

CTCP Xi măng Vicem Hà Tiên

(HSX: HT1)

Giá than hạ nhiệt cải thiện biên lợi nhuận

Tăng tỷ trọng

(Cập nhật)

Giá mục tiêu:

VND11,900

(Upside: +10.5%)

CTCP chứng khoán Mirae Asset Việt Nam.

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

Cập nhật 9T2022

Trong 9T2022, doanh thu và lợi nhuận ròng (LNR) của HT1 lần lượt đạt 7,020 tỷ (+32% CK) và 204 tỷ (-35.6% CK). Cuộc chiến giữa Nga và Ukraine đã khiến giá chất đốt, gồm than và dầu, đã tăng cao khiến biên lợi nhuận của HT1 giảm mạnh trong bối cảnh thị trường bất động sản trong nước lẫn thị trường xuất khẩu xi măng suy yếu.

Dự phóng 2022-2023

Theo thống kê của Hiệp hội xi măng Việt Nam (VNCA), tiêu thụ xi măng trong 9T2022 đạt 73 triệu tấn (-10% CK). Trong đó, tiêu thụ nội địa khoảng đạt 47 triệu tấn (+5% CK) nhưng mảng xuất khẩu sản lượng giảm mạnh, chỉ đạt 24.7 triệu tấn (-25% CK). Giá trị xuất khẩu chỉ đạt 1.1 tỷ USD (-14% CK).

Thị trường Philipine, chiếm trên 20% thị phần xuất khẩu của Việt Nam, đã áp dụng thuế chống bán phá giá từ 4%-10% với sản phẩm từ xi măng của Việt Nam. Ngoài ra, thị trường Trung Quốc, chiếm hơn 45% thị phần xuất khẩu, tiếp tục duy trì chính sách zero-Covid khiến sản lượng xuất khẩu giảm mạnh.

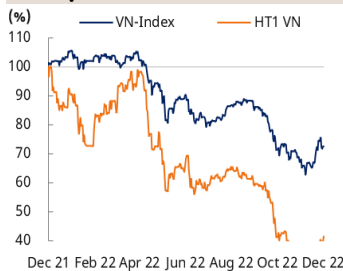
Việc các nước tiếp tục giảm sản lượng nhập khẩu theo chúng tôi trực tiếp đẩy áp lực lên các nhà sản xuất xi măng miền Bắc. Trong năm 2023, chúng tôi cho rằng xu hướng xuất khẩu xi măng tiếp tục không khả quan và áp lực thị trường nội địa sẽ rất gay gắt khi các nhà xuất khẩu xi măng phía Bắc sẽ đưa sản phẩm vào phía Nam tiêu thụ như trường hợp năm 2015 – 2016.

Dự phóng giá than giảm trên 20% giúp biên LNG cải thiện 3-4%p trong năm 2023

Theo Bloomberg, tỷ lệ tích trữ khí đốt của châu Âu đã đạt 93.5% trong tháng 10/2022. Tỷ lệ dự trữ khí tăng cao sẽ giảm áp lực với nhu cầu than cốc nhiệt lượng cao. Hiện nay, than cốc chiếm trên 35% chi phí sản xuất xi măng. Chúng tôi cho rằng giá than năm 2023 sẽ hạ nhiệt về mức USD140 – 150/tấn (-22% CK) và giúp HT1 cải thiện tối thiểu 3-4%p biên lợi nhuận gộp.

Với triển vọng thị trường bất động sản 2023 chưa khởi sắc, chúng tôi dự phóng sản lượng xi măng của HT1 năm 2022F / 2023F lần lượt đạt 6.3 triệu tấn (+7.7% CK) / 5.72 triệu tấn (-10% CK). Doanh thu dự phóng năm 2022F / 2023F lần lượt đạt 9,342 tỷ (+32.2% CK) / 7,410 tỷ đồng (-20.7% CK). Dựa trên dự đoán về việc giá than cốc hạ nhiệt, chúng tôi ước tính LNR của HT1 trong năm 2022F / 2023F lần lượt đạt 277.8 tỷ (-24.8% CK) / 423 tỷ (+52.3% CK)

Dữ liệu



Lợi nhuận HDKD (22F, tỷ đồng)	438	Vốn hóa (tỷ đồng)	4,121
Kỳ vọng thị trường LN HDKD (22F, tỷ đồng)	412	Số lượng CP lưu hành (triệu)	382
Giá hiện tại (03/08/2022)	10,800	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	17.5
EPS (22F, %)	-27.8	Tỷ lệ sở hữu CE nước ngoài (%)	2.0
P/E (22F, x)	10.8	Beta (12M)	1.2
P/E thị trường (22F, x)	12.4	Thấp 25 tuần	6,950
VN-Index	1,052	Cao 52 tuần	26,950

Thay đổi giá CP

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	18.7	-40.0	-57.0
Tương đối	12.0	-21.9	-28.6

Kết quả kinh doanh và dự phóng

FY (31/12)	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
Doanh thu (VND tỷ)	8,376	8,839	7,963	7,064	9,342	7,410
Lợi nhuận HDKD (VND tỷ)	1,080	1,189	1,005	570	438	623
Biên Lợi nhuận HDKD (%)	12.9%	13.5%	12.6%	8.1%	4.7%	8.4%
LNST (VND tỷ)	641	745	608	369	278	423
EPS (VND)	1,674	1,980	1,665	973	733	1,115
ROE (%)	12.4%	13.9%	11.3%	7.1%	5.3%	7.8%
P/E (x)	7.5x	7.7x	10.5x	23.1x	16.4x	10.8x
P/B (x)	0.5x	0.6x	0.6x	1.0x	0.5x	0.5x
Tỷ suất cổ tức (%)	12.0%	8.0%	7.2%	7.2%	3.4%	5.9%

Ghi chú: LNST thể hiện LNST của cổ đông công ty mẹ đã điều chỉnh

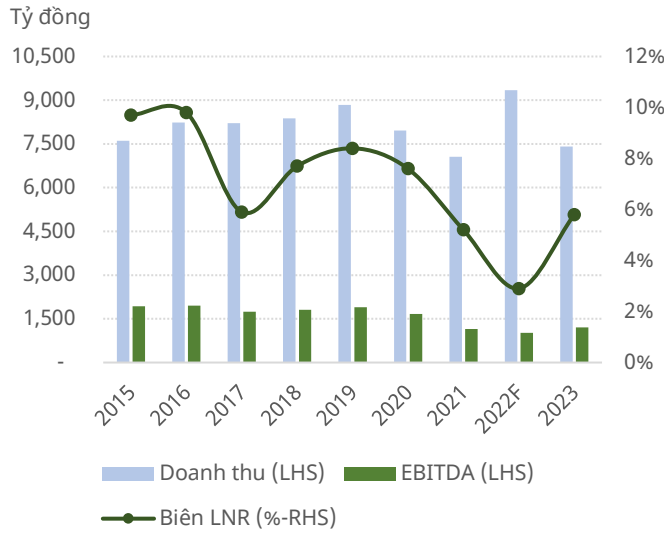
Nguồn: HT1, Mirae Asset Vietnam Research

Cập nhật KQKD 9T2022 và Dự phóng 2022 - 2023

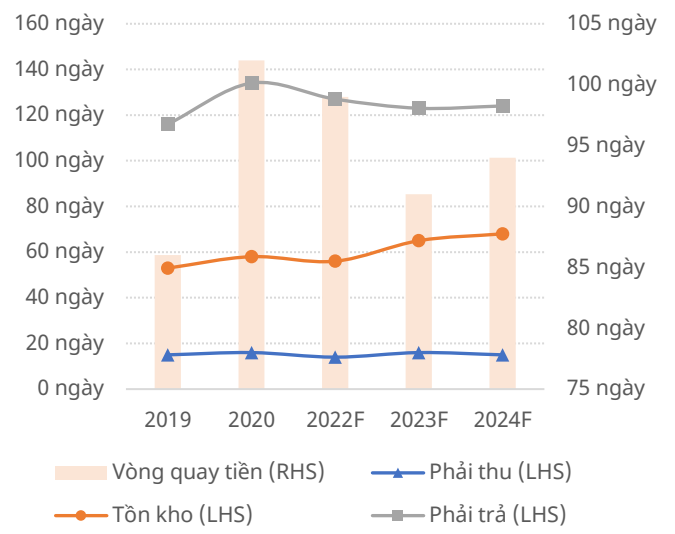
Bảng 1: Kết quả kinh doanh 9T22 và dự phóng doanh thu/sản lượng giai đoạn 2022 - 2023								
(Đơn vị) Tỷ đồng	Kết quả KD		% 9M22 / 9M21	Dự phóng		% 2022 / 2021	% 2023 / 2022	Comment
	9M21	9M22		2022	2023			
Doanh thu	5,318	7,020	32%	9,342	7,410	32.2%	-20.7%	<ul style="list-style-type: none"> Giá dầu và than cốc tăng cao khiến các công ty xi măng tăng từ 15-20% giá bán thành phẩm. Cùng với việc thị trường xây dựng hồi phục trong 1H22 đã giúp doanh thu 9M22 đạt 7,020 tỷ (+32% CK).
Sản lượng xi măng (Triệu tấn)								<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng xi măng 9T22 đạt 4.9 triệu tấn (+15% CK) nhờ sự hồi phục của thị trường xây dựng nội địa trong bối cảnh năm 2021 giãn cách xã hội do Covid. Tuy nhiên từ tháng 5/2022, các chính sách thắt chặt cho vay đầu cơ bất động sản được thực thi khiến thị trường bất động sản suy giảm cả về nguồn cung lẫn tỷ lệ hấp thụ. Theo Bộ xây dựng, nguồn cung căn hộ trong 9T22 giảm rất mạnh về mức 41,886 căn (-22.1% CK/-76% sv 2018). Trong đó, tỷ lệ hấp thụ 3Q22 giảm mạnh về mức 33.5% (vs 70% năm 2019). Triển vọng thị trường bất động sản trong 4Q22 và 2023 chúng tôi vẫn duy trì sự thận trọng lớn khi chưa có dấu hiệu mở lại room tín dụng hay pháp lý dự án. Chúng tôi dự phóng sản lượng xi măng năm 2022 / 2023 của HT1 lần lượt đạt 6.35 triệu tấn (+7% CK) và 5.7 triệu tấn (-10% CK). Dự phóng doanh thu tương ứng năm 2022 / 2023 lần lượt đạt 9,342 tỷ (+32.2% CK) và 7,410 tỷ (-20.7% CK). Trong đó, chúng tôi dự phóng giá xi măng năm 2023 sẽ giảm về mức 1.26 triệu đồng/tấn (-12% CK).
A. 9T22	4.26	4.9	15%	6,355	5,719	7.0%	-10.0%	
B. 3Q22	1.66	0.92	81%					
Lợi nhuận từ HDKD	469	364	-22.4%	438.1	622.8	-23.2%	42.2%	<ul style="list-style-type: none"> Áp lực từ chi phí bán hàng và logistic tăng cao khiến lợi nhuận từ HDKD giảm 0.6% trong 9T22 về mức 7.6%.
Biên LN HDKD (%)	8.8%	5.2%		4.7%	8.4%			<ul style="list-style-type: none"> Ngoài ra, chúng tôi ước tính giá than trong năm 2022 đã tăng 205% nhưng giá bán trung bình năm 2022 chúng tôi ước đạt 1,43 triệu đồng/tấn (+30% CK). Do đó, trong năm 2022 chúng tôi hạ 2.7% biên lợi nhuận ròng dự phóng so với báo cáo cũ xuống 3%, tương ứng với LNR dự phóng năm 2022 đạt 277.8 tỷ đồng (-24.8% CK). Năm 2023, chúng tôi dự phóng biên LNR sẽ phục hồi, đạt 423 tỷ (+52.3% CK) dựa trên giả định giá than và logistic sẽ giảm.
LNST	316.6	203.9	-35.6%	277.8	423.2	-24.8%	52.3%	
Biên LNR (%)	6.0%	2.9%		3.0%	5.7%			

Nguồn: Fiinpro, HT1, Mirae Asset Vietnam Research / Lợi nhuận từ HDKD điều chỉnh theo IFRS

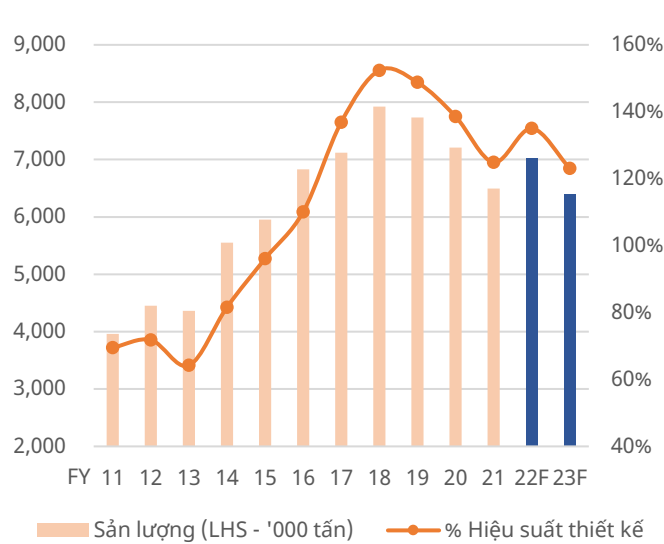
Hình 1. Dự phóng doanh thu, EBITDA và biên LNR của HT1 giai đoạn FY15-23



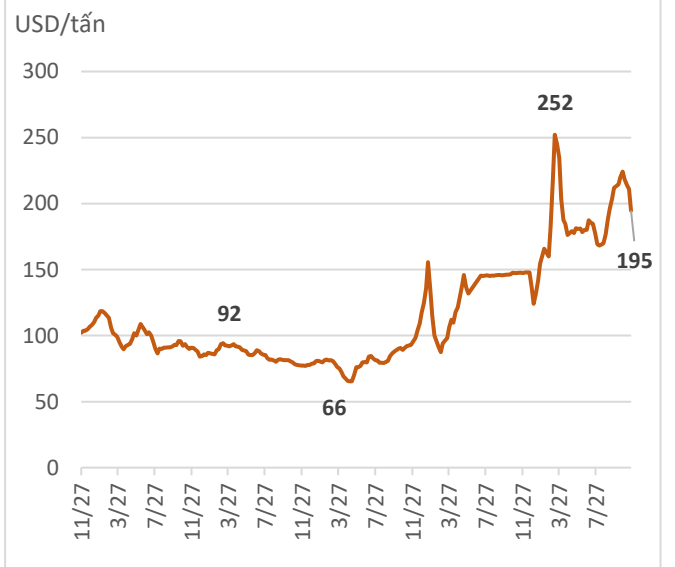
Hình 2. Số ngày vòng quay tiền của HT1 giai đoạn 2019 - 2024F



Hình 3. Dự phóng sản lượng và hiệu suất sản xuất/thiết kế của HT1 giai đoạn 2011 - 2023F



Hình 4. Giá than 5,500kcal/tấn tại cảng Trung Quốc giai đoạn T11/2017 - T11/2022



Nguồn: Fipro, Statista, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Xi măng Hà Tiên 1 (HOSE: HT1)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	7,963	7,064	9,342	7,410
Giá vốn hàng bán	(6,607)	(6,195)	(8,474)	(6,446)
Lợi nhuận gộp	1,356	869	868	964
Chi phí bán hàng và QLDN	(351)	(299)	(430)	(341)
Lợi nhuận hoạt động	1,005	570	438	623
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	1,005	570	438	623
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	(181)	(100)	(94)	(93)
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	(181)	(100)	(94)	(93)
Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	768	462	333	539
Thuế TNDN	(160)	(93)	(67)	(108)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	608	369	266	431
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	608	369	267	431
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	608	369	267	431
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	608	369	267	431
Cổ đông công ty mẹ	608	369	267	431
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	1,661	1,154	1,020	1,206
FCF (Dòng tiền tự do)	1,462	874	692	919
EBITDA Margin (%)	20.9%	16.3%	10.9%	16.3%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	12.6%	8.1%	4.7%	8.4%
Biên lợi nhuận ròng (%)	7.6%	5.2%	2.9%	5.8%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

LCTT từ hoạt động kinh doanh	1,249	735	731	915
LNTT	768	462	333	539
Chi phí không bằng tiền	668	571	610	573
Khấu hao	657	584	582	583
Khấu trừ	-	-	-	-
Khác	6	12	(13)	28
Thay đổi vốn lưu động	2	(166)	(241)	(163)
Tăng giảm phải thu	(20)	(26)	(55)	87
Tăng giảm tồn kho	(17)	70	(418)	186
Tăng giảm phải trả	39	(210)	232	(436)
Các khoản thay đổi khác	(175)	(93)	(67)	(108)
LCTT hoạt động đầu tư	(84)	(114)	(118)	(135)
Tăng giảm Tài sản cố định	(93)	(125)	(38)	(62)
Tăng giảm Tài sản vô hình	2	-	7	8
Tăng giảm Mua/Bán công cụ nợ	8,659	11,645	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(8,652)	(11,634)	(87)	(81)
LCTT hoạt động tài chính	(905)	(1,404)	(46)	(297)
Tăng giảm nợ phải trả	167	(46)	(873)	136
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(92)	(637)	(153)	(267)
Khác	(980)	(721)	980	(166)
Tăng (Giảm) tiền thuần trong năm	261	(782)	567	482
Số dư đầu kỳ	818	1,079	296	863
Số dư cuối kỳ	1,079	297	863	1,345

Nguồn: HT1, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	2,333	1,524	2,540	2,770
Tiền và TDT & Đầu tư ngắn hạn	1,092	311	863	1,345
Phải thu ngắn hạn	351	258	402	304
Tồn kho	763	709	1,127	941
Khác	127	246	148	180
Tài sản dài hạn	7,708	7,285	6,703	6,168
Tài sản cố định hữu hình	7,269	6,810	6,265	5,744
Đầu tư liên kết liên doanh	56	56	56	56
Tài sản dài hạn khác	383	419	382	368
Tổng tài sản	10,041	8,809	9,243	8,938
Nợ ngắn hạn	4,629	3,619	3,937	3,467
Phải trả ngắn hạn	1,368	1,208	1,339	986
Vay nợ ngắn hạn	2,377	1,611	1,717	1,687
Nợ ngắn hạn khác	884	800	881	794
Nợ dài hạn	19	16	17	19
Nợ vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	19	16	17	19
Tổng nợ	4,648	3,635	3,954	3,486
Vốn chủ sở hữu	3,816	3,816	3,816	3,816
Vốn góp chủ sở hữu	71	71	71	71
Thặng dư cổ phần	778	800	855	940
Lợi nhuận giữ lại	728	487	547	625
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	9	9	9	9
Tổng nguồn vốn	5,393	5,174	5,289	5,452

Các chỉ số chính

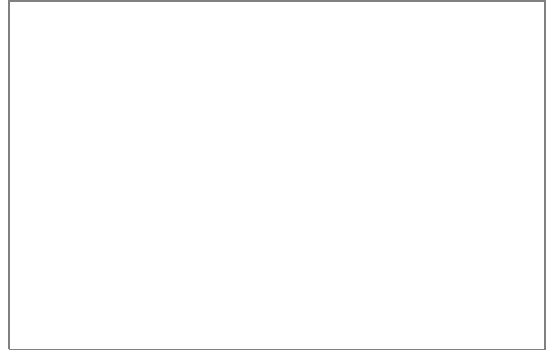
	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	10.5x	23.1x	17.0x	10.5x
P/CF (x)	2.8x	4.8x	4.8x	3.9x
P/B (x)	0.6x	1.0x	0.5x	0.5x
EV/EBITDA (x)	5.3x	6.9x	7.9x	6.7x
EPS (VND)	1,665	973	704	1,136
CFPS (VND)	1,927	1,917	2,398	2,874
BPS (VND)	26,069	22,841	23,992	23,211
DPS (VND)	1,200	1,200	400	700
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	15.0%	173.0%	57.0%	62.0%
Lợi suất cổ tức (%)	7.2%	7.2%	3.4%	5.9%
Tăng trưởng doanh thu	-9.9%	-11.3%	32.2%	-20.7%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-12.4%	-30.5%	-11.6%	18.2%
Tăng trưởng EBIT (x)	-15.5%	-43.2%	-23.2%	42.2%
Tăng trưởng EPS (x)	-18.4%	-39.3%	-27.8%	61.7%
Ngày phải thu (ngày)	16.0x	14.0x	16.0x	15.0x
Ngày tồn kho (ngày)	42.0x	42.0x	49.0x	53.0x
Ngày phải trả (ngày)	76.0x	71.0x	58.0x	56.0x
ROA (%)	6.1%	4.2%	2.9%	4.8%
ROE (%)	11.3%	7.1%	5.0%	7.9%
ROIC (%)	12.9%	8.4%	6.3%	8.7%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%)	86.3%	70.4%	74.9%	64.0%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	50.0%	40.0%	60.0%	80.0%
Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu (%)	-24.0%	-25.0%	-20.0%	-10.0%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	5.5x	5.7x	4.6x	6.7x

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 từng trường hợp, 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