

CTCP Tập đoàn Hoa Sen

(HSX: HSG)

Tỷ lệ hàng tồn kho đã về mức an toàn

Tăng Tỷ Trọng

(Cập nhật)

Giá mục tiêu:

VND19,400

(Upside: +12.8%)

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam.

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeeasset.com.vn

Kết quả kinh doanh 1H23 (niên độ tài chính 30/9)

Trong niên độ tài chính (NĐTC) 1H23, Hoa Sen ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng (LNR) giảm mạnh, lần lượt đạt 15,023 tỷ (-49.4% CK) và -429 tỷ (sv. 873 tỷ trong 1H22). Sản lượng tôn mạ và ống thép trong 1H23 của Hoa Sen lần lượt đạt 479,935 tấn (-39% CK) và 135,917 tấn (-24% CK), trong đó sản lượng tôn mạ xuất khẩu chiếm 43.3% tổng sản lượng tôn mạ của HSG. Tuy nhiên, chúng tôi nhìn nhận điểm sáng nhất của Hoa Sen là việc biên lợi nhuận gộp đã hồi phục rất mạnh, trở lại mức 12.8% trong 2Q23 nhờ hoàn nhập 530 tỷ dự phòng hàng tồn kho (HTK).

Dự phóng 2023-2024 (niên độ tài chính 30/9)

Tỷ lệ tồn kho đã hạ về mức an toàn, dự phóng lợi nhuận năm 2023 đạt 118 tỷ với trọng tâm là quay trở lại thị trường nội địa

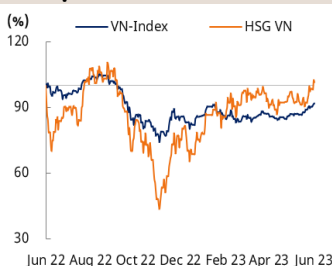
Rủi ro của HSG đã tăng cao khi tỷ lệ HTK/TTS ở mức 61% trong 2Q22 trong bối cảnh nhu cầu thép trên thế giới suy giảm do ảnh hưởng của sự suy yếu kinh tế. Giai đoạn 4Q22 - 1Q23, HSG đã ghi nhận lỗ 1,567 tỷ đồng. Tín hiệu tích cực đã xuất hiện khi HRC ổn định ở mức USD500 - 650/tấn, qua đó giúp biên lợi nhuận gộp hồi phục lên mức 12.8% trong 2Q23 (sv -2.8% trong 4Q22) với tỷ lệ HTK/TTS đã hạ xuống mức 20.6% trong cuối 2Q23. Chúng tôi đánh giá HSG hầu như đã bán hết lượng HTK giá cao và không còn rủi ro trích lập trong giai đoạn 2H23 - 2024. Dự phóng HSG sẽ tiếp tục hoàn nhập 185 tỷ dự phòng HTK trong giai đoạn 2H23.

Trong NĐTC 2022, thị phần nội địa mảng tôn mạ của HSG giảm mạnh, từ 35.9% xuống 28.7%, theo chúng tôi, do biên LNG mảng xuất khẩu năm 2022 cao hơn nội địa là 3%p. Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường xuất khẩu suy giảm nhu cầu, chúng tôi cho rằng HSG sẽ quay lại tập trung cho thị trường nội địa. Giai đoạn 2016-2021, thị trường nội địa là thị trường chính tạo ra lợi nhuận cho HSG nhờ thương hiệu, hệ thống phân phối lớn với biên lợi nhuận gộp nội địa luôn cao hơn thị trường xuất khẩu. Sản lượng dự phóng năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 1.55 triệu tấn (-14.7% CK) và 1.73 triệu tấn (+11.6% CK). Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần NĐTC 2023F / 2024F lần lượt đạt 34,756 tỷ (-30% CK) / 40,323 (+16% CK). Dự phóng LNR của HSG trong NĐTC 2023F / 2024F lần lượt đạt 246 tỷ (-13.8% CK) / 1,070 tỷ (+335% CK).

Định giá

Với cơ cấu tài chính lành mạnh khi tỷ lệ HTK/TTS ở mức chỉ 20% và không có dư nợ dài hạn, chúng tôi giữ khuyến nghị Tăng tỷ trọng với cổ phiếu HSG với giá mục tiêu VND19,400/cp (Upside: +12.8%).

Dữ liệu



Lợi nhuận HĐKD (23F, tỷ đồng)	417	Vốn hóa (tỷ đồng)	10,197
Kỳ vọng thị trường LN HĐKD (23F, tỷ đồng)	185	Số lượng CP lưu hành (triệu)	598
Giá hiện tại (13/06/2023)	17,200	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	69.5
EPS (23F, %)	-1.9	Tỷ lệ sở hữu CE nước ngoài (%)	15.9
P/E (23F, x)	47.2	Beta (12M)	1.7
P/E thị trường (23F, x)	13.3	Thấp 25 tuần	6,850
VN-Index	1,126	Cao 52 tuần	18,917

Thay đổi giá CP

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	7.2	26.3	9.1
Tương đối	1.5	19.3	17.6

Kết quả kinh doanh và dự phóng

FY (31/12)	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Doanh thu thuần (VND tỷ)	28,035	27,543	48,727	49,711	34,756	40,323
Lợi nhuận HĐKD (VND tỷ)	979	1,951	5,103	564	417	1,452
Biên Lợi nhuận HĐKD (%)	3.5%	7.1%	10.5%	1.1%	1.2%	3.6%
LNST (VND tỷ)	361	1,150	4,313	250	246	1,070
EPS (VND)	604	1,923	8,741	419	411	1,789
ROE (%)	6.4%	17.5%	39.8%	2.3%	2.2%	8.8%
P/E (x)	33.6x	7.1x	2.0x	39.1x	47.2x	10.8x
P/B (x)	1.6x	1.0x	0.8x	0.9x	1.1x	1.0x
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Ghi chú: LNST thể hiện LNST của cổ đông công ty mẹ | Niên độ tài chính 30/9

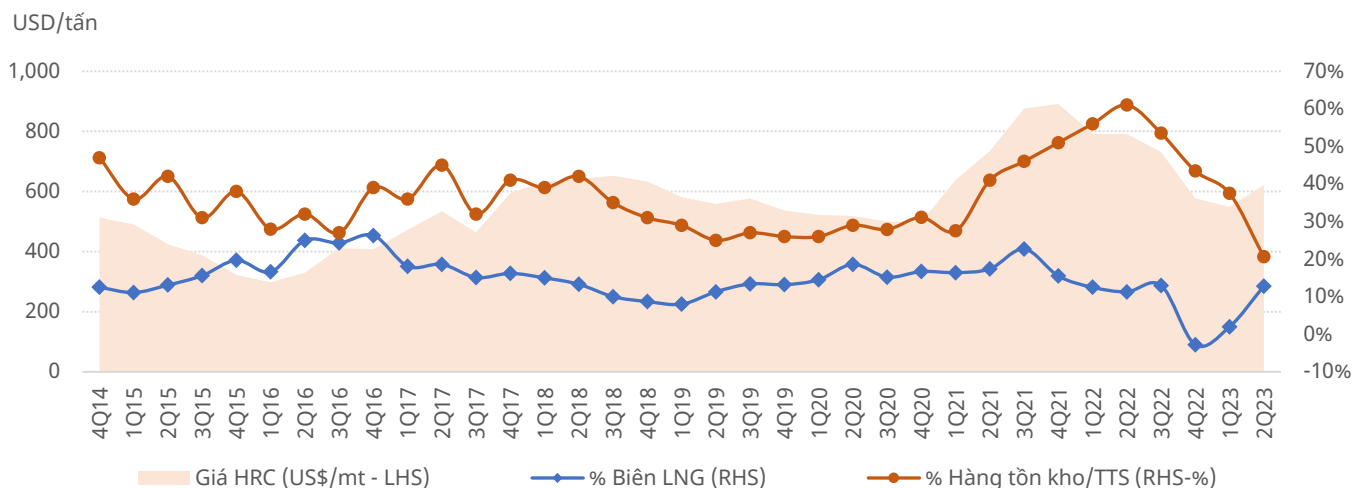
Nguồn: HSG, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 1: Cập nhật dự phóng FY23

Tỷ đồng	Kết quả KD		% CK	Dự phóng 2023	Nhận định
	1H22	1H23			
Doanh thu	29,700	15,023	-49.42%	34,756	<p>2023 – 2024 dự kiến đẩy mạnh mảng Hoa Sen Home và thị trường nội địa</p> <ul style="list-style-type: none"> Từ cuối 1Q23, thị trường bất động sản ghi nhận những tín hiệu gỡ rối đầu tiên khi Nghị định 08, Nghị quyết 33 và Nghị định 10 đã cung cấp những hành lang pháp lý để khơi thông nguồn vốn trái phiếu và condotel. Đồng thời lãi suất huy động cũng đã giảm hơn 2%p so với T11/2022. Chúng tôi kỳ vọng sự hỗ trợ về chính sách và đầu tư công sẽ cải thiện sức mua của thị trường thép từ 2H23 khi hàng loạt các DA hạ tầng lớn được khởi công như cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2, vành đai 4 Hà Nội hay vành đai 3 HCM... Trong vòng 4 quý, HSG đã hạ 40%p lượng HTK, qua đó chúng tôi đánh giá HSG đã chấm dứt rủi ro về mặt trích lập dự phòng trong 2H23, hỗ trợ sự phục hồi lợi nhuận trong giai đoạn 2H23 – 2024. Với sản lượng tôn mạ, chúng tôi dự phóng sản lượng tôn mạ NĐTC 2023 – 2024 sẽ lần lượt đạt 1.149 triệu tấn (-15% CK) và 1.287 triệu tấn (+12% CK). Đối với mảng ống thép, chúng tôi dự phóng sản lượng NĐTC 2023 – 2024 lần lượt đạt 256,946 tấn (-17% CK) và 285,210 tấn (+11% CK). Doanh thu từ thị trường xuất khẩu NĐTC 2023 – 2024 ước đạt 14,495 tỷ (-40% CK) và 16,129 tỷ (+8% CK). Ngoài ra, chi phí logistic giảm mạnh ước tính sẽ giúp HSG tăng thêm 1%p biên lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng HSG sẽ không tiết kiệm quá nhiều chi phí bán hàng trong bối cảnh đang tiếp tục mở rộng chuỗi Hoa Sen Home. Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng chưa có sự đóng góp lớn của Hoa Sen Home đến kết quả kinh doanh.
Lợi nhuận từ HDKD	1,096	-340	-131.02%	417	
Biên LN HDKD (%)	3.69%	-2.26%		1.20%	
EBITDA	1,677	238	-85.81%	1,446	
Biên EBITDA (%)	5.65%	1.58%		4.16%	
LNST	873	-429	-149.14%	246	

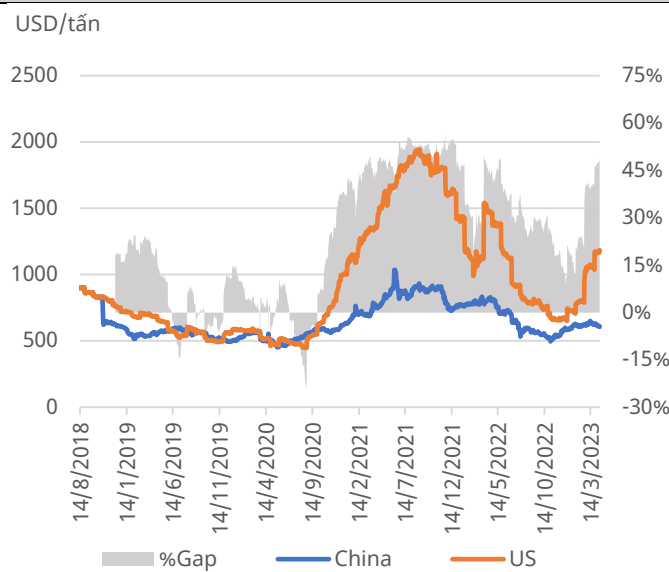
Nguồn: FinPro, HPG, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 1. Tương quan giữa giá HRC, biên LNG và tỷ trọng hàng tồn kho/tổng tài sản của HSG

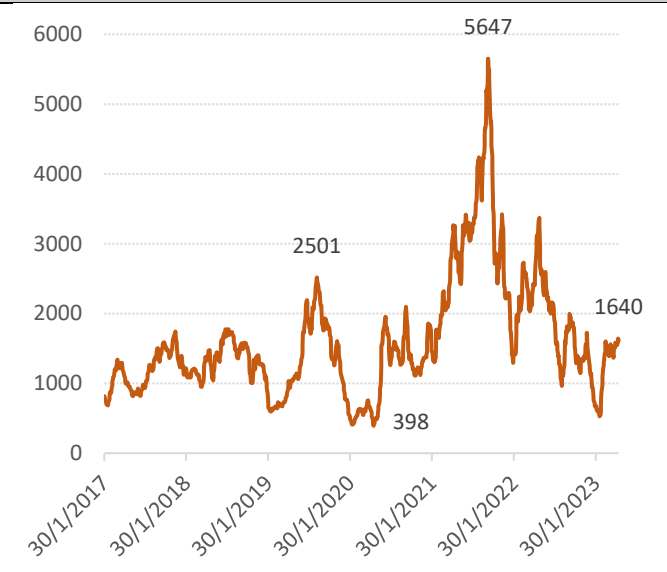


Nguồn: Bloomberg, Finpro, VSA, Mirae Asset Vietnam Research

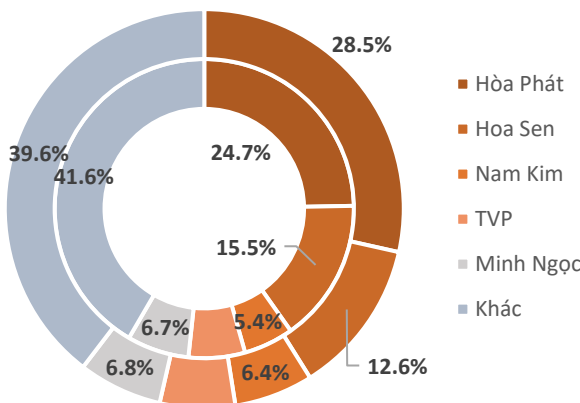
Hình 2. Chênh lệch giá HRC giữa Mỹ và Trung Quốc



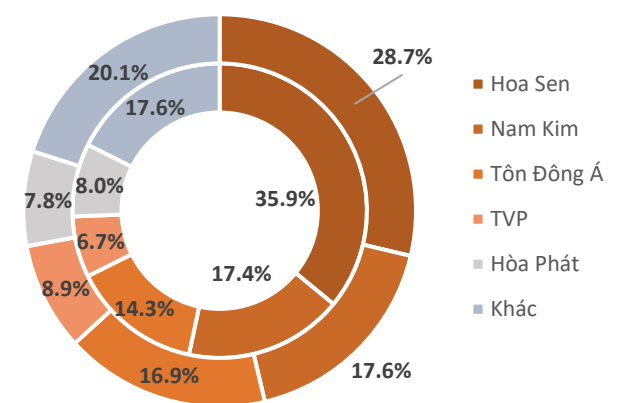
Hình 3. Chỉ số cước vận tải biển BDI giai đoạn 2017 - T5/2023



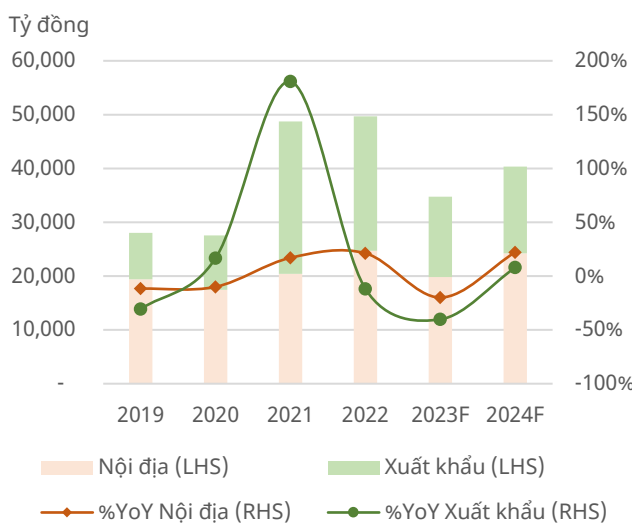
Hình 4. Thị phần mảng ống thép năm 2021 (Vòng trong) và năm 2022 (Vòng ngoài)



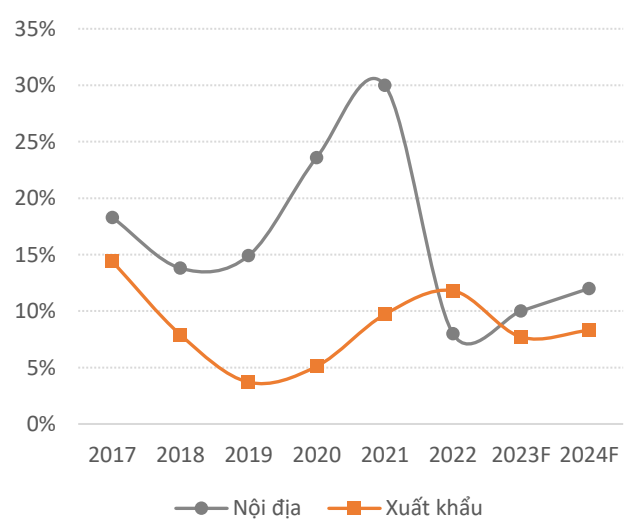
Hình 5. Thị phần mảng tôn mạ năm 2021 (Vòng trong) và năm 2022 (Vòng ngoài)



Hình 6. Dự phóng doanh thu và tăng trưởng doanh thu mảng nội địa và xuất khẩu giai đoạn 2019 - 2024F



Hình 7. Ước tính biên lợi nhuận gộp giữa thị trường trong nước và xuất khẩu giai đoạn 2017 - 2024F



Nguồn: Bloomberg, Finpro, VSA, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HOSE: HSG)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	48,727	49,711	34,756	40,323
Giá vốn hàng bán	(39,853)	(44,793)	(31,559)	(35,686)
Lợi nhuận gộp	8,874	4,918	3,197	4,637
Chi phí bán hàng và QLDN	(3,770)	(4,353)	(2,780)	(3,186)
Lợi nhuận hoạt động	5,103	564	417	1,452
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	5,103	564	417	1,452
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	(355)	(260)	(150)	(133)
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	(355)	(260)	(150)	(133)
Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	4,915	357	307	1,337
Thuế TNDN	(602)	(106)	(61)	(267)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	4,313	251	246	1,070
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	4,313	250	246	1,070
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	4,313	250	246	1,070
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	4,313	250	246	1,070
Cổ đông công ty mẹ	4,313	250	246	1,070
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	6,289	1,724	1,446	2,212
FCF (Dòng tiền tự do)	1,019	2,381	984	439
EBITDA Margin (%)	12.9%	3.5%	4.2%	5.5%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	10.5%	1.1%	1.2%	3.6%
Biên lợi nhuận ròng (%)	8.9%	0.5%	0.7%	2.7%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

LCTT từ hoạt động kinh doanh	1,496	2,845	1,556	927
LNTT	4,915	381	307	1,337
Chi phí không bằng tiền	1,582	1,897	405	834
Khấu hao	1,186	1,160	1,029	761
Khấu trừ	-	-	-	-
Khác	396	737	(624)	73
Thay đổi vốn lưu động	(5,001)	567	844	(1,244)
Tăng giảm phải thu	(2,858)	3,842	(277)	(191)
Tăng giảm tồn kho	(6,987)	4,445	(31)	(1,236)
Tăng giảm phải trả	5,855	(6,956)	538	242
Các khoản thay đổi khác	(1,011)	(764)	614	(59)
LCTT hoạt động đầu tư	(296)	(382)	(522)	(409)
Tăng giảm Tài sản cố định	(477)	(463)	(571)	(489)
Tăng giảm Tài sản vô hình	8	28	59	62
Tăng giảm Mua/Bán công cụ nợ	3	8	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	170	45	(10)	18
LCTT hoạt động tài chính	(1,285)	(2,651)	(1,462)	(307)
Tăng giảm nợ phải trả	(1,291)	(2,699)	(1,462)	(307)
Phát hành cổ phiếu	58	49	-	-
Cổ tức đã trả	-	-	-	-
Khác	(52)	(1)	-	-
Tăng (Giảm) tiền thuần trong năm	(84)	(188)	(428)	211
Số dư đầu kỳ	575	493	330	(98)
Số dư cuối kỳ	491	305	(98)	113

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	18,655	9,835	10,355	12,135
Tiền và TDT	491	305	(98)	113
Phải thu ngắn hạn	4,535	1,452	1,746	1,953
Tồn kho	12,349	7,395	8,142	9,378
Khác	1,280	683	565	691
Tài sản dài hạn	7,995	7,190	6,637	6,187
Tài sản cố định hữu hình	7,322	6,562	6,114	5,842
Đầu tư liên kết liên doanh	17	17	17	17
Tài sản dài hạn khác	656	611	506	328
Tổng tài sản	26,650	17,025	16,992	18,322
Nợ ngắn hạn	14,372	6,009	5,845	6,086
Phải trả ngắn hạn	4,294	1,040	1,578	1,820
Vay nợ ngắn hạn	5,437	4,070	2,725	2,418
Nợ ngắn hạn khác	4,641	899	1,542	1,848
Nợ dài hạn	1,414	134	18	20
Nợ vay dài hạn	1,399	117	-	-
Nợ dài hạn khác	15	17	18	20
Tổng nợ	15,786	6,143	5,863	6,106
Vốn chủ sở hữu	10,864	10,882	11,129	12,216
Vốn góp chủ sở hữu	4,935	5,981	5,981	5,981
Thặng dư cổ phần	157	157	157	157
Lợi nhuận giữ lại	5,772	4,744	4,991	6,078
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	26,650	17,025	16,992	18,322

Các chỉ số chính

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	2.0x	39.1x	47.2x	10.8x
P/CF (x)	6.4x	4.1x	7.5x	12.5x
P/B (x)	0.8x	0.9x	1.1x	1.0x
EV/EBITDA (x)	2.4x	7.2x	55.9x	11.3x
EPS (VND)	8,741	419	411	1,789
CFPS (VND)	2,065	3,981	1,646	733
BPS (VND)	21,441	17,804	18,230	19,873
DPS (VND)	-	-	-	-
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	-2.0%	-19.0%	0.0%	0.0%
Lợi suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng doanh thu	76.9%	2.0%	-30.1%	16.0%
Tăng trưởng EBITDA (%)	97.7%	-72.6%	-16.2%	53.0%
Tăng trưởng EBIT (x)	161.6%	-88.9%	-26.1%	248.1%
Tăng trưởng EPS (x)	354.6%	-95.2%	-1.9%	335.3%
Ngày phải thu (ngày)	32	9	15	19
Ngày tồn kho (ngày)	115	66	78	80
Ngày phải trả (ngày)	39	8	18	19
ROA (%)	16.2%	1.5%	1.4%	5.8%
ROE (%)	39.8%	2.3%	2.2%	8.8%
ROIC (%)	28.9%	3.7%	3.0%	9.9%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%)	145.7%	56.5%	52.8%	50.0%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	130.0%	160.0%	180.0%	200.0%
Vay ròng/ Vốn chủ sở hữu (%)	60.0%	40.0%	30.0%	20.0%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	14.4x	2.2x	2.8x	10.9x

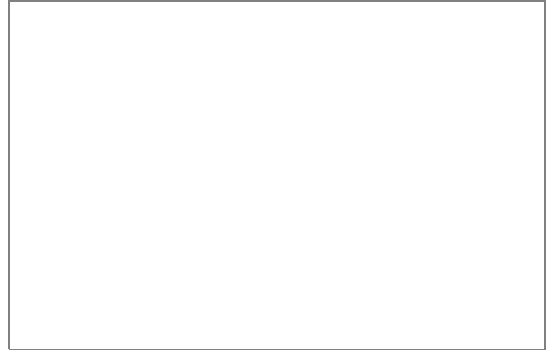
Nguồn: HSG, Mirae Asset Vietnam Research

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
-----------------------	------	-------------	--------------



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

- * Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắc đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phân quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vật hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong tương lai, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ

thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (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.

Mirae Asset Vietnam International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia 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 Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang 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)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336
