến động giá cổ phiếu HSG so với biến động chung của toàn thị trường là không nhiều nên giả định Bêta của cổ phiếu vẫn chỉ xoay quanh giá trị xấp xỉ 1. Lãi suất chiết khấu cho giai đoạn này ở mức 16.9%/năm.

- **Giai đoạn 3: Từ năm 2020 đến sau này.**

Tốc độ tăng trưởng dài hạn của kinh tế Việt Nam là 5%/năm, tốc độ tăng dân số dài hạn cũng sẽ xấp xỉ ở mức 1.5%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của HSG được chúng tôi dự báo sẽ ổn định ở mức 7%/năm. Chi phí vốn chủ sở hữu giai đoạn này ở mức 9%/năm.



## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

**Kết quả định giá thu nhập vượt trội cho cổ phiếu HSG như sau:**

Giá cổ phiếu HSG được xác định theo phương pháp thu nhập vượt trội ba giai đoạn là 23,700 VNĐ. Đây cũng là mức giá chúng tôi khuyến nghị cho cổ phiếu cho đến thời điểm hiện tại.

Giá trị sổ sách HSG (31/12/2009)	13,021
Giá trị vượt trội từ 2010 đến 2019	1,228
Giá trị vượt trội giai đoạn cuối cùng	9,420
Giá cổ phiếu HSG hiện tại	23,669

Sau khi đã tính toán giá cổ phiếu HSG theo một phương án được chọn là phương án cơ sở, chúng tôi nhận thấy giá trị của giai đoạn 3 (giai đoạn cuối cùng) có ảnh hưởng lớn nhất tới giá cổ phiếu. Bảng độ nhạy dưới đây xác định giá trị cổ phiếu theo hai yếu tố lãi suất chiết khấu (giai đoạn 3) và tốc độ tăng trưởng (giai đoạn 3) sẽ đưa cho các nhà đầu tư các giá trị của cổ phiếu phù hợp với sự kỳ vọng của mỗi người. Trong đó:

Giá cơ sở	23,669	Lãi suất chiết khấu				
		7.00%	8.00%	9.00%	10.00%	11.00%
Tốc độ tăng trưởng	5.0%	23,493	20,412	18,871	17,947	17,330
	6.0%	32,914	23,581	20,471	18,915	17,982
	7.0%	-	33,090	23,669	20,529	18,959
	8.0%	(4,768)	-	33,266	23,757	20,588
	9.0%	4,652	(4,944)	-	33,442	23,846
	10.0%	7,793	4,564	(5,120)	-	33,618

Trên thị trường niêm yết cũng như thị trường chưa niêm yết của Việt Nam hiện nay chưa có công ty nào có quy mô tương xứng với HSG để có thể lựa chọn các chỉ tiêu định giá theo phương pháp hệ số tương đối (P/E và P/B) so sánh với HSG. Hiện nay HSG đang được chúng tôi xếp vào nhóm ngành Sản xuất kim loại, ngành này hiện nay đang có mức P/E là 8.48 thấp hơn một chút so với mức trung bình chung của thị trường (Sàn HoSE: 10.38— Sàn HnX: 9.07) (tính theo mức giá ngày 01/10/2010). Nếu như lấy mức P/E kỳ vọng cho HSG hiện tại là 10x thì mức giá được dự tính là 22,700 VNĐ. **Chúng tôi cũng đưa ra khuyến nghị mua đối với cổ phiếu HSG tại thời điểm hiện tại.**

**TỶ SỐ TÀI CHÍNH CỦA HSG QUA CÁC QUÝ**

	Q4/08	Q1/09	Q2/09	Q3/09	Q4/09	Q1/10	Q2/10
<b>1. Khả năng thanh toán</b>							
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0.941	0.969	1.108	1.046	1.005	1.285	1.174
Khả năng thanh toán nhanh	0.295	0.282	0.375	0.300	0.392	0.352	0.397
Khả năng thanh toán bằng tiền	0.079	0.047	0.114	0.041	0.087	0.060	0.018
<b>2. Khả năng hoạt động</b>							
Vòng quay khoản phải thu	3.631	3.109	4.128	3.328	2.788	1.956	2.058
Kỳ thu tiền bình quân	24.786	28.947	21.804	27.042	32.286	46.014	43.722
Vòng quay hàng tồn kho	0.960	0.911	1.211	0.878	0.959	0.657	0.781
Số ngày lưu kho bình quân	93.703	98.840	74.293	102.550	93.857	136.947	115.277
Vòng quay khoản phải trả	5.681	7.800	8.611	4.180	7.955	10.775	8.418
Kỳ trả tiền bình quân	15.843	11.538	10.451	21.533	11.314	8.353	10.691
Vòng quay tổng tài sản	0.326	0.309	0.423	0.385	0.388	0.269	0.326
Vòng quay tài sản cố định	0.671	0.575	0.798	0.786	0.815	0.598	0.793
Vòng quay vốn lưu động	-9.828	39.646	14.548	-54.673	-48.563	4.065	-31.401
<b>3. Khả năng cân đối vốn</b>							
Nợ phải trả/Nguồn vốn chủ sở hữu	170%	148%	131%	158%	191%	128%	157%
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	63%	60%	57%	61%	66%	56%	61%
Vốn dài hạn/Tổng nguồn vốn	53%	58%	59%	53%	50%	57%	51%
Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn	47%	42%	41%	47%	50%	43%	49%
Hệ số nhân vốn chủ sở hữu	2.699	2.479	2.314	2.577	2.909	2.281	2.567
<b>4. Khả năng sinh lời</b>							
Biên lợi nhuận gộp	-3.02%	18.30%	24.18%	34.85%	28.06%	22.74%	17.51%
Biên lợi nhuận hoạt động	-17.58%	6.51%	16.05%	23.18%	15.49%	12.26%	8.32%
Biên lợi nhuận trước thuế	-17.58%	2.80%	14.11%	23.18%	15.49%	8.89%	4.64%
Biên lợi nhuận sau thuế	-17.60%	2.80%	14.09%	21.78%	14.12%	7.59%	4.26%
ROA	-5.74%	0.86%	5.96%	8.38%	5.47%	2.04%	1.39%
ROE	-15.33%	2.23%	14.25%	20.56%	15.08%	5.16%	3.38%
<b>5. Tỷ số giá trị thị trường</b>							
Book value (đồng)	12,118	12,485	14,410	16,594	19,170	24,302	21,045
EPS (đồng)	(2,038)	277	1,925	3,193	2,702	1,033	699
<b>6. Phân tích Dupont (ROE) cơ bản</b>							
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu	-17.60%	2.80%	14.09%	21.78%	14.12%	7.59%	4.26%
Doanh thu/Tổng tài sản	0.350	0.319	0.408	0.343	0.342	0.244	0.303
Vòng quay tài sản cố định	0.670	0.576	0.804	0.722	0.718	0.571	0.763
Tài sản cố định/ Tài sản	0.522	0.554	0.508	0.475	0.477	0.428	0.398
Tổng tài sản/ VCSH	2.492	2.507	2.478	2.753	3.124	2.778	2.612

**BÁO CÁO TÀI CHÍNH CỦA HSG CÁC QUÝ**

<i>Bảng cân đối kế toán</i>	Q2/09	Q3/09	Q4/09	Q1/10	Q2/10
<b>Tài sản</b>	1,909,765	2,438,773	3,191,362	3,896,331	4,543,063
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	864,404	1,208,475	1,594,789	2,152,907	2,631,867
Tiền và các khoản tương đương tiền	89,064	47,654	137,585	99,788	40,745
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn					
Các khoản phải thu ngắn hạn	203,481	298,978	483,930	489,881	848,641
Hàng tồn kho	494,337	747,124	890,230	1,348,908	1,562,312
Tài sản ngắn hạn khác	77,521	114,719	83,044	214,331	180,169
<b>Tài sản dài hạn</b>	1,045,361	1,230,298	1,596,573	1,743,423	1,911,196
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	969,337	1,158,228	1,520,750	1,666,704	1,806,041
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	58,529	58,415	58,415	58,415	58,415
Tài sản dài hạn khác	17,495	13,655	17,409	18,305	46,741
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-
<b>Nguồn vốn</b>	1,909,765	2,438,773	3,191,362	3,896,331	4,543,063
<b>Nợ phải trả</b>	1,084,397	1,492,293	2,094,443	2,187,964	2,773,332
Nợ ngắn hạn	780,429	1,155,086	1,586,340	1,675,881	2,242,587
<b>Nợ dài hạn</b>	303,968	337,207	508,103	512,083	530,745
Vốn chủ sở hữu	825,368	946,481	1,096,919	1,708,367	1,769,731
Vốn chủ sở hữu	821,914	946,481	1,093,427	1,701,114	1,767,656
Nguồn kinh phí và quỹ khác	3,453	-	3,492	7,253	2,075
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>					
<b>Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	779,794	837,567	1,093,142	953,850	1,379,089
Các khoản giảm trừ doanh thu	575	1,447	1,931	1,504	1,427
<b>Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	779,219	836,120	1,091,211	952,346	1,377,662
Giá vốn hàng bán	590,803	544,768	785,032	735,767	1,136,435
<b>Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	188,416	291,352	306,179	216,579	241,227
Doanh thu hoạt động tài chính	1,581	11,072	5,960	10,117	4,027
Chi phí tài chính	29,201	44,919	71,130	93,571	89,658
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	<i>15,105</i>			<i>32,009</i>	<i>50,734</i>
Chi phí bán hàng	31,158	37,228	43,077	42,811	62,210
Chi phí quản lý doanh nghiệp	22,941	31,882	34,758	32,684	37,708
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	106,697	188,394	163,173	57,631	55,679
Thu nhập khác	4,021	6,004	6,865	27,273	11,022
Chi phí khác	738	576	1,061	200	2,748
Lợi nhuận khác	3,284	5,428	5,804	27,073	8,275
Phần lợi nhuận hoặc lỗ trong công ty liên kết liên doanh		-	-	-	-
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	109,981	193,822	168,977	84,704	63,954
Chi phí thuế TNDN hiện hành	197	11,693	14,879	12,387	5,206
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp</b>	109,784	182,130	154,098	72,316	58,748
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của công ty mẹ	109,784	182,130	154,098	72,316	58,748



### Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) 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. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

### PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

#### Phó phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

#### Chuyên viên phân tích:

Lê Thùy Ngọc Khanh

Email: [khanhltn@tvs.com.vn](mailto:khanhltn@tvs.com.vn)

### Sản phẩm phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư:

- Báo cáo thường xuyên**
  - Thông tin cập nhật website hàng ngày
  - Morning Briefing
  - Thống kê giao dịch cuối ngày
  - Thống kê giao dịch tuần
  - Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
  - Lịch sự kiện theo tháng
- Báo cáo phân tích**
  - Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
  - Báo cáo phân tích ngành
  - Báo cáo phân tích công ty
- Báo cáo thông kê**
  - EPS Flash Report
  - Investment Tool
  - Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất
- Sản phẩm giao dịch**
  - I-trade Home
  - I-trade Pro
- Hội thảo**
  - Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

### Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM	Chi nhánh Hoàn Kiếm	Chi nhánh An Đông, HCM	Chi nhánh Hải Phòng	Chi nhánh Đà Nẵng
193 Trần Hưng Đạo, Q. 1	26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm	95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5	19 Điện Biên Phủ	114 Quang Trung
ĐT: (08) 38386868	ĐT: (04) 39332233	ĐT: (08) 38306547	ĐT: (031) 3757556	ĐT: (0511) 3752282
Fax: (08) 39207542	Fax: (04) 39335120	Fax: (08) 38306547	Fax: (031) 3757560	Fax: (0511) 3752283