

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận

HOSE: PNJ

Toả sáng tương lai

Tăng tỷ trọng

(Cập nhật)

Giá mục tiêu:

83.200VND

(+12.4%)

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Lê Hải Ly, ly.lh@miraeasset.com.vn

Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu cho cổ phiếu PNJ 5% lên 83.200 đồng/cp. Trong giai đoạn 2020-2023, chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận ròng (LNR) trung bình 29% so với dự báo trước đó, do tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu của PNJ thấp hơn kỳ vọng trong 9T20. Giá mục tiêu được xác định bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (FCFF), phản ánh (1) kỳ vọng kinh tế toàn cầu phục hồi vào năm 2021 với giả định rằng dịch COVID-19 sẽ được kiểm soát hoàn toàn trong nửa đầu năm 2021, (2) mức độ sẵn sàng mua hàng của người trẻ đối với mặt hàng thời trang tiếp sức cho thị trường trang sức, (3) nỗ lực của ban lãnh đạo trong việc nâng cao hiệu quả hoạt động của PNJ. Mặc dù COVID-19 đã gây tổn hại nghiêm trọng đến thị trường sản phẩm không thiết yếu trong năm 2020, PNJ chỉ báo cáo doanh thu giảm nhẹ trong 9T2020 (-0,1% YoY), chúng tôi lạc quan về mức độ sẵn sàng mua sắm và nhu cầu đối với sản phẩm trang sức của Việt Nam vào năm 2021.

Điểm nhấn đầu tư

Duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ

Ngay cả trong COVID-19, nhờ các biện pháp chống dịch hiệu quả, nền kinh tế Việt Nam tương đối ít bị ảnh hưởng hơn so với các nước láng giềng và các nền kinh tế lớn. Việt Nam vẫn được dự báo là một trong những nền kinh tế phát triển nhanh nhất trên thế giới và một trong những điểm đến tiềm năng của đầu tư nước ngoài. Chúng tôi coi đây là chất xúc tác tăng trưởng chính cho ngành hàng xa xỉ nói chung.

Duy trì niềm tin tiêu dùng ở mức cao

Trong thời kỳ dịch bệnh, niềm tin của người tiêu dùng Việt Nam cao hơn nhiều thị trường lân cận. Giới trẻ ngày nay có xu hướng sẵn sàng chi nhiều hơn cho các sản phẩm thời trang như quần áo, trang sức để tạo nên hình ảnh chuyên nghiệp, hiện đại. Đây được coi là chất xúc tác hỗ trợ cho triển vọng tăng trưởng của PNJ.

Cập nhật và dự phóng lợi nhuận

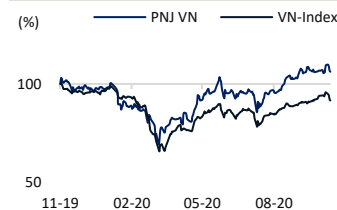
Ảnh hưởng của COVID-19 lên thị trường tiêu thụ

Trong 9T2020, doanh thu và lợi nhuận ròng của PNJ lần lượt giảm 0,1% YoY và 14% YoY do COVID-19 ảnh hưởng nghiêm trọng đến thị trường trang sức. Trong khi đó, chúng tôi đánh giá cao nỗ lực của PNJ trong việc thúc đẩy hoạt động kinh doanh bán lẻ của mình thông qua các chiến dịch tiếp thị đa dạng, hướng đến từng phân khúc và tập khách hàng nhỏ hơn thay vì các chiến dịch đại trà. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của PNJ sẽ phục hồi vừa phải trong 4Q20 (+31% QoQ, -3% YoY). Năm 2020, chúng tôi dự báo doanh thu giảm 1% YoY và lợi nhuận ròng giảm 8% YoY.

Phục hồi trong năm 2021

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2021 sẽ phục hồi vừa phải ở mức 9% so với 2020 do (1) mức độ sẵn sàng chi tiêu của người trẻ đối với các mặt hàng thời trang, (2) nhu cầu đối với các sản phẩm của PNJ như một phụ kiện cũng như tài sản tiết kiệm và (3) kinh tế toàn cầu phục hồi vừa phải.

Dữ liệu quan trọng



Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	0,3	12,1	3,9
Tương đối	-2,2	-1,5	8,0

Giá hiện tại (VND, 17/11/2020)	74,000	Vốn hóa (tỷ)	16.614
Lợi nhuận HBSXKD (21F, tỷ)	1.587	Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	225
Lợi nhuận HBSXKD thị trường (21F, tỷ)		Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	71,3
Tăng trưởng EPS (21F, %)	15,9	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	48,9
Forward P/E (21F, x)	12,9	Hệ số Beta (12T)	1,2
Market P/E (21F, x)	16,0	Thấp nhất 52 tuần	45.000
VN INDEX	966,8	Cao nhất 52 tuần	92.500

Lợi nhuận và chỉ số định giá

FY ()	2017	2018	2019	2020E	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ)	10.977	14.571	17.001	16.833	18.370	20.687
Lợi nhuận HBSXKD (tỷ)	901	1.204	1.506	1.369	1.587	1.941
Tỷ suất LNHBSXKD (%)	8,2	8,3	8,9	8,1	8,6	9,4
Lợi nhuận sau thuế (tỷ)	725	960	1.194	1.095	1.270	1.553
EPS (VND)	6.705	5.748	5.299	4.861	5.637	6.892
ROE (%)	33,6	29,7	28,9	22,4	22,5	23,5
P/E (x)	10,8	12,6	13,7	14,9	12,9	10,5
P/B (x)	2,9	3,3	3,6	3,1	2,7	2,3
Lợi tức cổ tức (%)	2,8	2,8	2,5	2,3	2,8	3,4

Lưu ý: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận có thể phân phối cho cổ đông công ty mẹ

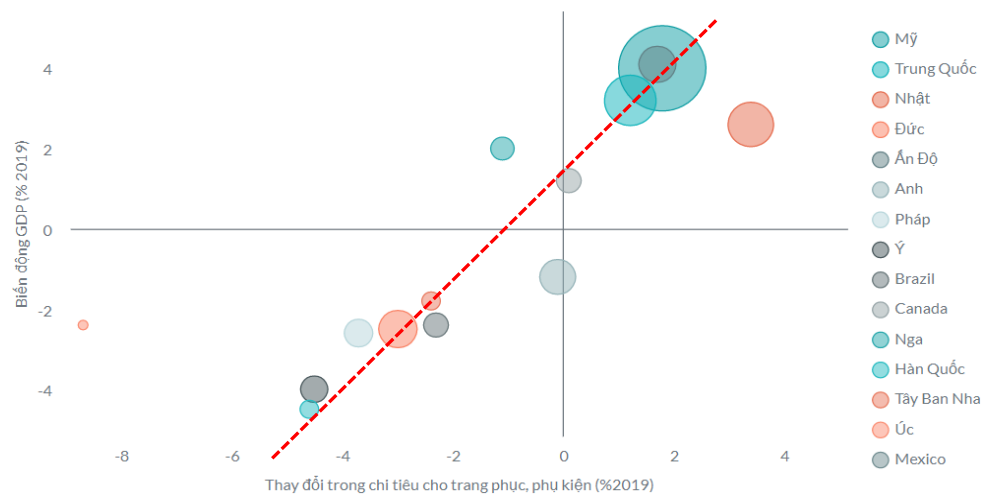
PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

Điểm nhấn đầu tư

Duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ

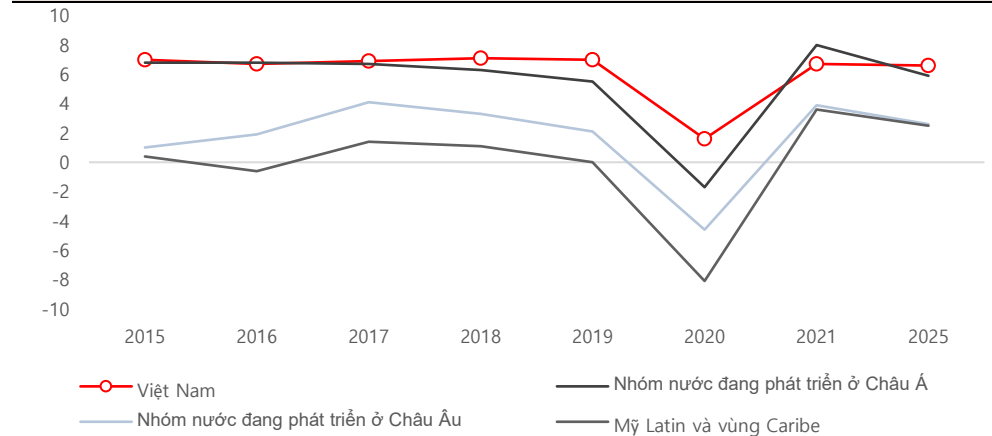
Ngành trang sức chủ yếu được thúc đẩy bởi thu nhập khả dụng được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng kinh tế và đô thị hóa. Ngay cả trong COVID-19, nhờ các biện pháp chống dịch hiệu quả, nền kinh tế Việt Nam tương đối ít bị ảnh hưởng hơn so với các nước láng giềng và các nền kinh tế lớn như Ấn Độ, Trung Quốc, Singapore, Mỹ, ... Việt Nam vẫn được dự báo là một trong những nền kinh tế phát triển nhanh nhất thế giới và là một trong những điểm đến tiềm năng của vốn đầu tư nước ngoài, điều này thúc đẩy sự lạc quan về đà tăng trưởng kinh tế cũng như sự phục hồi nhanh chóng sau đại dịch. Chúng tôi coi đây là sự hỗ trợ lớn cho ngành hàng xa xỉ nói chung.

Hình 1: Tương quan tỷ lệ thuận giữa GDP và chỉ tiêu cho trang sức, trang phục



Nguồn: Euromonitor

Hình 2: Việt Nam chứng kiến đà tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ



Nguồn: Quỹ Tiền tệ Quốc tế

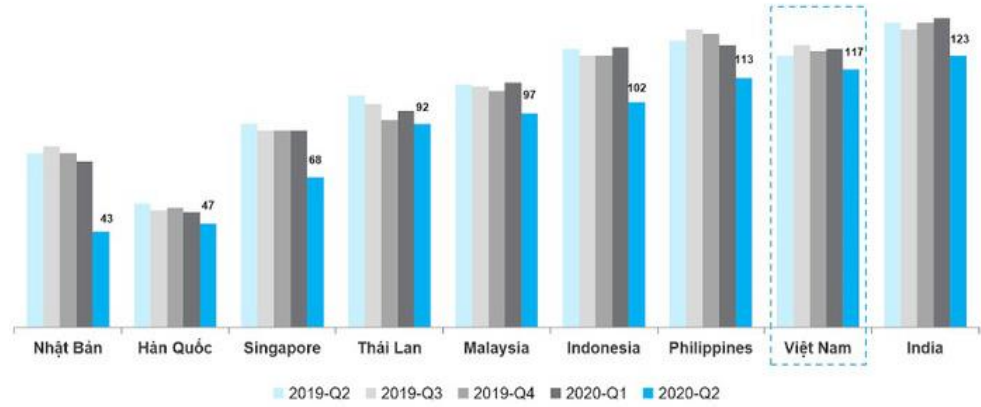
Duy trì niềm tin tiêu dùng ở mức cao

Trong thời kỳ dịch bệnh, niềm tin của người tiêu dùng Việt Nam vẫn cao hơn nhiều thị trường lân cận, mặc dù có giảm nhẹ, nguyên nhân là do có sự tham gia ngày càng nhiều của giới trẻ vào thị trường tiêu dùng. Giới trẻ ngày nay có xu hướng chi nhiều hơn cho các sản phẩm thời trang như quần áo, trang sức để tạo nên hình ảnh chuyên nghiệp, hiện đại. Đồng thời, chi tiêu của giới trẻ được kỳ vọng sẽ phục hồi nhanh hơn so với các nhóm khách hàng khác. Đây được coi là chất xúc tác hỗ trợ cho triển vọng tăng trưởng của PNJ trong năm 2021.

Bên cạnh đó, giới trẻ cũng đặt ra những yêu cầu cao hơn đối với thị trường trang sức như không ngừng đổi mới, mẫu mã đa dạng, phản ánh xu hướng thời trang toàn cầu, gia công tinh xảo, có

thương hiệu và dịch vụ chăm sóc khách hàng. Trong bối cảnh đó, PNJ với vị thế dẫn đầu trong ngành bán lẻ trang sức, có lợi thế rất lớn so với các đối thủ về quy mô sản xuất, hệ thống bán lẻ, đội ngũ thiết kế và dịch vụ khách hàng hùng hậu.

Hình 3: Niềm tin của người tiêu dùng Việt Nam và một số nước láng giềng



Nguồn: The Conference Board Global Consumer Confidence Survey hợp tác với Nielsen

Cập nhật và dự phóng lợi nhuận

Ảnh hưởng của COVID-19 lên thị trường tiêu thụ

COVID-19 gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến thị trường trang sức cũng như các sản phẩm không thiết yếu. Trước những lo ngại về những bất ổn kinh tế, người mua trong nước có xu hướng chọn những mặt hàng có giá thấp hơn cho các sự kiện đặc biệt hoặc những mặt hàng có tỷ trọng vàng cao hơn để có thể đảm nhiệm cả hai vai trò là phụ kiện và tài sản tiết kiệm. Những sản phẩm này có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn do giá trị gia tăng của sản phẩm trang sức chủ yếu nằm ở khâu thiết kế và gia công. Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của PNJ giảm xuống còn 19% (9T19: 21%), giảm 1,53 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước.

Cơ cấu tăng trưởng của PNJ trong 9T2020:

- Doanh thu bán lẻ tăng 4% YoY trong 9T20, chiếm 57% tổng doanh thu (9T19: 55%) trong khi chi phí bán hàng chỉ tăng 2% YoY (chủ yếu dành cho hoạt động bán lẻ). Chúng tôi đánh giá cao những nỗ lực của PNJ trong việc thúc đẩy hoạt động kinh doanh bán lẻ của mình thông qua các chiến dịch tiếp thị đa dạng, phân chia thị trường thành các tập khách hàng nhỏ hơn với nhu cầu và phong cách mua hàng cụ thể thay vì các chiến dịch đại trà như trước đây.
- Doanh thu vàng miếng (25% tổng doanh thu, tăng từ 22% trong 9T2019), tăng 13,5% YoY do dòng vốn đổ vào thị trường vàng như một kênh đầu tư trong bối cảnh kinh tế tài chính bất ổn. Mặt khác, tỷ trọng vàng miếng (tỷ suất lợi nhuận gộp từ 2-3%) tăng lên đã làm giảm tỷ suất lợi nhuận chung của công ty.
- Hoạt động kinh doanh bán buôn (chiếm 16% tổng doanh thu), phần nào phản ánh thị trường trang sức vàng trong nước, bị ảnh hưởng nặng nề với doanh thu giảm 26%.

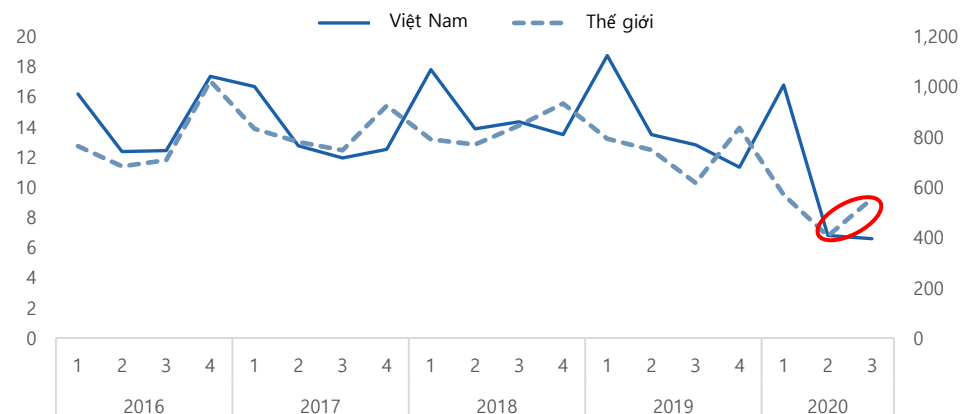
Nhìn chung, doanh thu và lợi nhuận ròng của PNJ lần lượt giảm 0,1% YoY và 14% YoY so với cùng kỳ năm ngoái. Tỷ suất lợi nhuận ròng giảm 1,31 điểm phần trăm xuống 8,1% (so với 9,4% trong 9T2019).

Dự phóng doanh thu 2020 giảm 1% YoY

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của PNJ sẽ phục hồi vừa phải trong Q4/2020 do (1) tiêu thụ vàng toàn cầu phục hồi trong Q3/2020 (+ 32% QoQ) và (2) kỳ nghỉ lễ vào cuối năm. Chúng tôi nhận thấy diễn biến tiêu thụ vàng của Việt Nam có độ trễ (khoảng 1 quý) so với tiêu thụ vàng toàn cầu, dựa trên dữ liệu tiêu thụ sản phẩm vàng trong giai đoạn 2016-2019. Tuy nhiên, tăng trưởng Q4/2020 đang chịu sức ép bởi mức tăng trưởng Q4/2019 là 31% YoY khi PNJ đẩy mạnh bán hàng vào mùa lễ hội cũng như nỗ lực bù đắp lại thiệt hại do chuyển giao sang hệ thống ERP mới vào đầu 2019. Chúng tôi dự báo doanh thu Q4/2020 của PNJ tăng 31% so với quý trước nhưng giảm 3% so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi dự báo doanh thu giảm 1% YoY và lợi nhuận ròng giảm 8% YoY cho nguyên năm 2020.

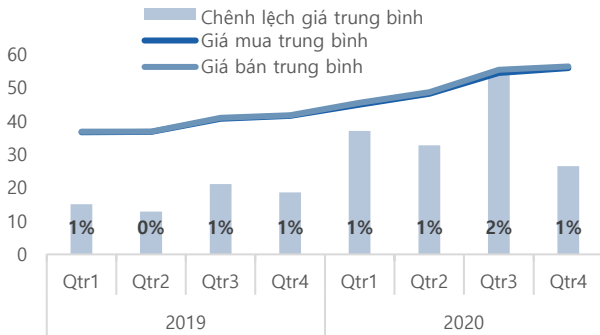
Khác với chiến lược mở rộng mạnh trong vài năm gần đây, trong năm 2020, PNJ tập trung tối ưu hóa mạng lưới bán lẻ đồng thời tiết kiệm chi phí hoạt động thông qua việc đóng các cửa hàng kém hiệu quả và tận dụng chiếm lĩnh thêm các vị trí đắc địa. Tính đến hết 9T2020, PNJ có 340 cửa hàng trên toàn quốc (đóng cửa 30 cửa hàng, mở mới 23 cửa hàng, nâng cấp 8 cửa hàng).

Hình 4: Tiêu thụ vàng (tấn) ở Việt Nam (LHS) và thế giới (RHS)



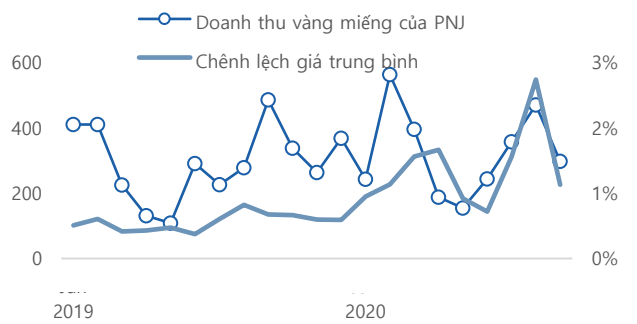
Nguồn: Hội đồng Vàng Thế giới

Hình 5: Giá vàng (triệu đồng) tăng và chênh lệch giá do bất ổn trong môi trường vĩ mô



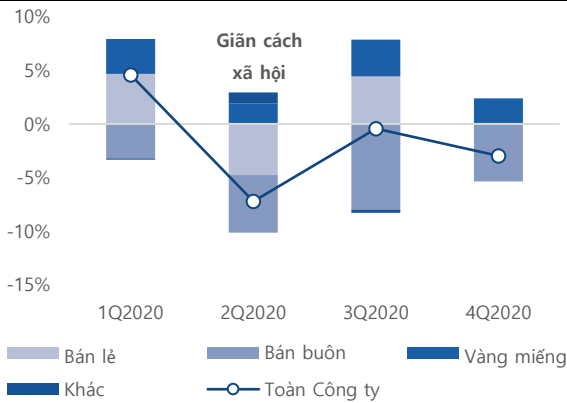
Nguồn: Fiinpro

Hình 6: Tăng chênh lệch giá vàng (RHS) hỗ trợ doanh thu vàng miếng (LHS) của PNJ



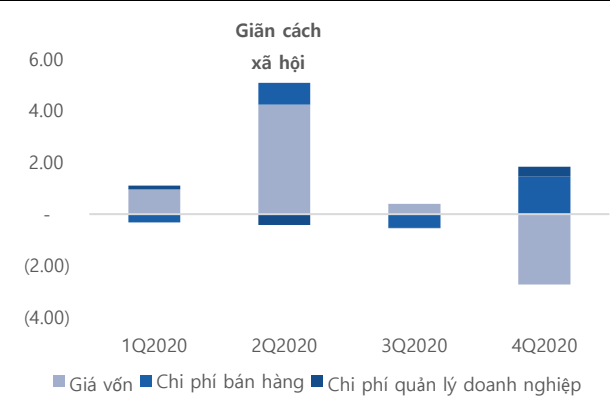
Nguồn: Fiinpro, PNJ

Hình 7: Cơ cấu tăng trưởng PNJ (YoY)



Nguồn: PNJ, MAS Vietnam Research

Hình 8: Thay đổi tỷ trọng chi phí với doanh thu (YoY)



Nguồn: PNJ, MAS Vietnam Research

Phục hồi trong năm 2021

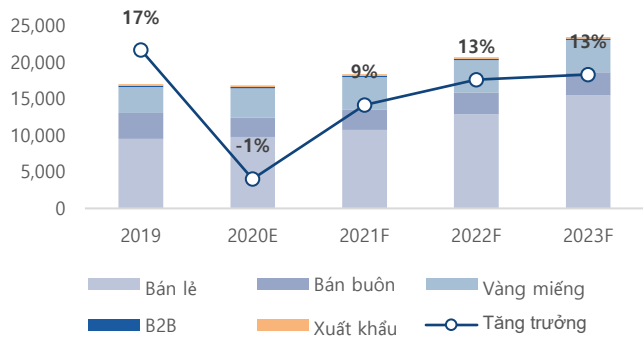
Chúng tôi kỳ vọng sẽ chứng kiến sự phục hồi vừa phải vào năm 2021 do (1) mức độ sẵn sàng chi tiêu của người trẻ đối với các mặt hàng thời trang, (2) nhu cầu đối với các sản phẩm của PNJ như món phụ kiện cũng như tài sản tiết kiệm và (3) kinh tế toàn cầu phục hồi vừa phải.

Doanh thu bán lẻ dự kiến tăng 10% YoY vào năm 2021 (so với tăng trưởng 3% YoY trong năm 2020, tăng trưởng hai con số mỗi năm trong giai đoạn 2017-2019) trước khi lấy lại mức tăng trưởng mục tiêu 20%/năm mà ban lãnh đạo PNJ đặt ra cho giai đoạn 2017-2022. Chúng tôi tin tưởng vào nỗ lực của PNJ trong việc đạt được các mục tiêu đề, thể hiện qua tỷ lệ tăng trưởng kép trong giai đoạn 2017-2019 (CAGR) là 25,7%/năm nhờ đầu tư vào mạng lưới bán lẻ, chuỗi sản xuất và phát triển thương hiệu. Hoạt động kinh doanh bán lẻ sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của PNJ.

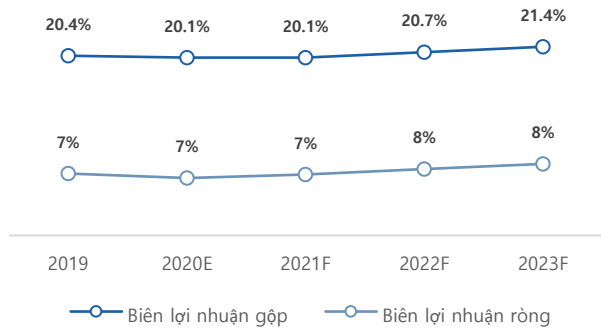
Doanh thu vàng miếng dự kiến sẽ tăng 10% YoY vào năm 2021 do môi trường vĩ mô vẫn còn bất ổn. Tuy nhiên, doanh thu vàng miếng đã tăng trưởng mạnh trong vài năm gần đây, tạo cơ sở tăng trưởng cao trong giai đoạn tiếp theo. Doanh thu vàng miếng của PNJ chủ yếu dựa vào nhu cầu tiết kiệm và đầu cơ của người mua trong nước.

Hoạt động kinh doanh bán buôn được dự báo sẽ tăng trưởng 6% YoY mỗi năm trong giai đoạn 2021-2023, cao hơn mức tăng trưởng kép hàng năm 2015-2019 của tiêu thụ trang sức tại Việt Nam là 4%. Hiện nay, thị trường trang sức của Việt Nam còn phân mảnh, chủ yếu là các cửa hàng, doanh nghiệp nhỏ lẻ. Trang sức có thương hiệu chỉ chiếm khoảng 30% thị trường. Chúng tôi kỳ vọng sẽ thấy sự chuyển dịch sang phân khúc cao cấp, có thương hiệu.

Hình 9: Cơ cấu doanh thu PNJ (tỷ VND)



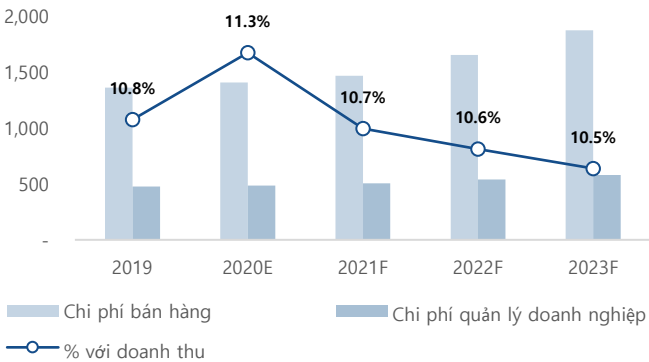
Hình 10: Biên lợi nhuận của PNJ



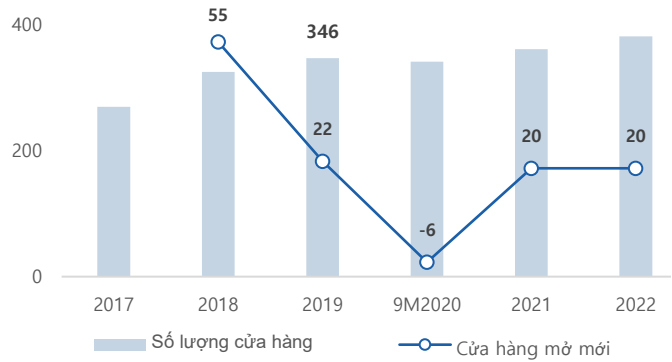
Nguồn: PNJ, MAS Vietnam Research

Nguồn: PNJ, MAS Vietnam Research

Hình 11: Chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp (tỷ VND)



Hình 12: Số cửa hàng của PNJ



Nguồn: PNJ, MAS Vietnam Research

Nguồn: PNJ, MAS Vietnam Research

Rủi ro

- Đại dịch kéo dài là mối đe dọa lớn đối với PNJ trong năm 2021, vì nó sẽ tiếp tục gây bất ổn nền kinh tế và giảm sức mua của người tiêu dùng.
- Sự tham gia của giới trẻ không chỉ là cơ hội mà còn là thách thức lớn đối với PNJ bởi tính năng động, phức tạp và biến động trong sở thích tiêu dùng của họ.

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ VN)

Báo cáo kết quả kinh doanh (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019	2020E	2021F	2022F
Doanh thu	17.001	16.833	18.370	20.687
Giá vốn hàng bán	-13.540	-13.444	-14.671	-16.396
Lợi nhuận gộp	3.461	3.390	3.699	4.291
Chi phí hoạt động	-1.838	-1.895	-1.974	-2.195
Thu nhập tài chính thuần	-117	-126	-138	-155
Lãi (lỗ) từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận HĐSXKD (điều chỉnh)	1.506	1.369	1.587	1.941
Lợi nhuận khác	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1.507	1.369	1.587	1.941
Thuế TNDN	-313	-274	-317	-388
Lợi nhuận sau thuế	1.194	1.095	1.270	1.553
EPS (VND)	5.299	4.861	5.637	6.892

Tăng trưởng và BLN (%)

Tăng trưởng doanh thu	16,7	(1,0)	9,1	12,6
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	24,5	(2,0)	9,1	16,0
Tăng trưởng EBIT	25,4	(9,7)	16,0	22,3
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	24,4	(8,3)	16,0	22,3
Tăng trưởng EPS	(7,8)	(8,3)	16,0	22,3
Biên lợi nhuận gộp	20,4	20,1	20,1	20,7
Biên lợi nhuận EBIT	10,7	9,8	10,4	11,3
Biên lợi nhuận ròng	7,0	6,5	6,9	7,5

Báo cáo dòng tiền (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019	2020E	2021F	2022F
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-661	1.510	780	862
Lợi nhuận ròng	1.507	1.369	1.587	1.941
Khấu hao	61	51	55	62
Khác	109	126	138	155
Thay đổi trong vốn lưu động	-2.338	-36	-1.000	-1.296
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-222	-202	-220	-248
Đầu tư tài sản cố định	-222	-202	-220	-248
Các hoạt động đầu tư khác	0	0	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	1.519	283	675	891
Cổ tức	403	372	444	543
Tăng vốn chủ sở hữu	67	0	0	0
Tăng nợ vay	1.048	-90	231	347
Tiền mặt đầu kỳ	207	842	2.433	3.667
Tiền mặt cuối kỳ	842	2.433	3.667	5.172

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Phòng Phân tích MASVN

Bảng cân đối kế toán (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019	2020E	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	8.038	8.903	10.962	13.387
Tiền & tương đương tiền	842	2.433	3.667	5.172
Khoản phải thu	130	168	184	207
Hàng tồn kho	7.030	6.267	7.073	7.964
Tài sản ngắn hạn khác	36	35	39	43
Tài sản dài hạn	1.270	1.390	1.584	1.813
Tài sản cố định ròng	952	1.075	1.241	1.427
Đầu tư	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	317	314	343	386
Tổng tài sản	9.308	10.293	12.546	15.200
Nợ ngắn hạn	4.018	3.571	4.080	4.595
Khoản phải trả	691	337	551	621
Nợ ngắn hạn	2.611	2.525	2.756	3.103
Nợ ngắn hạn khác	716	709	774	871
Nợ dài hạn	8	4	4	5
Tổng nợ	4.026	3.575	4.085	4.600
Cổ phần kiểm soát	4.535	5.226	6.080	7.132
Vốn góp chủ sở hữu	2.253	2.253	2.253	2.253
Thặng dư vốn cổ phần	968	968	968	968
Lợi nhuận chưa phân phối	1.314	2.005	2.859	3.911
Cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4.535	5.226	6.080	7.132
BVPS (VND)	20.129	23.197	26.986	31.655

Dự báo/Định giá (Tóm tắt)

P/E (x)	13,7	14,9	12,9	10,5
P/CF (x)	19,4	6,7	4,5	3,2
P/B (x)	3,6	3,1	2,7	2,3
EV/EBITDA (x)	8,7	9,7	8,3	6,8
EPS (VND)	5.299	4.861	5.637	6.892
CFPS (VND)	3.739	10.799	16.278	22.956
BPS (VND)	20.129	23.197	26.986	31.655
DPS (VND)	1.800	1.700	2.000	2.500
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	34,0	35,0	35,5	36,3
Lợi tức cổ tức (%)	2,5	2,3	2,8	3,4
Vòng xoay khoản phải thu (x)	320,9	304,2	304,2	304,2
Vòng xoay hàng tồn kho (x)	2,3	2,0	2,2	2,2
Vòng xoay khoản phải trả (x)	30,2	24,7	34,9	29,5
ROA (%)	16,0	12,6	13,4	14,2
ROE (%)	28,9	22,4	22,5	23,5
ROIC (%)	19,2	14,7	15,3	16,3
Nợ/Vốn CSH (%)	88,8	68,4	67,2	64,5
Tỷ lệ thanh toán hiện thời (%)	200,1	249,3	268,6	291,3
Nợ ròng/Vốn CSH (%)	39,1	1,8	(15,0)	(29,0)
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	14,1	11,8	12,5	13,5

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ VN)	10/05/2019	Mua	118.000
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ VN)	04/03/2020	Mua	125.400
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ VN)	28/05/2020	Mua	79.600
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ VN)	18/08/2020	Tăng tỷ trọng	61.900
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ VN)	16/11/2020	Tăng tỷ trọng	83.200



Stock Ratings

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

Industry Ratings

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

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

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

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

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

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

Disclosures

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

Analyst Certification

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

Disclaimers

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

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

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)

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

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

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

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

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

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

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

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

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

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Suites 1109-1114, 11th Floor
Two International Finance Centre
8 Finance Street, Central
Hong Kong
China
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
Brasil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

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

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

Beijing Representative Office

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

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