

# CTCP Tập đoàn Hoa Sen

(HSX: HSG)

## Lợi nhuận vượt đỉnh nhưng còn đó những rủi ro

**MUA**

(Báo cáo cập nhật)

**Giá mục tiêu:**  
**VND52,200**  
(Upside: 34.6%)

Công ty TNHH chứng khoán Mirae Asset Việt Nam.  
Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeasset.com.vn

### Cập nhật 9T2021

Kết quả kinh doanh của HSG trong 9T2021 (niên độ tài chính 30/09) rất tích cực với doanh thu và lợi nhuận ròng (LNR) lần lượt đạt 33,064 tỷ (+61% YoY) và 3,308 tỷ (+320% YoY). Sản lượng tôn mạ và ống thép trong 9T2021 lần lượt đạt 1,288 triệu tấn (+62% YoY) và 368,368 tấn (+29% YoY). Trong đó, sản lượng tôn mạ 9T2021 tăng cao hơn so với dự phóng trước đây của chúng tôi 12%.

### Dự phóng FY21

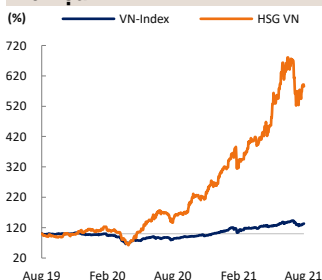
**ROE FY21 42.5%, EPS dự phóng VND8,313/cp tuy nhiên rủi ro tiềm ẩn ngày càng lớn khi tỷ lệ HTK/TTS tăng lên mức 46.3% (sv.27.5% trong 1Q21).**

- Rủi ro khi tỷ trọng hàng tồn kho/tổng tài sản (HTK/TTS) cuối tháng 6/2021 đã tăng lên 46.3%. Mức HTK/TTS 3Q21 của HSG cao hơn 65% so với cùng kỳ 3Q20. Đây là mối rủi ro bởi trong lịch sử khi tỷ lệ HTK/TTS của HSG đạt mức trên 44% trong 1Q18, việc giá HRC bất ngờ giảm đã khiến HSG giảm 2/3 lợi nhuận hàng quý (LNR 1Q18: 333 tỷ sv LNR 2Q18: 95.7 tỷ). Chúng tôi cho rằng việc gia tăng quá nhanh tỷ lệ đầu cơ hàng tồn kho là sự rủi ro lớn trong 4Q21 và 1Q22 trong bối cảnh Trung Quốc có các biện pháp tác động giảm giá quặng sắt.
- Điều chỉnh giảm 14% sản lượng ống thép so với dự phóng báo cáo gần nhất do dịch Covid-19 bùng phát lần thứ IV ở Việt Nam. Tác động của Covid đã khiến các hoạt động xây dựng tê liệt ở miền Nam trong tháng 6 và tháng 7 và chưa có dấu hiệu kết thúc. Qua đó, chúng tôi dự phóng sản lượng tôn mạ và ống thép trong năm FY21 của HSG lần lượt đạt 1,539,471 tấn (+35% YoY) và 512,934 tấn (+24% YoY), thấp hơn 12% so với dự báo gần nhất của chúng tôi. Dự phóng doanh thu 2021F vẫn đạt kỷ lục ở mức 43,157 tỷ đồng (+56.7% YoY).
- Việc tăng cường tích trữ hàng tồn kho từ 1Q21 và 2Q21 đã giúp LNG 3Q21 đạt 2,953 tỷ (+178% YoY), trong đó biên LNG đã tăng lên 22.7% (3Q20: 18.4%). Chúng tôi dự phóng năm FY21 biên LNG của HSG sẽ đạt 20% (sv. 17.5% năm FY20). Qua đó, chúng tôi cho rằng LNR năm FY21 của HSG đạt mốc lịch sử, tương ứng 4,064 tỷ đồng (+253% YoY).

### Định giá

Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu VND52,200 (upside +38.2%), cao hơn 10% so với giá mục tiêu cũ đã bao gồm cổ tức bằng cổ phiếu 10% trong tháng 6/2021. Mức giá mục tiêu của chúng tôi tương đương với mức PE forward FY21 6.3x. Mặc dù nhìn nhận tích cực hơn về kết quả LNR 2021 (điều chỉnh cao hơn 21% so với dự phóng gần nhất), chúng tôi lưu ý tỷ lệ HTK/TTS chiếm tỷ trọng cao nhất trong lịch sử là rủi ro tiềm ẩn đối với doanh nghiệp.

### Dữ liệu



|                                     |        |                                  |        |
|-------------------------------------|--------|----------------------------------|--------|
| Thị giá (06/08/2021, VND)           | 38,000 | Vốn hóa (VND tỷ)                 | 18,976 |
| LN HĐKD (21F, VND tỷ)               | 5,395  | Số lượng CP lưu hành (triệu)     | 489    |
| Tăng trưởng EPS (21F, %)            | 262    | Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 60.6   |
| Tăng trưởng EPS thị trường (21F, %) | 30     | Tỷ lệ sở hữu CE nước ngoài (%)   | 10.2   |
| P/E (21F, x)                        | 6.3    | Beta (12M)                       | 1.46   |
| Market P/E (21F, x)                 | 14.6   | Thấp 25 tuần                     | 10,200 |
| VN-Index                            | 1,360  | Cao 52 tuần                      | 43,000 |

### Thay đổi giá CP

| (%)       | 1T    | 6T   | 12T   |
|-----------|-------|------|-------|
| Tuyệt đối | -12.7 | 70.3 | 301   |
| Tương đối | -5.9  | 51.3 | 238.6 |

### Kết quả kinh doanh và dự phóng

| FY (30/09)              | FY17   | FY18   | FY19   | FY20   | FY21   | FY22   |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (VND tỷ)      | 26,149 | 34,441 | 28,035 | 27,543 | 43,157 | 39,773 |
| Lợi nhuận HĐKD (VND tỷ) | 2,104  | 1,266  | 979    | 1,951  | 5,395  | 3,580  |
| Biên Lợi nhuận HĐKD (%) | 8.0%   | 3.7%   | 3.5%   | 7.1%   | 12.5%  | 9.0%   |
| LNST (VND tỷ)           | 1,332  | 409    | 361    | 1,150  | 4,064  | 2,593  |
| EPS (VND)               | 2,724  | 837    | 739    | 2,353  | 8,313  | 5,305  |
| ROE (%)                 | 24.4%  | 7.9%   | 6.4%   | 17.5%  | 42.5%  | 22.7%  |
| P/E (x)                 | 6.6x   | 6.7x   | 10.5x  | 9.3x   | 6.3x   | 9.8x   |
| P/B (x)                 | 1.2x   | 0.4x   | 0.6x   | 1.5x   | 2.7x   | 2.3x   |
| Tỷ suất cổ tức (%)      | 3%     | 16%    | 0%     | 0%     | 4%     | 3%     |

Ghi chú: LNST thể hiện LNST của cổ đông công ty mẹ đã điều chỉnh, Niên độ tài chính 01/10 – 30/09

Nguồn: Fiiopro, HSG, Mirae Asset Vietnam Research

## Điều chỉnh dự phóng và Cập nhật KQKD FY21

**Bảng 1: Cập nhật dự phóng**

| Tỷ đồng           | Dự phóng BC trước |        | Dự phóng cập nhật |        | % thay đổi |       | Nhận định   |
|-------------------|-------------------|--------|-------------------|--------|------------|-------|---|
|                   | 21F               | 22F    | 21F               | 22F    | 21F        | 22F   |   |
| Doanh thu         | 44,558            | 41,012 | 43,157            | 39,773 | -3.1%      | -3.0% | <ul style="list-style-type: none"> <li>Sản lượng ống thép dự phóng năm 2021F đạt 512,934 tấn (+24% YoY), thấp hơn 12% so với dự báo gần nhất của chúng tôi do tác động của dịch Covid lần IV.</li> <li>Đóng góp doanh thu từ thị trường xuất khẩu dự phóng năm 2021F đạt 60%/tổng doanh thu. Ngoài ra, biên lợi nhuận của thị trường xuất khẩu lớn hơn nội địa từ 3-4% dự kiến sẽ giúp HSG duy trì biên LNG đạt 20% (sv. 17.5% năm FY20).</li> <li>Giá HRC Thượng Hải vẫn duy trì tích cực ở mức trên USD800/tấn, cao hơn kỳ vọng của chúng tôi trong 9M21 10% (năm tài chính 30/9-1/10).</li> <li>Dự phóng năm 2022F giá HRC có thể điều chỉnh về mức USD700/tấn (-15% vs. giá HRC 3Q21) sau một năm 2021F tăng trưởng nóng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng nội địa của HSG sẽ hồi phục, giúp tổng sản lượng tôn mạ trong năm 2022F đạt 1.69 triệu tấn (+10% YoY), qua đó doanh thu hợp nhất dự phóng năm 2022F đạt VND39,722 tỷ đồng (+7.8% YoY).</li> <li>Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng biên LNG của HSG năm 2022F sẽ trở về mức 17% do mất lợi thế về HTK giá rẻ. Qua đó LNR dự phóng năm 2022F đạt VND2,500bn (-36% YoY).</li> </ul> |
| Lợi nhuận từ HDKD | 4,679             | 3,158  | 5,395             | 3,580  | 15.3%      | 13.4% |   |
| Biên LN HDKD (%)  | 10.50%            | 7.70%  | 12.5%             | 9.0%   | 19.0%      | 16.9% |   |
| LNTT              | 4,124             | 2,852  | 4,896             | 3,226  | 18.7%      | 13.1% |   |
| LNST              | 3,341             | 2,282  | 4,064             | 2,678  | 21.6%      | 17.4% |   |

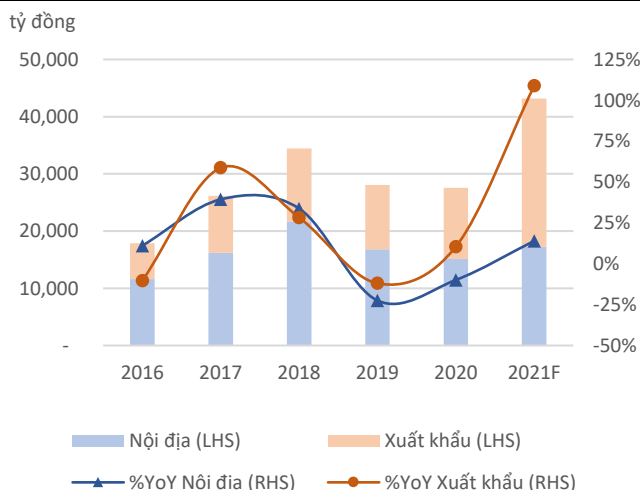
Nguồn: Fiinpro, HSG, Mirae Asset Vietnam Research, năm tài chính 30/09-01/10

**Bảng 2: Cập nhật KQKD (Niên độ tài chính của HSG – 01/10/2020 – 30/09/2021)**

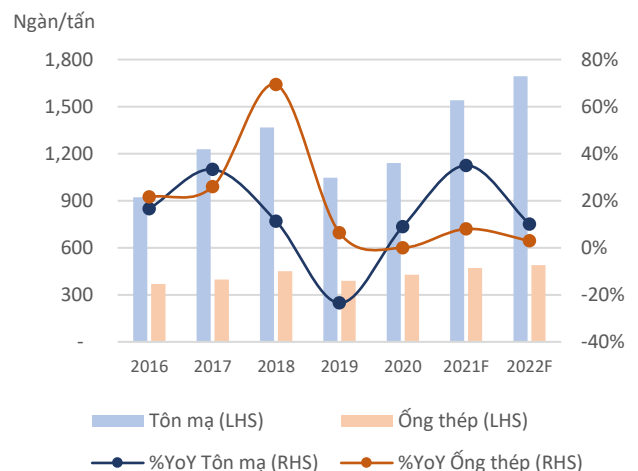
| Tỷ đồng           | KQKD 9T2020 | 9T2021    |          | % thay đổi YoY | Nhận định  |
|-------------------|-------------|-----------|----------|----------------|--|
|                   |             | Thực hiện | Dự phóng |                |  |
| Doanh thu         | 19,339      | 33,064    | 30,176   | 71.0%          | <ul style="list-style-type: none"> <li>Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trong 9T2021 giảm về mức 6.6% (sv. 8.4% trong 9T2020), tỷ trọng thị trường xuất khẩu tăng giúp tiết giảm chi phí bán hàng.</li> <li>Lượng tồn kho giá rẻ trong 1H21 giúp biên lợi nhuận gộp trong 3Q21 tăng lên mức 22.7% (sv. 16.5% trong 1Q21).</li> <li>Thị trường nội địa giai đoạn từ tháng 9/2020 – 05/2021 hồi phục mạnh mẽ nhờ tình hình kiểm soát dịch tốt. Thị trường xây dựng hồi phục nhanh trong cùng kỳ.</li> <li>Mảng Hoa Sen Home đang được đẩy mạnh nhưng khó ghi nhận đóng góp doanh thu lớn ngay trong 2021.</li> </ul> |
| Lợi nhuận từ HDKD | 811         | 3,800     | 3,351    | 368.6%         |  |
| Biên LN HDKD (%)  | 4.2%        | 11.5%     | 11.1%    | 173.8%         |  |
| LNTT              | 818         | 3,809     | 3,306    | 365.6%         |  |
| LNST              | 700         | 3,308     | 2,711    | 372.6%         |  |

Nguồn: Fiinpro, HSG, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 1. Dự phóng tăng trưởng doanh thu HSG giai đoạn FY16-21**

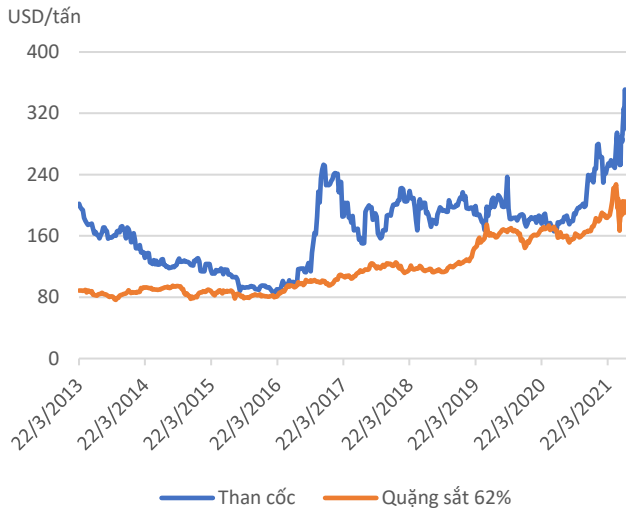


**Hình 2. Dự phóng sản lượng tôn mạ và ống thép của HSG**

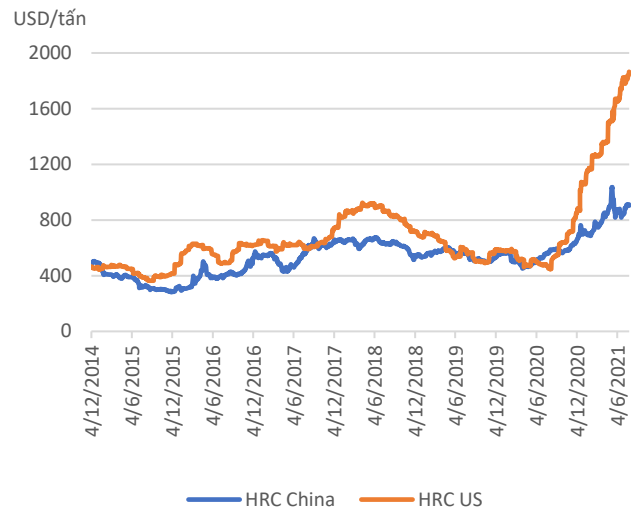


Nguồn: VSA, Tổng cục hải quan, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

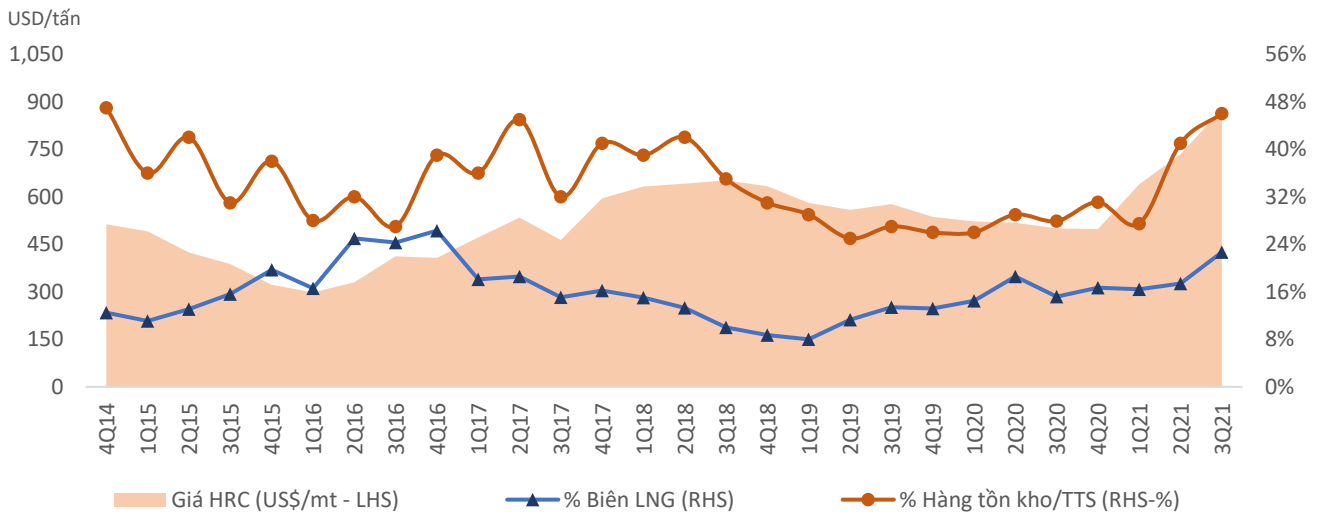
**Hình 3. Giá quặng sắt 62% Úc và than cốc Trung Quốc giai đoạn 2013-7T2021 (USD/tấn)**



**Hình 4. Giá HRC sản Thượng Hải và Mỹ giai đoạn 2014-7T2021 (USD/tấn)**

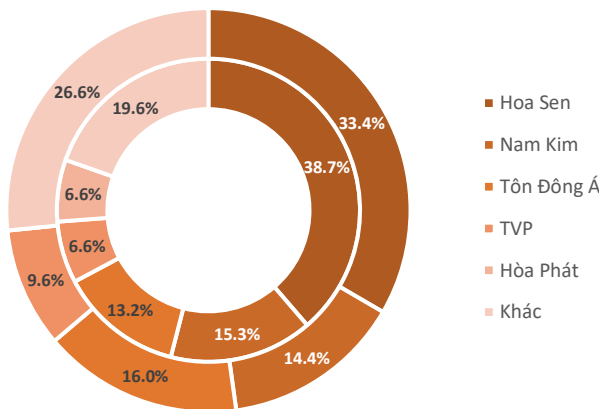


**Hình 5. Tương quan giữa giá HRC, biên LNG và tỷ trọng hàng tồn kho/tổng tài sản của HSG**



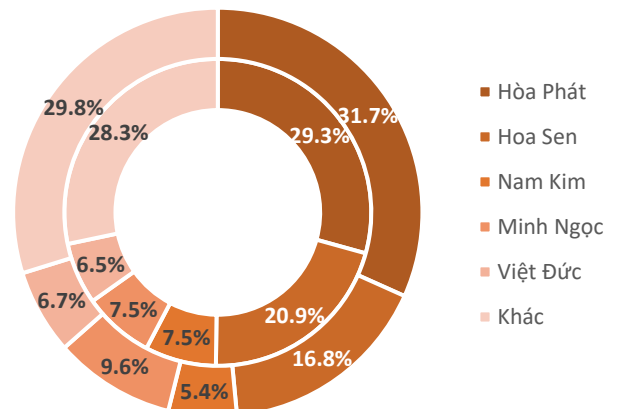
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 6. Thị phần tôn của HSG 5M21 và FY20**



Vòng trong: 5M21      Vòng ngoài: 2020

**Hình 9. Thị phần ống thép của HSG 5M21 và FY20**



Vòng trong: 5M21      Vòng ngoài: 2020

Nguồn: VSA, Mirae Asset Vietnam Research, niên độ tài chính 01/01-31/12

## CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HOSE: HSG)

## Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

| (Tỷ đồng)                           | 2019          | 2020          | 2021F         | 2022F         |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>              | <b>28,035</b> | <b>27,543</b> | <b>43,157</b> | <b>39,773</b> |
| Giá vốn hàng bán                    | (24,836)      | (22,923)      | (34,310)      | (33,011)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                | <b>3,199</b>  | <b>4,620</b>  | <b>8,847</b>  | <b>6,762</b>  |
| Chi phí bán hàng và QLDN            | (2,220)       | (2,669)       | (3,453)       | (3,182)       |
| <b>Lợi nhuận hoạt động</b>          | <b>979</b>    | <b>1,951</b>  | <b>5,395</b>  | <b>3,580</b>  |
| Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)    | 979           | 1,951         | 5,395         | 3,580         |
| <b>Lợi nhuận ngoài HĐKD chính</b>   | <b>(746)</b>  | <b>(560)</b>  | <b>(545)</b>  | <b>(425)</b>  |
| Lãi/Lỗ từ hoạt động tài chính       | (746)         | (560)         | (545)         | (425)         |
| Lãi/lỗ từ liên kết liên doanh       | -             | -             | -             | -             |
| Lợi nhuận trước thuế                | 462           | 1,369         | 4,896         | 3,124         |
| Thuế TNDN                           | (101)         | (218)         | (832)         | (531)         |
| Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên | 361           | 1,151         | 4,064         | 2,593         |
| Lợi nhuận khác                      | -             | -             | -             | -             |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>           | <b>361</b>    | <b>1,150</b>  | <b>4,064</b>  | <b>2,593</b>  |
| Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ        | 361           | 1,150         | 4,064         | 2,593         |
| Lợi nhuận cổ đông thiểu số          | -             | -             | -             | -             |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>           | <b>361</b>    | <b>1,150</b>  | <b>4,064</b>  | <b>2,593</b>  |
| Cổ đông công ty mẹ                  | 361           | 1,150         | 4,064         | 2,593         |
| Cổ đông thiểu số                    | -             | -             | -             | -             |
| EBITDA                              | 2,166         | 3,181         | 6,581         | 4,726         |
| FCF (Đồng tiền tự do)               | 4,123         | 1,704         | 175           | 3,716         |
| EBITDA Margin (%)                   | 8%            | 12%           | 15%           | 12%           |
| Biên lợi nhuận hoạt động (%)        | 4%            | 7%            | 13%           | 9%            |
| Biên lợi nhuận ròng (%)             | 1%            | 4%            | 9%            | 7%            |

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

| LCTT từ hoạt động kinh doanh            | 5,181          | 1,923          | 635            | 4,499          |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| LNTT                                    | 462            | 1,371          | 4,896          | 3,124          |
| Chi phí không bằng tiền                 | 1,809          | 1,777          | 1,804          | 1,524          |
| Khấu hao                                | 1,187          | 1,230          | 1,186          | 1,146          |
| Khấu trừ                                | -              | -              | -              | -              |
| Khác                                    | 622            | 547            | 618            | 378            |
| <b>Thay đổi vốn lưu động</b>            | <b>3,742</b>   | <b>(498)</b>   | <b>(4,687)</b> | <b>807</b>     |
| Tăng giảm phải thu                      | 1,208          | (373)          | (300)          | (54)           |
| Tăng giảm tồn kho                       | 2,048          | (972)          | (5,408)        | 1,538          |
| Tăng giảm phải trả                      | 390            | 828            | 939            | (652)          |
| Các khoản thay đổi khác                 | (736)          | (708)          | (1,296)        | (981)          |
| <b>LCTT hoạt động đầu tư</b>            | <b>(786)</b>   | <b>(142)</b>   | <b>(425)</b>   | <b>(747)</b>   |
| Tăng giảm Tài sản cố định               | (1,058)        | (219)          | (461)          | (783)          |
| Tăng giảm Tài sản vô hình               | 292            | 6              | 35             | 37             |
| Tăng giảm Mua/Bán công cụ nợ            | 7              | 5              | -              | -              |
| Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác           | (27)           | 66             | 1              | (1)            |
| <b>LCTT hoạt động tài chính</b>         | <b>(4,596)</b> | <b>(1,301)</b> | <b>(225)</b>   | <b>(3,158)</b> |
| Tăng giảm nợ phải trả                   | (4,514)        | (1,448)        | 772            | (2,406)        |
| Phát hành cổ phiếu                      | -              | -              | -              | -              |
| Cổ tức đã trả                           | -              | -              | (978)          | (734)          |
| Khác                                    | (82)           | 147            | (19)           | (18)           |
| <b>Tăng (Giảm) tiền thuần trong năm</b> | <b>(201)</b>   | <b>480</b>     | <b>(15)</b>    | <b>594</b>     |
| Số dư đầu kỳ                            | 424            | 432            | 575            | 560            |
| Số dư cuối kỳ                           | 223            | 912            | 560            | 1,154          |

Nguồn: HSG, Mirae Asset Vietnam Research  
Niên độ tài chính 30/9

## Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

| (Tỷ đồng)                         | 2019          | 2020          | 2021F         | 2022F         |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>           | <b>7,099</b>  | <b>9,025</b>  | <b>14,685</b> | <b>14,028</b> |
| Tiền và TDT & Đầu tư ngắn hạn     | 223           | 912           | 560           | 1,154         |
| Phải thu ngắn hạn                 | 1,318         | 2,024         | 2,343         | 2,414         |
| Tồn kho                           | 4,323         | 5,572         | 10,979        | 9,441         |
| Khác                              | 1,235         | 517           | 803           | 1,019         |
| <b>Tài sản dài hạn</b>            | <b>9,626</b>  | <b>8,737</b>  | <b>7,814</b>  | <b>7,411</b>  |
| Tài sản cố định hữu hình          | 8,983         | 8,171         | 7,295         | 6,932         |
| Đầu tư liên kết liên doanh        | 22            | 26            | 26            | 26            |
| Tài sản dài hạn khác              | 621           | 540           | 493           | 453           |
| <b>Tổng tài sản</b>               | <b>16,725</b> | <b>17,762</b> | <b>22,499</b> | <b>21,439</b> |
| <b>Nợ ngắn hạn</b>                | <b>8,325</b>  | <b>8,999</b>  | <b>11,054</b> | <b>8,351</b>  |
| Phải trả ngắn hạn                 | 822           | 1,462         | 2,402         | 1,750         |
| Vay nợ ngắn hạn                   | 6,625         | 6,023         | 7,095         | 4,889         |
| Nợ ngắn hạn khác                  | 878           | 1,514         | 1,557         | 1,712         |
| <b>Nợ dài hạn</b>                 | <b>2,757</b>  | <b>2,174</b>  | <b>1,875</b>  | <b>1,677</b>  |
| Nợ vay dài hạn                    | 2,163         | 1,863         | 1,663         | 1,663         |
| Nợ dài hạn khác                   | 594           | 311           | 212           | 14            |
| <b>Tổng nợ</b>                    | <b>11,082</b> | <b>11,173</b> | <b>12,929</b> | <b>10,028</b> |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>             | <b>5,643</b>  | <b>6,589</b>  | <b>9,570</b>  | <b>11,411</b> |
| Vốn góp chủ sở hữu                | 4,235         | 4,446         | 4,891         | 4,891         |
| Thặng dư cổ phần                  | 152           | 152           | 152           | 152           |
| Lợi nhuận giữ lại                 | 1,256         | 1,991         | 4,527         | 6,368         |
| Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát | -             | -             | -             | -             |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>             | <b>16,725</b> | <b>17,762</b> | <b>22,499</b> | <b>21,439</b> |

## Các chỉ số chính

|                                 | 2019   | 2020   | 2021F  | 2022F  |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x)                         | 10.5x  | 9.3x   | 6.3x   | 9.8x   |
| P/CF (x)                        | 4.3x   | 12.1x  | 40.2x  | 5.7x   |
| P/B (x)                         | 0.6x   | 1.5x   | 2.7x   | 2.3x   |
| EV/EBITDA (x)                   | 5.9x   | 5.6x   | 5.2x   | 3.7x   |
| EPS (VND)                       | 739    | 2,353  | 8,313  | 5,305  |
| CFPS (VND)                      | 9,743  | 3,835  | 357    | 7,602  |
| BPS (VND)                       | 12,757 | 14,294 | 19,121 | 22,918 |
| DPS (VND)                       | -      | -      | 2,000  | 1,500  |
| Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)  | 0.0%   | 0.0%   | 24.0%  | 28.0%  |
| Lợi suất cổ tức (%)             | 0.0%   | 0.0%   | 3.8%   | 2.9%   |
| Tăng trưởng doanh thu           | -18.6% | -1.8%  | 56.7%  | -7.8%  |
| Tăng trưởng EBITDA (%)          | -5.2%  | 46.8%  | 106.9% | -28.2% |
| Tăng trưởng EBIT (x)            | -22.6% | 99.2%  | 176.6% | -33.6% |
| Tăng trưởng EPS (x)             | -11.7% | 218.4% | 253.3% | -36.2% |
| Số ngày phải thu (ngày)         | 14     | 24     | 17     | 19     |
| Số ngày tồn kho (ngày)          | 64     | 89     | 117    | 104    |
| Số ngày phải trả (ngày)         | 12     | 23     | 26     | 19     |
| ROA (%)                         | 2.2%   | 6.5%   | 18.1%  | 12.1%  |
| ROE (%)                         | 6.4%   | 17.5%  | 42.5%  | 22.7%  |
| ROIC (%)                        | 6.5%   | 13.2%  | 29.1%  | 19.9%  |
| Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)           | 196.7% | 169.7% | 135.2% | 87.9%  |
| Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)  | 90.0%  | 100.0% | 130.0% | 170.0% |
| Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu (%)      | 160.0% | 120.0% | 90.0%  | 50.0%  |
| Khả năng thanh toán lãi vay (x) | 1.3x   | 3.5x   | 9.9x   | 8.4x   |

## APPENDIX 1

### Important Disclosures & Disclaimers

#### 2-Year Rating and Target Price History

| Company (Code)                   | Date     | Rating           | Target Price |
|----------------------------------|----------|------------------|--------------|
| CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) | 16/07/20 | MUA              | 16,700       |
| CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) | 11/09/20 | MUA              | 16,700       |
| CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) | 16/11/20 | MUA              | 22,200       |
| CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) | 22/12/20 | TĂNG TỶ<br>TRỌNG | 25,500       |
| CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) | 30/03/21 | MUA              | 36,800       |
| CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) | 07/06/21 | TĂNG TỶ<br>TRỌNG | 53,200       |
| CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) | 09/08/21 | MUA              | 52,200       |

#### Stock Ratings

|             |   |
|-------------|---|
| Buy         | : Relative performance of 20% or greater                      |
| Trading Buy | : Relative performance of 10% or greater, but with volatility |
| Hold        | : Relative performance of -10% and 10%                        |
| Sell        | : Relative performance of -10%                                |

#### Industry Ratings

|             |  |
|-------------|--|
| Overweight  | : Fundamentals are favorable or improving              |
| Neutral     | : Fundamentals are steady without any material changes |
| Underweight | : Fundamentals are unfavorable or worsening            |

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (—), Not covered (≡), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

\* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

\* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

\* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

\* The achievement of the target price may be HSGed by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

#### Equity Ratings Distribution & Investment Banking Services

|                             | Buy    | Trading Buy | Hold   | Sell  |
|-----------------------------|--------|-------------|--------|-------|
| Equity Ratings Distribution | 74.13% | 15.92%      | 9.95%  | 0.00% |
| Investment Banking Services | 75.00% | 11.11%      | 13.89% | 0.00% |

\* Based on recommendations in the last 12-months (as of March 31, 2016)

#### Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

#### Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

#### Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses

on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

#### **Distribution**

**United Kingdom:** This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

**United States:** Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

**Hong Kong:** This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

**All other jurisdictions:** Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo 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 Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

**Mirae Asset Daewoo International Network****Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

Global Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

**Mirae Asset Securities (USA) Inc.**

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

**PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia**

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

**Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC**

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

**Shanghai Representative Office**

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai  
200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

**Mirae Asset Securities (HK) Ltd.**

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong  
Tel: 852-2845-6332

**Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.**

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

**Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.**

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

**Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd**

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing  
100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

**Ho Chi Minh Representative Office**

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

**Mirae Asset Securities (UK) Ltd.**

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

**Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM**

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila  
Olhsgia  
Sao Paulo - SP  
04551-060  
Brasil  
Tel: 55-11-2789-2100

**Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC**

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

**Beijing Representative Office**

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing  
100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)