

Tổng Công ty IDICO – CTCP

(HNX: IDC)

Động lực tăng trưởng từ khu công nghiệp

Tăng tỷ trọng
(Báo cáo lần đầu)

Giá mục tiêu:
57,200 VND
Upside +17.9%

Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Nguyễn Khánh Duy, duy.nk@miraeeasset.com.vn

Quan điểm đầu tư

Quý đất KCN lớn với vị trí thuận lợi: Quý đất thương phẩm còn lại sẵn sàng cho thuê tính đến hết Q2/2022 đạt khoảng 758 ha với 5 dự án tại các tỉnh công nghiệp hai miền Bắc – Nam. Các KCN của IDC đều được giải phóng mặt bằng từ trước với chi phí thấp, đối với các KCN ở phía Bắc thì hầu hết là đều là đất lúa nên GPMB theo đơn giá nhà nước. Tại các khu vực kinh tế có sức hấp dẫn mà KCN của IDC hiện hữu đều ghi nhận mức giá cho thuê tăng cao, và nguồn cung đất công nghiệp tại đây cũng trở nên hạn hẹp, vì vậy, chúng tôi cho rằng giá cho thuê sẽ còn tiếp tục duy trì đà tăng trong thời gian tới.

KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng sẽ trở thành động lực dẫn dắt trong giai đoạn 2022-2023: KCN có lợi thế cạnh tranh khi nằm trong khu cảng Cái Mép – Thị Vải, và là 2 trong 4 KCN có vị trí cảng nước sâu tại BR-VT với mức giá thuê thương phẩm hiện tại đạt \$125/m² (+14% CK), và dự kiến sẽ còn duy trì đà tăng nhờ vị trí đặc biệt của KCN và nhu cầu đầu tư vào khu vực này vẫn ở mức cao.

Thay đổi chính sách kế toán ghi nhận doanh thu: Việc chuyển phương pháp hạch toán phân bổ doanh thu theo chu kỳ thuê sang ghi nhận doanh thu một lần với các hợp đồng ký mới, theo chúng tôi, sẽ làm tăng mạnh doanh thu cũng như lợi nhuận kế toán của mảng KCN, và qua đó tạo nên bước nhảy trong kết quả hoạt động kinh doanh IDC.

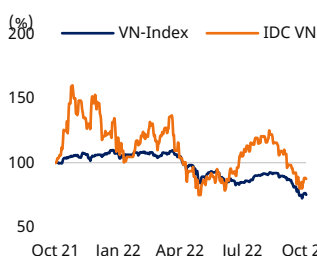
Mảng năng lượng tiếp tục mở rộng: Hiện IDC đã được cấp giấy phép truyền tải và phân phối điện lực tại KCN Hựu Thạnh với trạm biến áp 189 MW (3x63 MW). Sự gia tăng tỷ lệ lấp đầy của KCN Hựu Thạnh sẽ làm động lực tăng trưởng rõ rệt nhất cho mảng năng lượng trong giai đoạn 2022-2026 với CAGR dự phóng đạt 9%/năm và năng tổng sản lượng mục tiêu lên 2.2-2.3 tỷ kWh (từ mức quanh 1.5 tỷ kWh như hiện tại).

Chính sách cổ tức tiền mặt bình quân ước tính 40%/mệnh giá trong giai đoạn 2022-2026: Chúng tôi dự phóng cổ tức tiền mặt VND4,000/CP hàng năm, tương ứng với tỷ suất cổ tức 8.2%, phản ánh dòng tiền hoạt động kinh doanh mạnh của công ty và việc điều chỉnh chính sách ghi nhận doanh thu sẽ làm gia tăng đáng kể nguồn lợi nhuận giữ lại.

Định giá và dự phóng

Chúng tôi khuyến nghị tăng tỷ trọng với IDC với giá mục tiêu là 57,200 đồng (+17.9%) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST năm 2022 sẽ lần lượt đạt 8,484 tỷ đồng (+97.2% svck) và 2,293 tỷ đồng (+340.5% svck) nhờ vào các yếu tố sau: 1) Doanh số KCN trong 2H22 sẽ chậm lại so với 1H22 do không còn ghi nhận lợi nhuận đột biến từ quyết toán vốn tại KCN Nhơn Trạch 5 và không còn ghi nhận giá trị hợp đồng lớn từ KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng như trong 1H22; 2) Thay đổi chính sách ghi nhận doanh số KCN một lần; 3) Hoạt động BOT và năng lượng hồi phục trở lại sau khi bị trì trệ do Covid trong cùng kỳ năm trước.

Các chỉ số chính



| | | | |
|--------------------------------|--------|----------------------------|--------|
| Giá hiện tại (10/17/2022, VND) | 48,500 | Vốn hóa (tỷ đồng) | 16,005 |
| LNST (22F, tỷ đồng) | 2,293 | SLCP lưu hành (triệu cp) | 330 |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | 359% | Tỷ lệ tự do chuyển đổi (%) | 64.9 |
| Kỳ vọng thị trường (22F, %) | n/a | Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 0.3 |
| P/E (22F, x) | 6.4 | Beta (12T) | 1.4 |
| P/E thị trường (22F, x) | 11.3 | Thấp nhất 52 tuần (đồng) | 38,273 |
| VN-Index | 1,052 | Cao nhất 52 tuần (đồng) | 88,182 |

Thay đổi giá cổ phiếu

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|-------|-------|-------|
| Tuyệt đối | -15.8 | -10.2 | -10.0 |
| Tương đối | -1.0 | 13.9 | 14.5 |

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

| Năm tài chính | FY19 | FY20 | FY21 | FY22F | FY23F | FY24F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 4,929 | 5,356 | 4,301 | 8,484 | 7,920 | 9,411 |
| LNHĐ (tỷ đồng) | 559 | 1,236 | 477 | 3,141 | 2,474 | 2,823 |
| Biên LNHĐ (%) | 11.3 | 23.1 | 11.1 | 37.0 | 31.2 | 30.0 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ đồng) | 345 | 873 | 454 | 2,293 | 1,795 | 2,133 |
| EPS (đồng) | 1,149 | 2,911 | 1,514 | 6,948 | 5,441 | 6,463 |
| ROE (%) | 8.2 | 19.0 | 9.1 | 41.1 | 27.9 | 29.7 |
| P/E (x) | 14.2 | 10.7 | 43.1 | 7.0 | 8.9 | 7.5 |
| P/B (x) | 1.4 | 2.2 | 5.0 | 3.3 | 3.0 | 2.6 |
| Cổ tức/thị giá (%) | 6.1 | 1.0 | 3.7 | 8.2 | 8.2 | 8.2 |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong năm 2022, IDC đã tiến hành tái cấu trúc, tinh gọn mô hình kinh doanh thông qua việc thoái vốn một số công ty con để tập trung vào 4 mảng kinh doanh chính: Khu công nghiệp, Năng lượng, Bất động sản dân cư, Dịch vụ. Việc phân hóa lại hoạt động kinh doanh giúp: 1) Thuận lợi trong việc cấu trúc lại các công ty con hoạt động kém hiệu quả; 2) Dễ dàng định hướng và phát triển các mảng kinh doanh trụ cột. Trong đó mảng bất động sản khu công nghiệp (KCN) và mảng năng lượng sẽ có đóng góp lớn nhất về cơ cấu doanh thu.

Hình 1. Mô hình kinh doanh trụ cột



Nguồn: IDC

1. Bất động sản KCN

Quỹ đất KCN lớn với vị trí thuận lợi: Tính đến thời điểm cuối Q2/2022, quỹ đất thương phẩm của IDC còn hơn 758 ha với 5 khu công nghiệp tập trung tại các tỉnh công nghiệp hai miền Bắc - Nam (xem chi tiết bảng 1). Quỹ đất thương phẩm lớn đảm bảo cho việc tăng trưởng của hoạt động kinh doanh KCN trong giai đoạn 5 năm tới. Các KCN của IDC đều được giải phóng mặt bằng từ trước với chi phí thấp, đối với các KCN ở phía Bắc thì hầu hết là đều là đất lúa nên GPMB theo đơn giá nhà nước. Tại các khu vực kinh tế có sức hấp dẫn mà KCN của IDC hiện hữu đều ghi nhận mức giá cho thuê tăng tốt (theo CBRE trong Q2/22, khu vực phía Nam: tăng 8%-13% CK; khu vực phía Bắc: tăng 5%-13% CK), và nguồn cung đất công nghiệp tại đây cũng trở nên chững lại mặc dù nhu cầu cho thuê vẫn cao, vì vậy, chúng tôi cho rằng giá cho thuê sẽ còn tiếp tục duy trì đà tăng trong thời gian tới.

Theo chia sẻ của IDC tại Analyst tour, tính đến cuối Q2/22, IDC đã ký MOU được 91.4 ha (73.4 ha ở KCN Hữu Thạnh), với giá trị tương ứng khoảng 2,800 tỷ đồng doanh thu tiềm năng. Chúng tôi ước tính khoản doanh thu này sẽ được ghi nhận lên BCTC vào Q4/22 và Q1/23.

Bên cạnh việc thúc đẩy doanh số ở các KCN hiện hữu, IDC cũng liên tục mở rộng quỹ đất để “gói đầu” trong tương lai với khoảng 1,400 ha dự kiến được cấp chủ trương đầu tư trong giai đoạn 2023 - 2024. Trong tháng 7/2022, IDC cũng đã nhận được chủ trương đầu tư tại KCN Mỹ Xuân B1 - CONAC mở rộng (giai đoạn 1: 110 ha) và KCN Tân Phước 1 (600 ha).

Bảng 1. Danh sách các dự án KCN đang cho thuê

| Dự án | Địa điểm | Sở hữu | Tỷ lệ lấp đầy | Diện tích thương phẩm còn lại sẵn sàng cho thuê | Giá thuê | Biên gộp* | Thời gian bán hàng | | | | |
|---------------------|-----------|--------|---------------|---|-------------------|-----------|--------------------|------|------|------|--|
| | | | | ha | \$/m ² | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | |
| KCN Phú Mỹ 2 | BR-VT | 100% | 73% | 119 | 125+ | 81% | | | | | |
| KCN Phú Mỹ 2 MR | BR-VT | 100% | 53% | 131 | 125+ | 81% | | | | | |
| KCN Hựu Thạnh | Long An | 100% | 20% | 315 | 135+ | 50% | | | | | |
| KCN Quế Võ 2 -GD1** | Bắc Ninh | 55% | 48% | 92 | 115+ | 69% | | | | | |
| KCN Cầu Nghìn*** | Thái Bình | 100% | 2% | 100 | 60+ | 33% | | | | | |
| Tổng | | | 46% | 758 | | | | | | | |

Ghi chú: Mức giá cho thuê bình quân ở khu vực kinh tế trọng điểm phía Nam đạt \$148/m²/chu kỳ thuê theo CUSHMAN&WAKEFIELD

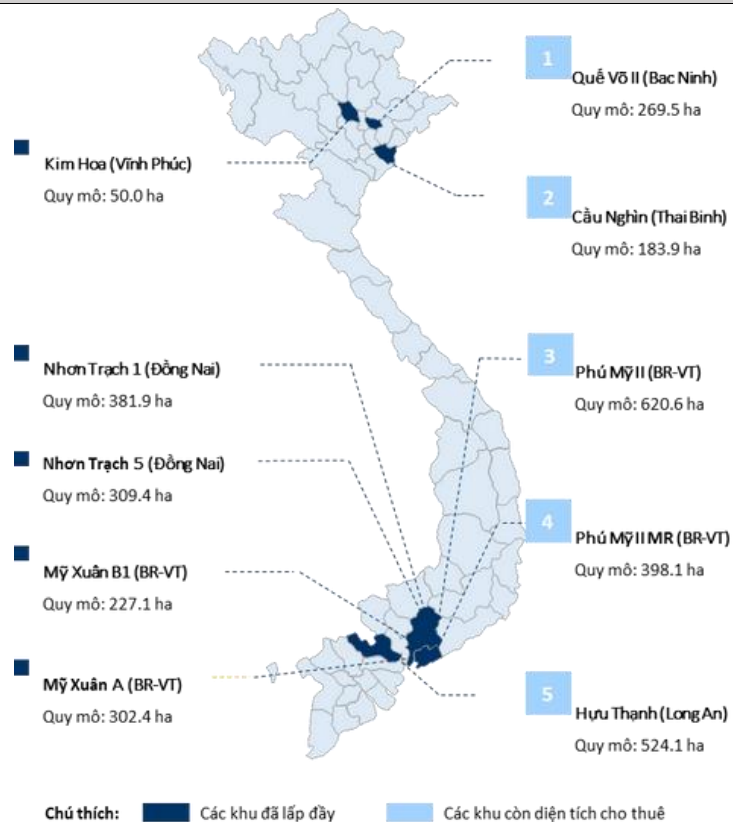
*Ước tính dựa trên số liệu IDC công bố tại Analyst Tour 2022

**KCN Quế Võ 2 đã thực hiện đền bù và được cấp sổ đỏ trên 169.5ha, còn 100ha (đá sỏi là đất lúa) đang tiến hành thủ tục để đền bù GPMB, và không có vướng mắc pháp lý.

***KCN Cầu Nghìn đã nhận được quyết định chuyển đổi đất lúa 105ha sang đất phi nông nghiệp trong tháng 7/2022 và sẽ đẩy nhanh đền bù.

Nguồn: IDC, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 2. Danh sách các KCN của IDC



Ghi chú: Quy mô theo tổng diện tích được cấp chủ trương đầu tư

Nguồn: IDC

KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng sẽ trở thành động lực dẫn dắt trong giai đoạn 2022-2023

Hiện tại khu vực tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu (BR-VT) đang có 13 KCN đang hoạt động (6 KCN đã lấp đầy), trong đó chỉ có 4 KCN có vị trí sát khu cảng Cái Mép - Thị Vải (xem chi tiết bảng 2). Chúng tôi cho rằng những lợi thế này giúp IDC trong việc thu hút nhà đầu tư trong lĩnh vực công nghiệp nặng vào thuê đất với nhu cầu cần dùng hạ tầng cảng biển khi cảng Cái Mép - Thị Vải là 1 trong 2 cảng nước sâu duy nhất tại Việt Nam (Cảng Lạch Huyện, Hải Phòng).

Bảng 2. Danh sách các KCN đang hoạt động sát cảng Cái Mép – Thị Vải

| Dự án | Tổng quy mô ha | Diện tích đất thương phẩm cho thuê ha | Tỷ lệ lấp đầy | Giá thuê \$/m ² | Tổng vốn đầu tư tỷ đồng | Ghi chú |
|---------------------------------|-------------------|--|---------------|-------------------------------|-------------------------------|---|
| KCN Phú Mỹ 1 | 945 | 754 | 100% | 90 | 1,722 | |
| KCN Phú Mỹ 2 & Phú Mỹ 2 mở rộng | 1,019 | 719 | 65% | 125 | 3,780 | Đã hoàn tất GPMB, diện tích cho thuê trên mỗi đơn vị thuê lớn |
| KCN Phú Mỹ 3 | 1,046 | 516 | 30% | 180 | 6,029 | Hiện còn khoảng 30ha rẫy rác (da beo) trong phần diện tích đất khu công nghiệp làm ảnh hưởng đến tổng quá trình đầu tư xây dựng hạ tầng kỹ thuật, làm ảnh hưởng đến quá trình xúc tiến đầu tư |
| KCN Cái Mép | 670 | 463 | 70% | 80 | 1,503 | Hiện còn ít hộ dân chưa giải phóng mặt bằng |

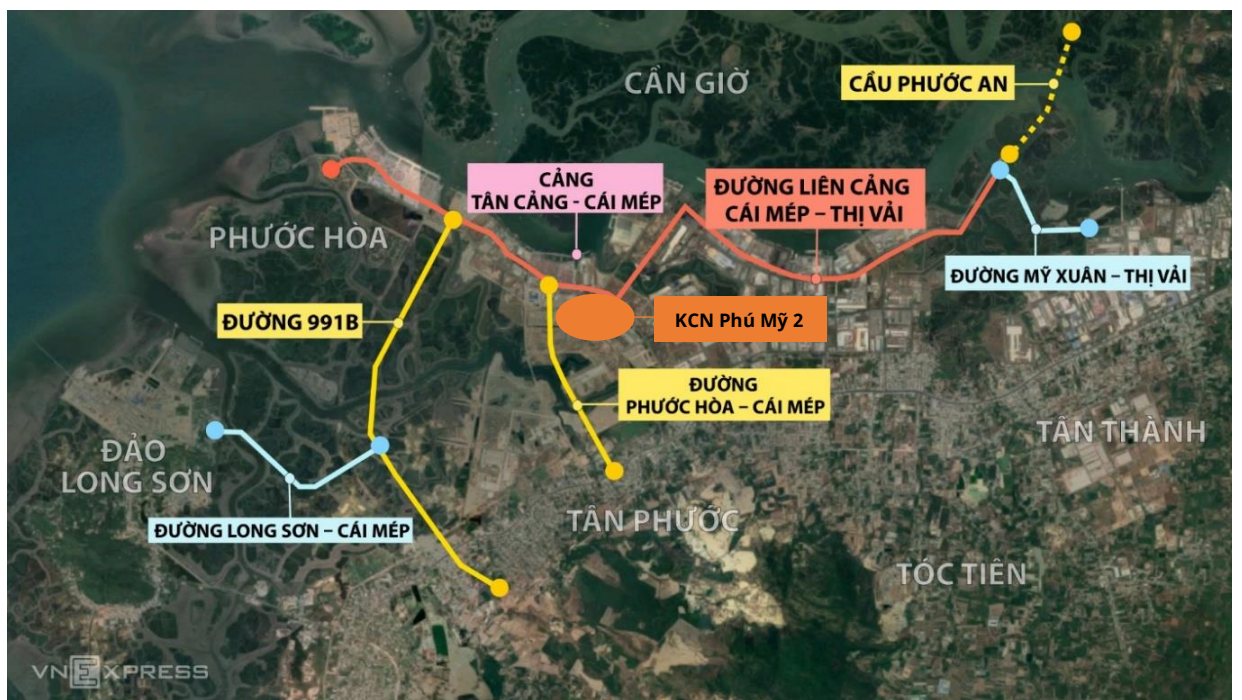
Ghi chú: Nhờ lợi thế đã GPMB từ lâu nên KCN Phú Mỹ 2 & Phú Mỹ 2 mở rộng có chi phí vốn đầu tư rất thấp từ đó dẫn đến có sự cạnh tranh về giá cho thuê (theo chia sẻ của IDC tại Analyst Tour 2022 là khoảng 37 tỷ/620ha tại KCN Phú Mỹ 2, mức giá rất thấp so với thị trường tại BR-VT theo chúng tôi ước tính được là 9.2 tỷ/ha ở thời điểm hiện tại). Ngoài ra, mức giá cho thuê của KCN Phú Mỹ 2 & Phú Mỹ 2 mở rộng cũng ghi nhận tăng 14% so CK.

Nguồn: Kland, Ban quản lý KCN BR-VT (BIZA), Mirae Asset Vietnam Research

Trong bối cảnh hạ tầng cảng Cát Lái đang quá tải và quỹ đất KCN tại TP.HCM và các tỉnh phía Nam có vị trí gần cảng Cát Lái trở nên cạn kiệt, chúng tôi cho rằng sẽ có sự dịch chuyển dòng vốn đầu tư công nghiệp về phía khu vực BR-VT nói chung và đặc biệt các KCN có vị trí gần cảng Cái Mép – Thị Vải. Hạ tầng kết nối xung quanh cụm cảng Cái Mép – Thị Vải đã hầu như hoàn thiện (xem chi tiết hình 3), gần nhất là cầu Phước Hòa đã đi vào vận hành để kết nối cảng Cái Mép – Thị Vải và KCN Phú Mỹ 2 với QL51; và cầu Phước An được dự kiến khởi công vào cuối năm 2022. Theo Ban quản lý các KCN tỉnh BR-VT, trong 8T2022 các KCN tại đây đã thu hút được 27 dự án đầu tư, với tổng vốn 626 triệu USD (+30% CK). Điều này cho thấy sức hút và tiềm năng của các KCN tại đây.

Theo ước tính của chúng tôi, phần lớn doanh số mảng KCN trong 6T2022 được ghi nhận đến từ KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng, trong đó bao gồm dự án của Hòa Phát (HSX: HPG) và SMC đã ký trong năm 2021 với diện tích cho thuê khoảng 70 ha.

Hình 3. Hạ tầng kết nối của cảng Cái Mép và KCN Phú Mỹ 2



Nguồn: VNExpress, Mirae Asset Vietnam Research

Các KCN hỗ trợ cho đà tăng trưởng chung

KCN Hữu Thạnh sẽ trở thành nền tảng hỗ trợ hoạt động kinh doanh của IDC trong giai đoạn 2022-2023, trong 6T22, mức giá cho thuê tại KCN Hữu Thạnh đạt hơn \$135/m²/chu kỳ thuê (+22.7% so CK). Chúng tôi lưu ý mặc dù hiện nay KCN Hữu Thạnh vẫn ghi nhận doanh số bán hàng tốt, tuy nhiên do hầu hết các hợp đồng không đủ điều kiện để ghi nhận doanh thu một lần nên sẽ không phản ánh rõ kết quả kinh doanh (xem chi tiết phần “Thay đổi chính sách kế toán ghi nhận doanh thu”). Chúng tôi cho rằng, trong thời gian tới IDC sẽ có sự điều chỉnh về chính sách công nợ tại KCN Hữu Thạnh để có thể đáp ứng đủ điều kiện của việc hoạch toán ghi nhận doanh thu một lần. Ngoài ra, nhờ nhu cầu thương mại điện tử phát triển nhanh, KCN Hữu Thạnh cũng được hưởng lợi lớn nhờ vào vị trí logistic đặc biệt ở khu vực cửa Nam thành phố Hồ Chí Minh, khu vực Tây Nam Bộ với nhu cầu thuê làm kho trung chuyển giao hàng chặng cuối.

Đối với KCN phía Bắc, mặc dù đón nhận làn sóng dịch chuyển nhà máy từ Trung Quốc, tập trung vào lĩnh vực ô tô và điện tử, tuy nhiên chúng tôi cho rằng KCN Cầu Nghìn (chỉ còn hơn 15ha sẵn sàng cho thuê) và KCN Quế Võ 2 sẽ khó xúc tiến mạnh đầu tư do liên quan đến các vướng mắc về GPMB cho đến thời điểm tại.

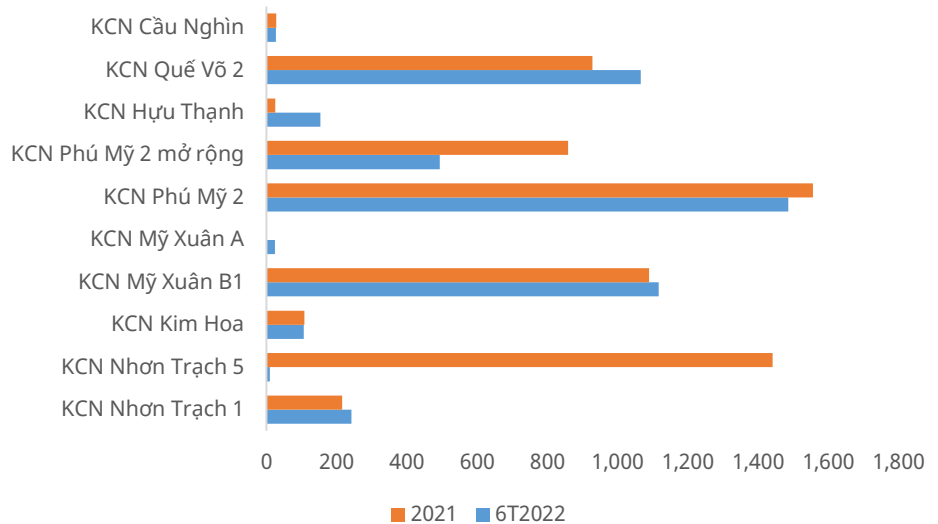
Thay đổi chính sách kế toán ghi nhận doanh thu

Việc chuyển phương pháp hạch toán phân bổ doanh thu theo chu kỳ thuê sang ghi nhận doanh thu một lần với các hợp đồng ký mới, theo chúng tôi, sẽ làm tăng mạnh doanh thu cũng như lợi nhuận kế toán của mảng KCN, và qua đó tạo nên bước nhảy trong kết quả hoạt động kinh doanh IDC.

Tuy nhiên, để có thể đủ điều kiện để ghi nhận doanh thu một lần theo Thông tư số 200/2014/TT-BTC của Bộ Tài Chính, IDC đã điều chỉnh chính sách công nợ tại một số KCN đang trong giai đoạn bán hàng. Cụ thể đối với chính sách công nợ, khoảng thời gian thu 95% giá trị hợp đồng đã được rút gọn xuống còn 6 tháng (trước đó là 12 tháng). Theo chia sẻ của IDC, đối với các KCN đang trong giai đoạn bán hàng hiện tại chỉ có KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng có các hợp đồng đủ điều kiện để ghi nhận doanh thu một lần, trong khi đó các KCN khác vẫn chưa đủ điều kiện và sẽ dần điều chỉnh các chính sách phù hợp trong thời gian tới.

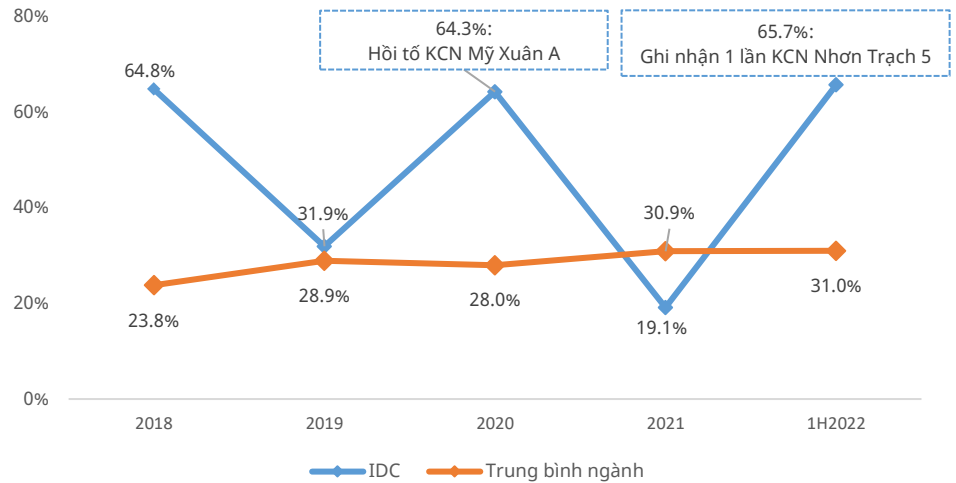
Số dư doanh thu chưa thực hiện tính đến thời điểm Q2/2022 đạt khoảng 4,726 tỷ đồng (chiếm 29% tổng nguồn vốn), đây được xem là phần để dành của doanh nghiệp trong những thời điểm hoạt động kinh doanh chưa thuận lợi.

Hình 4. Biến động doanh thu chưa thực hiện



Nguồn: IDC, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 5. Biên lợi nhuận mảng KCN so với ngành



Nguồn: IDC, Mirae Asset Vietnam Research

2. Năng lượng

Chúng tôi cho rằng mảng năng lượng sẽ ghi nhận sự phục hồi trở lại sau khi sụt giảm trong năm 2021 do việc giãn cách xã hội làm giảm đi nhu cầu tiêu thụ điện năng trong sản xuất.

Bảng 3. Các dự án năng lượng

| Dự án | Địa điểm | Tỷ lệ sở hữu | Công suất thiết kế |
|----------------------------------|------------------|--------------|--------------------|
| Nhà máy thủy điện Đăk Mi 3* | Quảng Nam | 100% | 63 MW |
| Nhà máy thủy điện Srok Phu Miêng | Bình Phước | 52% | 51 MW |
| Trạm biến áp Tuy Hạ | KCN Nhơn Trạch 1 | 67% | 229 MVA |
| Trạm biến áp Nhơn Trạch | KCN Nhơn Trạch 5 | 67% | 189 MVA |
| Trạm biến áp Hựu Thạnh** | KCN Hựu Thạnh | 67% | 189 MVA |

*Thủy điện Đăk Mi 3 hoạt động dưới công suất kể từ Q3/2020 do ảnh hưởng của bão, và tạm ngưng để sửa chữa cho đến Q3/2022.

**Trạm biến áp Hựu Thạnh chỉ mới đầu tư giai đoạn 1 với tổ máy 63 MVA.

Nguồn: IDC, Mirae Asset Vietnam Research

a. Sản xuất thủy điện

Hiện tại chỉ có thủy điện Srok Phu Miêng hoạt động trong khi thủy điện Đăk Mi 3 tạm ngưng vận hành để bảo trì và chịu lũ, và dự kiến hoạt động lại trong Q4/2022. Tổng sản lượng điện bình quân trong năm 2022 của hoạt động thủy điện ước tính đạt 284 triệu kWh, tương ứng với doanh thu bình quân đạt 242 tỷ đồng.

b. Truyền tải và phân phối điện

IDC hiện sở hữu gián tiếp 3 giấy phép hoạt động điện lực trong lĩnh vực truyền tải và phân phối điện thông qua công ty con (UIC) với tổng công suất đạt 607 MVA, trong đó 418 MVA tại KCN Nhơn Trạch đã hoạt động hết công suất với sản lượng trung bình khoảng 1.5 tỷ kWh/năm tương ứng mức doanh thu ổn định quanh 2,500 tỷ đồng/năm. Trạm biến áp Hựu Thạnh đang dần tăng công suất hoạt động và sự gia tăng tỷ lệ lấp đầy tại KCN Hựu Thạnh sẽ là động lực thúc đẩy doanh số bán điện của IDC. Theo ước tính của chúng tôi, trong giai đoạn 2022-2026, tăng trưởng doanh thu của mảng năng lượng sẽ được dẫn dắt bởi tỷ lệ lấp đầy tại KCN Hựu Thạnh với mức CAGR đạt 9%/năm và qua đó nâng tổng sản lượng tiêu thụ mục tiêu lên 2.2-2.3 tỷ kWh.

Trong T7/2022, IDC cũng đã tăng tỷ lệ sở hữu với UIC lên 67% (từ 51%) để có thể khai thác được tối ưu hơn về hoạt động mǎng năng lượng, cũng như gia tăng tỷ trọng trong lợi nhuận ròng hợp nhất của mǎng này.

3. Dịch vụ KCN

Mǎng dịch vụ KCN mang tính bền vững và mang lại dòng tiền ổn định cho IDC, bao gồm hoạt động thu phí từ QL1A An Sương – An Lạc (HCMC), dịch vụ quản lý hạ tầng các KCN, và mǎng nhà xưởng cho thuê (đang phát triển – xem chi tiết bảng 3). Chúng tôi cho rằng hoạt động mǎng nhà xưởng cho thuê sẽ gia tăng thêm tính ổn định dòng tiền của IDC; và việc các nhà đầu tư lớn vào thuê đất KCN sẽ kéo thêm một làn sóng vệ tinh dịch chuyển theo với nhu cầu thuê nhà xưởng. Theo ghi nhận của Jones Lang Leasalle (JLL), nguồn cung nhà xưởng xây sẵn đến cuối Q2/2022 tại khu vực phía Nam đạt 4.2 triệu m² (+27.3% so với đầu năm) với mức giá cho thuê bình quân \$4.8/m²/tháng, điều này cho thấy được sự hấp dẫn của mǎng cho thuê nhà xưởng, nhà kho xây sẵn tại khu vực phía Nam.

Bảng 4. Dự án nhà xưởng xây sẵn, nhà kho xây sẵn

| Địa điểm | Quy mô | Thời gian triển khai |
|----------------------|--------|----------------------|
| KCN Nhơn Trạch 1 | 12 ha | Đang xin quy hoạch |
| KCN Hựu Thạnh | 30 ha | 2022-2025 |
| KCN Nhơn Trạch 5 | 20 ha | 2022-2025 |
| KCN Phú Mỹ 2 mở rộng | 10 ha | Q1/2024-2026 |
| KCN Phú Mỹ 2 | 10 ha | Q3/2023-2025 |
| KCN Quế Võ | 20 ha | 2023-2026 |
| KCN Cầu Ngàn | 20 ha | 2023-2026 |

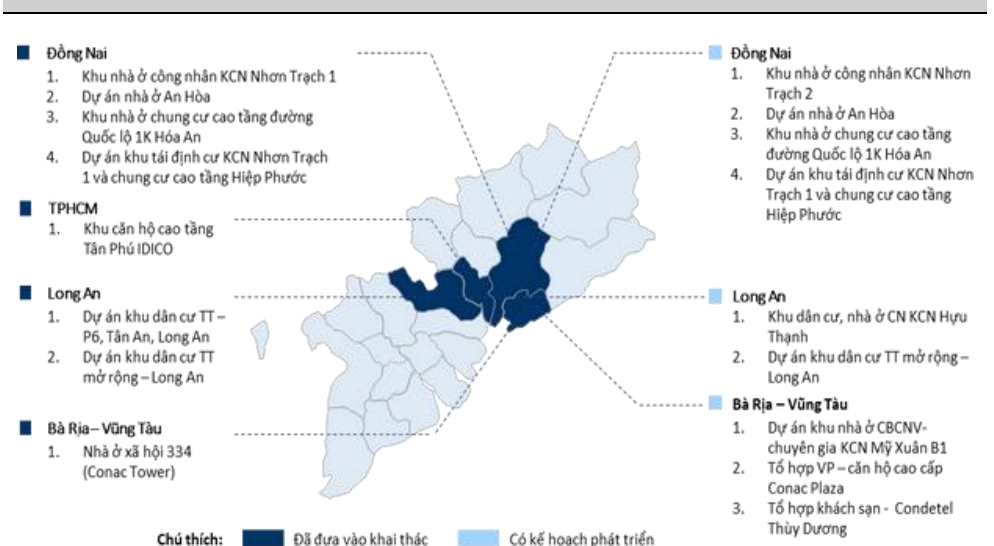
Ghi chú: Giá cho thuê dự kiến quanh mức \$4.5- 5/m²/tháng. Tính đến hết Q2/22, mức giá cho thuê tại hai miền Bắc – Nam được ghi nhận tăng từ 0%-3% so CK theo CBRE.

Nguồn: IDC

4. Bất động sản dân cư

Mǎng bất động sản dân cư của IDC hiện có quỹ đất sạch hơn 60 ha chưa khai thác (chi tiết hình 5). Tuy nhiên, dự phóng của chúng tôi không bao gồm đóng góp từ mǎng kinh doanh phát triển bất động sản do các dự án còn vướng một số thủ tục pháp lý để hoàn thiện thủ tục đầu tư và doanh nghiệp chưa công bố chi tiết các thông tin liên quan đến triển khai dự án. Bên cạnh đó, tỷ trọng đóng góp doanh thu và lợi nhuận hiện tại chưa trọng yếu.

Hình 6. Dự án BĐS thương mại



Nguồn: IDC

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

1. Điểm nhấn 6T2022

Kết quả kinh doanh ấn tượng nửa đầu 2022: IDC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng hợp nhất 6T2022 đạt kỷ lục 4,981 tỷ đồng (+114.7% svck) và 1,751 tỷ đồng (+410.8% svck), nhờ vào các yếu tố sau:

- Mức nền thấp trong năm 2021, do ảnh hưởng của Covid tác động lên dòng vốn đầu tư.
- Thực hiện quyết toán vốn đầu tư tại KCN Nhơn Trạch 5 và qua đó đã ghi nhận hồi tố 1,432 tỷ đồng doanh thu.
- Ghi nhận doanh thu 1 lần với 70 ha đất cho thuê (HPG và SMC) đã ký MOU trong năm 2021 tại KCN Phú Mỹ 2 mở rộng. Nổi bật có một số hợp đồng tại KCN Phú Mỹ 2 mở rộng được ghi nhận trong năm 2021 đã chuyển sang phương pháp ghi nhận doanh thu 1 lần thay vì phân bổ theo chu kỳ cho thuê (trước đó đã ghi nhận vào doanh thu chưa thực hiện dài hạn).

Giá cho thuê ghi nhận sự tăng trưởng tích cực. Mức giá cho thuê tại các KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng đạt \$125/m² (+13.6% svck), KCN Hựu Thạnh đạt \$135/m² (+22.7% svck). Với vị trí thuận lợi lớn về mặt logistic, chúng tôi cho rằng mặt bằng giá cho thuê tại các KCN này sẽ duy trì đà tăng trong thời gian tới.

Doanh số bán hàng tích cực trong 6T2022, với khoảng 91ha đất cho thuê (trong đó KCN Hựu Thạnh chiếm 73.4 ha) đạt 57% kế hoạch. Chúng tôi cho rằng IDC sẽ sớm hoàn thành kế hoạch 160 ha trong năm 2022, khi mặt hạn chế của dịch bệnh đã qua đi và các nhà đầu tư lớn bắt đầu quay lại tiến trình đầu tư.

2. Dự phóng

Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 8,484 tỷ đồng (+97.2% svck) và 2,239 tỷ đồng (+405% svck); trong đó doanh thu từ mảng bất động sản KCN và mảng năng lượng chiếm đến 86% tổng doanh thu hợp nhất. Biên lợi nhuận gộp sẽ được duy trì quanh 63% và sẽ sụt giảm sau khi không còn ghi nhận doanh số từ KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng.

Dự phóng của chúng tôi được đưa ra theo giả định như sau: 1) Doanh số KCN trong 2H22 sẽ chậm lại so với 1H22 do không còn ghi nhận lợi nhuận đột biến từ quyết toán vốn tại KCN Nhơn Trạch 5 và không còn ghi nhận giá trị hợp đồng lớn từ KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng; 2) Thay đổi chính sách ghi nhận doanh số KCN một lần; 3) Hoạt động BOT và năng lượng hồi phục trở lại sau khi bị trì trệ do Covid trong cùng kỳ năm trước.

Kết quả kinh doanh trong năm 2023 được chúng tôi dự báo sẽ giảm so với 2022 do: 1) Không còn ghi nhận khoản doanh thu đột biến đến từ việc quyết toán vốn đầu tư tại KCN đã lấp đầy; 2) Lợi thế biên lợi nhuận lớn tại KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng sẽ giảm dần. Cũng trên cơ sở thận trọng về tình hình kinh tế thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng, chúng tôi đưa ra giả định về tăng trưởng giá cho thuê ở mức 5%/năm trong suốt giai đoạn dự phóng.

Bảng 5. Dự phóng FY22-26

| Đơn vị: tỷ đồng | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Doanh thu* | 4,301 | 8,484 | 7,920 | 9,411 | 9,309 | 10,138 |
| BDS KCN | 690 | 4,472 | 3,493 | 4,405 | 3,992 | 4,491 |
| Năng lượng | 2,698 | 2,835 | 3,057 | 3,449 | 3,635 | 3,961 |
| Dịch vụ | 309 | 727 | 820 | 907 | 982 | 986 |
| Khác | 605 | 450 | 550 | 650 | 700 | 700 |
| Giá vốn | 3,564 | 5,063 | 5,162 | 6,303 | 6,504 | 7,301 |
| BDS KCN | 558 | 1,647 | 1,438 | 2,063 | 1,988 | 2,443 |
| Năng lượng | 2,541 | 2,631 | 2,800 | 3,179 | 3,360 | 3,676 |
| Dịch vụ | 138 | 411 | 462 | 513 | 564 | 590 |
| Khác | 327 | 375 | 462 | 549 | 593 | 593 |
| Lợi nhuận gộp | 737 | 3,421 | 2,758 | 3,107 | 2,805 | 2,838 |
| Chi phí bán hàng và quản lí | -260 | -280 | -283 | -284 | -285 | -292 |
| LNHĐKD | 477 | 3,141 | 2,474 | 2,823 | 2,520 | 2,545 |
| Doanh thu tài chính** | 605 | 136 | 170 | 275 | 333 | 372 |
| Chi phí tài chính** (gồm chi phí lãi vay) | -294 | -207 | -238 | -226 | -160 | -106 |
| Thu nhập ròng khác | 40 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Lãi/(lỗ) công ty liên kết | -71 | 58 | 58 | 58 | 58 | 59 |
| LNTT | 756 | 3,140 | 2,475 | 2,941 | 2,762 | 2,881 |
| Thuế | -178 | -607 | -476 | -567 | -532 | -556 |
| LNST | 578 | 2,533 | 1,999 | 2,374 | 2,230 | 2,325 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | -124 | -240 | -204 | -241 | -366 | -153 |
| LN ròng | 454 | 2,293 | 1,795 | 2,133 | 1,863 | 2,172 |
| EPS (VND) | 1,514 | 6,948 | 5,441 | 6,463 | 5,647 | 6,582 |

*Do thay đổi cách ghi nhận doanh thu

**Doanh thu tài chính không bao gồm lãi từ bán các khoản đầu tư

Ghi chú: Cơ cấu doanh thu đã được chúng tôi phân loại lại theo tài liệu IDC công bố trong Analyst Tour 2022

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

3. Định giá

Chúng tôi tiến hành định giá IDC theo phương pháp FCFE dựa trên dòng tiền mạnh và ổn định đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi. Chúng tôi khuyến nghị tăng tỷ trọng với IDC với giá mục tiêu là 57,200 đồng (+17.9%).

Bảng 6. Tính toán FCFE

| Đơn vị: Tỷ đồng | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Dòng tiền HĐKD (CFO) | 3,889 | 5,096 | 5,806 | 5,357 | 6,050 |
| Chi phí đầu tư | -1,732 | -1,168 | -1,234 | -1,240 | -972 |
| Thay đổi nợ ròng | -347 | -213 | -658 | -538 | -564 |
| FCFE | 1,809 | 3,715 | 3,914 | 3,579 | 4,514 |
| Hệ số chiết khấu | 0.95 | 0.79 | 0.65 | 0.54 | 0.45 |

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 7. Định giá

| Phương pháp (tỷ đồng) | FCFE |
|--|------------------|
| Bội số đầu ra P/B | 1.4x |
| Giá trị cuối cùng | 32,057 |
| Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng | 9,114 |
| Giá trị hiện tại tổng dòng tiền | 8,909 |
| Giá trị | 18,023 |
| Giá trị sổ sách của BĐS thương mại | 857 |
| Giá trị vốn chủ | 18,880 |
| Số lượng cổ phiếu (triệu) | 330 |
| Giá trị mỗi cổ phiếu (VNĐ) | VND57,212 |

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

4. Yếu tố rủi ro

Biến động chung của nền kinh tế thế giới có thể sẽ làm chậm đi quá trình xúc tiến đầu tư tại các KCN trong bối cảnh nhu cầu sụt giảm. Các doanh nghiệp FDI sẽ ưu tiên cân đối tình hình sản xuất kinh doanh hiện tại hơn là tiếp tục mở rộng đầu tư ra bên ngoài.

Vấn đề chi phí GPMB được ghi nhận tăng trong thời gian qua ở các khu vực phía Nam từ cuối năm 2019, tiêu biểu như đơn giá GPMB tại Long An đã ghi nhận tăng khoảng 3 lần.

Biên lợi nhuận gộp sẽ không ổn định do sự chênh lệch giữa các KCN mà IDC triển khai bán hàng, các KCN ở phía Bắc có biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với các KCN phía Nam do đặc thù địa lý và chi phí GPMB ở các KCN phía Nam thấp hơn do đã GPMB từ sớm.

Tổng Công ty IDICO - CTCP (HNX: IDC)

Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh

| (VND tỷ) | FY20 | FY21 | FY22F | FY23F |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 5,356 | 4,301 | 8,484 | 7,920 |
| Giá vốn hàng bán | 3,870 | 3,564 | 5,063 | 5,162 |
| Lợi nhuận gộp | 1,486 | 737 | 3,421 | 2,758 |
| Chi phí bán hàng | 65 | 71 | 77 | 77 |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | 184 | 189 | 203 | 206 |
| Lợi nhuận HĐKD | 1,236 | 477 | 3,141 | 2,474 |
| Doanh thu tài chính | 150 | 605 | 136 | 170 |
| Chi phí tài chính | 230 | 294 | 207 | 238 |
| Thu nhập khác | 54 | 40 | 10 | 10 |
| Lãi (lỗ) từ CT liên doanh, liên kết | 24 | -71 | 58 | 58 |
| Lợi nhuận trước thuế | 1,233 | 756 | 3,140 | 2,475 |
| Thuế TNDN | 234 | 178 | 607 | 476 |
| Lợi nhuận sau thuế | 998 | 578 | 2,533 | 1,999 |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát | 125 | 124 | 240 | 204 |
| Lợi nhuận ròng cổ đông mẹ | 873 | 454 | 2,293 | 1,795 |
| EBIT | 1,463 | 1,051 | 3,346 | 2,713 |
| NOPAT | 1,179 | 824 | 2,688 | 2,179 |
| EBITDA | 1,973 | 1,439 | 4,282 | 3,771 |
| Biên LN HĐKD | 23.1% | 11.1% | 37.0% | 31.2% |
| Biên lợi nhuận ròng | 16.3% | 10.6% | 27.0% | 22.7% |

Bảng Lưu chuyển tiền tệ

| (VND tỷ) | FY20 | FY21 | FY22F | FY23F |
|---------------------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
| Dòng tiền thuần HĐKD | 519 | 774 | 3,889 | 5,096 |
| Lợi nhuận sau thuế | 1,156 | 467 | 2,293 | 1,795 |
| Khấu hao | 510 | 389 | 935 | 1,059 |
| Trích lập/(hoàn nhập) dự phòng | -13 | 9 | 0 | 0 |
| Điều chỉnh khác | -67 | -29 | 0 | 0 |
| (Tăng)/giảm các khoản phải thu | -26 | -54 | -265 | -86 |
| (Tăng)/giảm hàng tồn kho | -60 | -9 | -15 | -136 |
| (Tăng)/giảm tài sản ngắn hạn khác | -55 | -99 | -169 | 47 |
| (Tăng)/giảm đầu tư tài chính ngắn hạn | 0 | -123 | 309 | 0 |
| Tăng/(giảm) khoản phải trả | -773 | 833 | 60 | 7 |
| Tăng/(giảm) nợ phải trả khác | 0 | 0 | 799 | 2,469 |
| Dòng tiền thuần HĐĐT | -367 | -1,059 | -1,721 | -1,157 |
| Thanh lý/(đầu tư) TSCĐ | -862 | -1,059 | -1,732 | -1,168 |
| Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ | 273 | -1,059 | 0 | 0 |
| Thanh lý/(đầu tư) vào DN khác | 46 | 941 | 0 | 0 |
| Cổ tức và tiền lãi nhận được | 177 | 118 | 12 | 12 |
| Dòng tiền thuần HĐTC | -94 | 54 | -1,530 | -1,433 |
| Tiền thu/(thanh toán) các khoản vay | 110 | 778 | -347 | -213 |
| Thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát | 0 | 0 | 240 | 204 |
| Tiền trả cổ tức | -204 | -724 | -1,424 | -1,424 |
| Thay đổi tiền thuần trong kỳ | 59 | -231 | 638 | 2,507 |
| Tiền và tương đương tiền - Đầu kỳ | 668 | 727 | 495 | 1,133 |
| Tiền và tương đương tiền - Cuối kỳ | 727 | 495 | 1,133 | 3,640 |

Nguồn: IDC, Mirae Asset Vietnam Research

Dự phóng/Định giá

| | FY20 | FY21 | FY22F | FY23F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E | 10.7x | 43.1x | 7.0x | 8.9x |
| EV/EBITDA | 5.6x | 15.0x | 4.1x | 3.9x |
| EV/EBIT | 7.6x | 20.5x | 5.2x | 5.5x |
| P/B | 2.2x | 5.0x | 3.3x | 3.0x |
| Vòng quay phải thu | 11.6x | 10.4x | 15.6x | 11.0x |
| Vòng quay HTK | 7.6x | 6.5x | 8.1x | 8.2x |
| Vòng quay phải trả | 14.5x | 11.8x | 15.3x | 14.2x |
| Vòng quay tổng tài sản | 0.4x | 0.3x | 0.5x | 0.4x |
| ROE | 19.00% | 9.10% | 41.07% | 27.94% |
| ROA | 6.05% | 2.97% | 13.58% | 9.39% |
| ROIC | 12.9% | 4.4% | 27.1% | 20.5% |
| Tăng trưởng EPS | 153.3% | -48.0% | 358.8% | -21.7% |
| Tăng trưởng BVPS | 21.1% | -6.7% | 13.6% | 9.8% |
| Tăng trưởng EBITDA | 64.2% | -27.1% | 197.5% | -11.9% |
| Nợ/Tổng vốn | 0.2x | 0.2x | 0.2x | 0.1x |
| Tỷ lệ bao phủ nợ | 8.5x | 8.3x | 20.7x | 15.8x |
| Net Debt/EBITDA | 0.5x | 0.6x | 0.0x | -0.7x |
| BVPS (VND) | 13,927 | 12,999 | 14,765 | 16,206 |
| DPS (VND) | 300 | 2,400 | 4,000 | 4,000 |
| EPS (VND) | 2,911 | 1,514 | 6,948 | 5,441 |

Bảng Cân đối kế toán

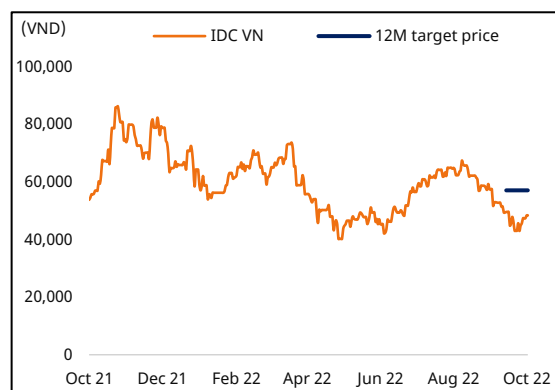
| | FY20 | FY21 | FY22F | FY23F |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tài sản ngắn hạn | 3,212 | 4,035 | 5,012 | 7,728 |
| Tiền và ĐTTG ngắn hạn | 1,741 | 2,664 | 2,993 | 5,500 |
| Khoản phải thu | 417 | 413 | 678 | 764 |
| Hàng tồn kho | 540 | 549 | 565 | 701 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 514 | 409 | 776 | 762 |
| Tài sản dài hạn | 11,318 | 12,041 | 12,685 | 12,809 |
| Tài sản cố định hữu hình | 4,034 | 3,832 | 4,028 | 4,316 |
| Tài sản cố định vô hình | 2,011 | 1,989 | 2,249 | 2,033 |
| Đầu tư dài hạn | 839 | 281 | 328 | 374 |
| Tài sản cố định dở dang | 3,703 | 4,608 | 4,955 | 4,998 |
| Tổng tài sản | 14,529 | 16,076 | 17,697 | 20,536 |
| Nợ ngắn hạn | 1,667 | 2,245 | 1,420 | 1,472 |
| Khoản phải trả | 303 | 300 | 360 | 367 |
| Vay ngắn hạn | 666 | 1,448 | 463 | 508 |
| Nợ ngắn hạn khác | 698 | 497 | 597 | 597 |
| Nợ dài hạn | 2,849 | 2,850 | 2,851 | 2,852 |
| Vay dài hạn | 2,089 | 2,085 | 2,723 | 2,465 |
| Nợ dài hạn khác | 5,815 | 6,718 | 7,417 | 9,886 |
| Nợ phải trả | 9,571 | 11,048 | 11,560 | 13,823 |
| Vốn chủ sở hữu | 4,958 | 5,028 | 6,138 | 6,713 |
| Vốn góp | 3,000 | 3,000 | 3,300 | 3,300 |
| Lợi nhuận chưa phân phối | 977 | 686 | 1,359 | 1,834 |
| Quỹ đầu tư và phát triển | 780 | 1,128 | 1,265 | 1,365 |
| Vốn khác | 202 | 214 | 214 | 214 |

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

| Company (Code) | Date | Rating | Target price |
|---------------------------|------------|---------------|--------------|
| Tổng Công ty IDICO – CTCP | 10/17/2022 | Tăng tỷ trọng | 57,200 |



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 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 affected 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 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 registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws or regulations thereof. Each Analyst responsible for the preparation of this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the Analyst about any and all of the issuers and securities named in this report and (ii) no part of the compensation of the Analyst was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report. Mirae Asset Co., ("Mirae Asset") 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. Like all employees of Mirae Asset, 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 Mirae Asset except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report was prepared by Mirae Asset, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. 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 Mirae Asset makes no guarantee, representation or warranty, express, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean 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 or regulations or subject Mirae Asset or any of 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 Mirae Asset 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. Mirae Asset, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset 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. Mirae Asset may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset, 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. Mirae Asset 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 Mirae Asset. For further information regarding company-specific information as it pertains to the representations and disclosures in this Appendix 1, please contact compliance@miraeasset.us.com or +1 (212) 407-1000

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 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 or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to affect 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. 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 affect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset 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 and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Securities 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) CTVM

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
