

CTCP Xi Măng Vicem Hà Tiên

(HOSE: HT1)

Lợi nhuận cải thiện trên nền giá than thấp

NĂM GIỮ

(Cập nhật)

Giá mục tiêu:

VND14,500

(Upside: +4.3%)

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam.

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

Kết quả kinh doanh 6T2023

Trong 6T2023, doanh thu của HT1 giảm về mức 3,941 tỷ (-14.3% CK) với sản lượng đạt 2.7 triệu tấn (-18% CK), nhưng lợi nhuận ròng (LNR) ghi nhận lỗ nhẹ, ở mức 26 tỷ (sv. 167 tỷ trong 1H22). Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tín hiệu tích cực trong Q2/2023 khi LNR của HT1 đã quay lại mức dương 58.7 tỷ (-56.8% CK). Với thương hiệu lâu đời cũng như chất lượng được khẳng định, sản lượng của HT1 suy giảm ít hơn so với các đối thủ trong ngành. Trong kỳ vọng thị trường năm 2024 hồi phục, chúng tôi đánh giá HT1 sẽ có sự cải thiện sớm hơn các đối thủ cạnh tranh và có thể quay về mức hiệu suất lò quanh 85% (so với ước tính 79% năm 2023).

Dự phóng 2H23-2024

Xu hướng giá than giảm ủng hộ sự hồi phục của lợi nhuận

Trong năm 2022, xung đột Nga – Ukraine đã khiến giá than tăng từ mức dưới USD100/tấn năm 2020 lên mức USD300/tấn vào 2H22, qua đó khiến biên lợi nhuận gộp của HT1 trong Q1/2023 giảm mạnh từ mức trung bình 16%-17% giai đoạn 2017 – 2019 xuống chỉ còn quanh 4.1%.

Hiện tại nhu cầu than thế giới đã đi vào bình ổn, do đó chúng tôi ước tính giá than sẽ tiếp tục xu hướng hạ nhiệt trong 2H23 và 2024. Chúng tôi ước tính giá than cốc Indonesia 6,300kcal năm 2024 sẽ ở mức quanh USD120 – 130/tấn (sv. trung bình USD185/tấn trong Q3/2023), qua đó cải thiện tối thiểu 3% biên lợi nhuận gộp trong năm 2024.

Lợi nhuận cải thiện rõ nét từ 2024 nhờ chi phí đầu vào giảm

Mặc dù ngành xi măng Việt Nam dư cung gấp hai lần nhu cầu, nhưng sản lượng xi măng cung ứng trong phía Nam thường chỉ đáp ứng được 60-65% nhu cầu. Do đó, trong bối cảnh nhu cầu suy giảm thì các công ty xi măng phía Nam vẫn sẽ có mức giảm ít hơn phía Bắc, vốn tập trung nhiều các nhà máy xi măng.

Chúng tôi dự phóng sản lượng của HT1 trong năm 2023F và 2024F lần lượt đạt 5.8 triệu tấn (-12% CK) và 6.23 triệu tấn (+8% CK). LNR dự phóng cho năm 2023F đạt 89 tỷ (-58% CK) và sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024, ước đạt 325 tỷ (+264% CK).

Định giá

Với cơ cấu tài chính lành mạnh và không có nợ dài hạn, nhưng trong thị trường bất động sản chưa thực sự hồi phục, HT1 vẫn đối diện với rủi ro thanh khoản trong ngắn hạn. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu HT1 với giá mục tiêu VND 14,500/cp (Upside: +4.3%) dựa trên phương pháp FCFE.

Dữ liệu



Lợi nhuận HĐKD (23F, tỷ đồng)	227	Vốn hóa (tỷ đồng)	5,304
Kỳ vọng thị trường LN HĐKD (23F, tỷ đồng)	363	Số lượng CP lưu hành (triệu)	382
Giá hiện tại (03/10/2023)	13,900	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	17.5
EPS (23F, %)	-63.3	Tỷ lệ sở hữu CD nước ngoài (%)	2.9
P/E (23F, x)	62.1	Beta (12M)	1.4
P/E thị trường (23F, x)	13.3	Thấp 25 tuần	6,950
VN-Index	1,129	Cao 52 tuần	17,650

Thay đổi giá CP

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-7.9	-9.7	20.3
Tương đối	1.4	-15.2	15.3

Kết quả kinh doanh và dự phóng

FY (31/12)	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Doanh thu thuần (VND tỷ)	8,839	7,963	7,064	8,918	7,640	8,011
Lợi nhuận HĐKD (VND tỷ)	1,189	1,005	588	471	227	511
Biên Lợi nhuận HĐKD (%)	13.5%	12.6%	8.3%	5.3%	3.0%	6.4%
LNST (VND tỷ)	745	608	372	258	89	325
EPS (VND)	1,979	1,665	1,009	700	255	875
ROE (%)	13.9%	11.3%	7.2%	5.1%	1.7%	6.0%
P/E (x)	7.7x	10.5x	22.0x	15.5x	62.1x	17.1x
P/B (x)	0.6x	0.6x	0.9x	0.4x	0.6x	0.6x
Tỷ suất cổ tức (%)	8.0%	7.2%	7.2%	7.2%	0.0%	2.9%

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

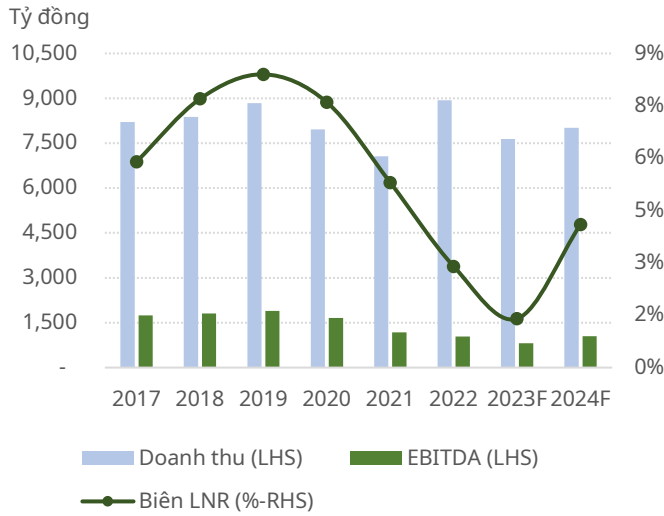
Nguồn: HT1, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 1: Cập nhật dự phóng FY23

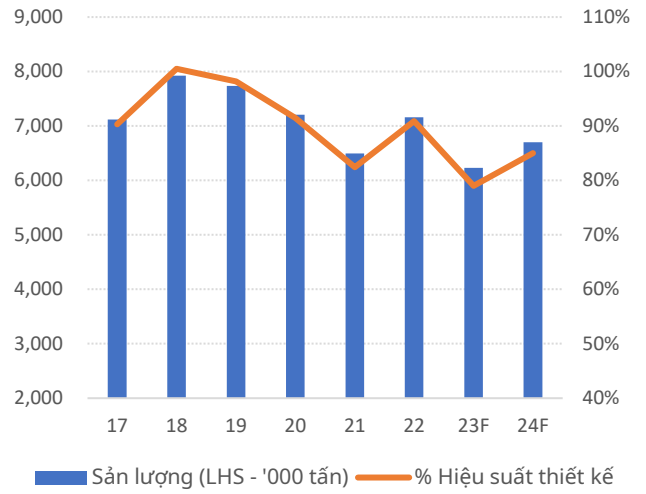
Tỷ đồng	Kết quả KD		% CK	Dự phóng 2023	Nhận định
	6T2022	6T2023			
Doanh thu	4,597.5	3,941.6	-14.3%	7,445	<p>Kỳ vọng giá than tiếp tục hạ nhiệt về mức USD100/tấn trong năm 2024</p> <ul style="list-style-type: none"> Hiện tại than cốc chiếm khoảng 30% chi phí sản xuất của xi măng. Trong năm 2023, giá than cốc Indonesia có dấu hiệu hạ nhiệt, từ mức trung bình USD320/tấn vào Q3/2022 xuống còn USD185/tấn trong Q3/2023, đã giúp biên lợi nhuận gộp của HT1 hồi phục lên mức 9.6% trong Q2/2023 (sv 4.1% trong Q1/2023). Trong bối cảnh cung & cầu máng than toàn cầu đã ổn định về mức trước Covid-19, chúng tôi cho rằng trong năm 2024 giá than cốc Indonesia sẽ tiếp tục giảm về mức quanh USD 120 – 130/tấn, qua đó giúp cải thiện 3.4%p biên lợi nhuận gộp của HT1, lên mức 12%. <p>Thương hiệu mạnh và chất lượng cao giúp HT1 duy trì mức sản lượng tốt hơn các công ty trong ngành</p> <ul style="list-style-type: none"> Trong giai đoạn 2020 – 2021, sản lượng nội địa của ngành xi măng Việt Nam ước đạt khoảng 62 - 63 triệu tấn, tương đương với chỉ 50% công suất nghiên tối đa của ngành xi măng Việt Nam. Tình trạng dư cung này diễn ra trầm trọng hơn khi hàng loạt các dự án lớn ở phía Bắc tiếp tục đi vào vận hành như Xi măng Xuân Sơn (công suất 2.3 triệu tấn/năm), xi măng Fico giai đoạn 2 (công suất 1.5 triệu tấn/năm). Tuy nhiên, khu vực phía Nam chỉ sản xuất được khoảng 20 - 21 triệu tấn/năm, trong khi nhu cầu xi măng hàng năm của thị trường phía Nam ước đạt 33 triệu tấn/năm. Do đó, chúng tôi đánh giá mức độ giảm sản lượng của các công ty xi măng trong phía Nam như Fico, HT1, Insee ... sẽ ít hơn bình quân ngành từ 20% - 30%. Chúng tôi dự phóng sản lượng của HT1 sẽ hồi phục dần trong 2H23, tương ứng với sản lượng xi măng đạt 5.8 triệu tấn (-12% CK) trong cả 2023. Doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2023 dự phóng lần lượt đạt 7,639 tỷ (-14.3% CK) và 108.5 tỷ (-58% CK). Sang năm 2024, chúng tôi kỳ vọng giá than sẽ dần trở về mức dưới 2.5 triệu đồng/tấn cũng như sự phục hồi dần của thị trường xây dựng sẽ thúc đẩy lợi nhuận của HT1 quay trở lại. Chúng tôi dự phóng sản lượng của HT1 năm 2024 đạt 6.23 triệu tấn (+8% CK), tương đương mức 85% hiệu suất hiệu dụng. Doanh thu dự phóng của HT1 năm 2024 lần lượt đạt 8,011 tỷ (+4.9% CK), LNR dự kiến phục hồi mạnh mẽ lên mức 325 tỷ (+264% CK) nhờ chi phí đầu vào giảm mạnh.
Lợi nhuận từ HDKD	282.3	76.4	-72.9%	225	
Biên LN HDKD (%)	6.1%	1.9%		3.0%	
EBITDA	571.3	348.2	-39.1%	809	
Biên EBITDA (%)	12.4	8.8%		10.6%	
LNST	167	-26.9	NA	108	

Nguồn: FiinPro, HT1, Mirae Asset Vietnam Research

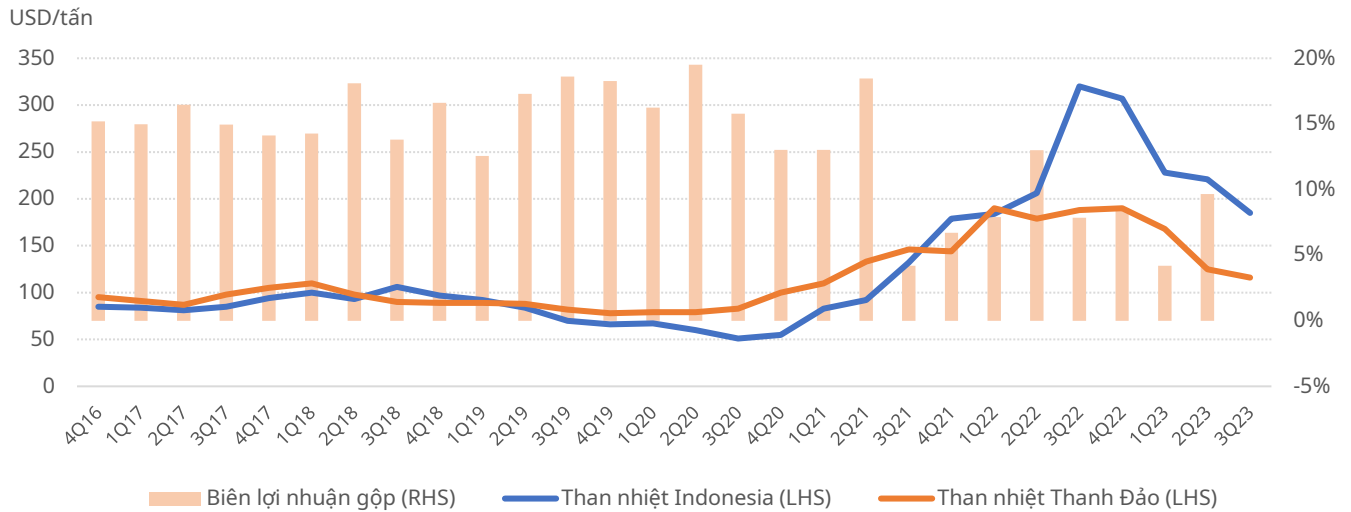
Hình 1. Dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu, EBITDA và biên LNR của HT1



Hình 2. Dự phóng sản lượng và hiệu suất nghiền của HT1



Hình 3: Tương quan giữa giá than nhiệt 6,300kcal với biên lợi nhuận gộp HT1



Nguồn: Bloomberg, Statista, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Xi Măng Vicem Hà Tiên (HOSE: HT1)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	7,064	8,918	7,640	8,011
Giá vốn hàng bán	(6,174)	(8,026)	(6,985)	(7,123)
Lợi nhuận gộp	890	892	655	888
Chi phí bán hàng và QLDN	(303)	(421)	(428)	(377)
Lợi nhuận hoạt động	588	471	227	511
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	588	471	227	511
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	(100)	(76)	(108)	(101)
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	(100)	(76)	(108)	(101)
Lãi/ Lỗ từ liên kết liên doanh	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	479	324	111	406
Thuế TNDN	(108)	(66)	(22)	(81)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	371	258	89	325
Lợi nhuận khác	-	-	-	1
Lợi nhuận sau thuế	372	258	89	325
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	372	258	89	325
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	372	258	89	325
Cổ đông công ty mẹ	372	258	89	325
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	1,172	1,043	809	1,046
FCF (Dòng tiền tự do)	872	731	465	859
EBITDA Margin (%)	16.6%	11.7%	10.6%	13.1%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	8.3%	5.3%	3.0%	6.4%
Biên lợi nhuận ròng (%)	5.3%	2.9%	1.2%	4.1%

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	1,528	2,373	2,655	3,320
Tiền và TDT & Đầu tư ngắn hạn	311	691	1,107	1,588
Phải thu ngắn hạn	258	261	290	304
Tồn kho	712	1,088	957	1,077
Khác	247	333	301	351
Tài sản dài hạn	7,355	7,012	6,478	5,994
Tài sản cố định hữu hình	6,811	6,471	5,957	5,491
Đầu tư liên kết liên doanh	56	56	56	56
Tài sản dài hạn khác	488	485	465	447
Tổng tài sản	8,883	9,385	9,133	9,314
Nợ ngắn hạn	3,648	4,255	3,913	3,882
Phải trả ngắn hạn	1,208	1,434	1,194	1,225
Vay nợ ngắn hạn	1,611	1,845	1,961	1,843
Nợ ngắn hạn khác	829	976	758	814
Nợ dài hạn	16	17	18	20
Nợ vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	16	17	18	20
Tổng nợ	3,664	4,272	3,931	3,902
Vốn chủ sở hữu	3,816	3,817	3,817	3,817
Vốn góp chủ sở hữu	71	71	71	71
Thặng dư cổ phần	845	912	930	994
Lợi nhuận giữ lại	487	313	384	530
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	9	9	9	9
Tổng nguồn vốn	5,219	5,113	5,202	5,412

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

LCTT từ hoạt động kinh doanh	736	586	472	874
LNTT	479	324	111	406
Chi phí không bằng tiền	571	590	579	541
Khấu hao	584	572	582	534
Khấu trừ	-	-	-	-
Khác	12	(13)	19	(4)
Thay đổi vốn lưu động	(183)	(217)	(299)	(84)
Tăng giảm phải thu	(27)	(41)	(2)	(33)
Tăng giảm tồn kho	67	(368)	131	(120)
Tăng giảm phải trả	(223)	192	(428)	69
Các khoản thay đổi khác	(93)	(106)	(22)	(81)
LCTT hoạt động đầu tư	(115)	(187)	(157)	(161)
Tăng giảm Tài sản cố định	(126)	(194)	(68)	(68)
Tăng giảm Tài sản vô hình	-	1	2	2
Tăng giảm Mua/Bán công cụ nợ	11,645	5,639	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(11,634)	(5,633)	(91)	(95)
LCTT hoạt động tài chính	(1,404)	(19)	116	(232)
Tăng giảm nợ phải trả	(46)	(1,000)	118	233
Phát hành cổ phiếu	-	1	(1)	-
Cổ tức đã trả	(637)	(254)	-	(115)
Khác	(721)	1,234	(1)	(350)
Tăng (Giảm) tiền thuần trong năm	(782)	380	431	481
Số dư đầu kỳ	1,079	296	676	1,107
Số dư cuối kỳ	297	676	1,107	1,588

Các chỉ số chính

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	22.0x	15.5x	62.1x	17.1x
P/CF (x)	4.0x	5.0x	6.2x	3.4x
P/B (x)	0.9x	0.4x	0.6x	0.6x
EV/EBITDA (x)	6.8x	7.9x	10.3x	7.9x
EPS (VND)	1,009	700	255	875
CFPS (VND)	1,536	1,237	2,290	2,766
BPS (VND)	23,028	24,320	23,675	24,038
DPS (VND)	1,200	1,200	-	300
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	172.0%	98.0%	0.0%	35.0%
Lợi suất cổ tức (%)	7.2%	7.2%	0.0%	2.9%
Tăng trưởng doanh thu	-11.3%	26.2%	-14.3%	4.9%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-29.5%	-11.0%	-22.4%	29.2%
Tăng trưởng EBIT (x)	-41.5%	-19.9%	-51.8%	125.2%
Tăng trưởng EPS (x)	-38.9%	-30.6%	-65.4%	263.7%
Ngày phải thu (ngày)	14.0x	11.0x	14.0x	14.0x
Ngày tồn kho (ngày)	42.0x	50.0x	50.0x	46.0x
Ngày phải trả (ngày)	72.0x	65.0x	62.0x	63.0x
ROA (%)	4.2%	2.7%	1.0%	3.5%
ROE (%)	7.2%	5.1%	1.7%	6.0%
ROIC (%)	8.7%	6.8%	3.2%	7.1%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%)	70.9%	83.7%	75.7%	72.2%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	40.0%	60.0%	70.0%	90.0%
Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu (%)	20.0%	10.0%	0.0%	-20.0%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	5.9x	6.2x	2.1x	5.0x

Nguồn: HT1, 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, ví 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 nhắm 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 vậy 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