

CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công

HOSE: TCM

Tiếp tục tăng trưởng

Tăng tỷ trọng

(Cập nhật)

Giá mục tiêu:

38.100VND

(+10.7%)

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 TCM lên mức **38.100 đồng/cp** dựa trên tăng trưởng doanh thu vải của TCM và biên lợi nhuận ròng trong 9T2020 tốt hơn so với chúng tôi kỳ vọng. Giá mục tiêu được xác định bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF), phản ánh (1) kỳ vọng kinh tế toàn cầu phục hồi trong năm 2021, từ đó, dần phục hồi thị trường tiêu thụ đối với các mặt hàng không thiết yếu, (2) hiệp định CPTPP và EVFTA giúp tăng nhu cầu vải nội địa cũng như các đơn hàng may mặc có giá trị gia tăng cao, và (3) dòng tiền ổn định của TCM xuất phát từ hoạt động kinh doanh và nền tảng tài chính ổn định.

Giá cổ phiếu của TCM đã tăng 55% kể từ lần báo cáo gần nhất của chúng tôi vào tháng 7.2020 (so với mức tăng 27% của VN-Index trong cùng giai đoạn). Cùng với sự hưng phấn của thị trường trong thời gian qua phản ứng với biến đổi trong hệ thống chính trị của Mỹ, và diễn biến khả quan từ việc kiểm soát dịch bệnh tại Việt Nam, chúng tôi cho rằng những yếu tố nền tảng tích cực của TCM đã được phản ánh một phần vào thị giá. Do đó, chúng tôi **điều chỉnh khuyến nghị từ Mua về Tăng Tỷ Trọng**.

Điểm nhấn đầu tư

Linh động trong hoạt động kinh doanh

Trong năm 2020, mặc dù xuất khẩu dệt may của Việt Nam bị ảnh hưởng nặng nề (-12% trong 11 tháng đầu năm so với cùng kỳ), TCM vẫn duy trì tăng trưởng lợi nhuận trong khi doanh thu bị sụt giảm nhẹ (-1% trong 10 tháng đầu năm so với cùng kỳ) nhờ lấy được đơn hàng khẩu trang và đồ bảo hộ y tế. Chúng tôi đánh giá cao hiệu quả hoạt động và tính linh hoạt của doanh nghiệp.

Tiếp tục mở rộng sản xuất

Trong năm 2020, (1) lợi ích thuế, đi kèm với yêu cầu xuất xứ sản phẩm, được đặt ra bởi EVFTA và CPTPP và (2) sự ngắt đoạn nguồn cung từ Trung Quốc trong năm 2020 do dịch bệnh là động lực thúc đẩy các doanh nghiệp sản xuất vải đang hoạt động hiện nay, trong đó có TCM. Theo số liệu thống kê, vải trong nước chỉ đáp ứng 25% nhu cầu may và 75% vải nhập khẩu là để phục vụ đơn hàng may mặc xuất khẩu. Doanh thu từ vải của TCM tăng 33% so với cùng kỳ trong 9T2020, chủ yếu là ở thị trường Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng làn sóng nội địa hóa chuỗi cung ứng sẽ tiếp tục làm tăng nhu cầu vải nội địa.

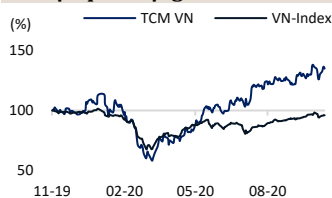
Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng mảng may (2020: 70% doanh thu) là động lực tăng trưởng chính của TCM trong giai đoạn 2021-2023. TCM đã thành công lấy được đơn hàng của Adidas. Chúng tôi ước tính đơn hàng từ Adidas chiếm khoảng 40% công suất may của TCM trong những tháng cuối năm 2020. Nhà máy Vĩnh Long được dự kiến sẽ xây trong 2020 và bắt đầu đóng góp ~42% vào tổng công suất may từ năm 2021.

Rủi ro

Doanh thu xuất khẩu chiếm 85% tổng doanh thu của TCM. Do đó, biến động từ nhu cầu tiêu dùng trên thế giới ảnh hưởng trực tiếp tới kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Theo số liệu từ Bloomberg, tỷ lệ thất nghiệp ở các thị trường tiêu thụ lớn như châu Âu, Mỹ đều tăng mạnh do dịch COVID. Nguồn thu nhập và sức khỏe của người dân bị ảnh hưởng thúc đẩy khuynh hướng thu hẹp đáng kể nhu cầu mua sắm các mặt hàng không thiết yếu và tập trung vào mặt hàng thiết yếu và tiết kiệm.

Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (VND, 23/11/2020)	34.500	Vốn hóa (tỷ)	2,172
Lợi nhuận HDSXKD (21F, tỷ)	288	Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	62
Lợi nhuận HDSXKD thị trường (21F, tỷ)	n/a	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	46.3
Tăng trưởng EPS (21F, %)	1.5	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.0
Forward P/E (21F, x)	8.8	Hệ số Beta (12T)	1.3
Market P/E (21F, x)	16,0	Thấp nhất 52 tuần	10,374
VN INDEX	994.2	Cao nhất 52 tuần	35,300

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	40.5	55.8	89.9
Tương đối	36.9	41.8	87.9

Lợi nhuận và chỉ số định giá

FY ()	2017	2018	2019	2020E	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ)	3.209	3.662	3.644	3.571	3.846	4.248
Lợi nhuận HDSXKD (tỷ)	193	248	269	284	288	356
Tỷ suất LNHDSXKD (%)	6,0	6,8	7,4	8,0	7,5	8,4
Lợi nhuận sau thuế (tỷ)	193	260	217	240	244	300
EPS (VND)	3.729	4.802	3.738	3.870	3.928	4.838
ROE (%)	19,4	22,2	16,1	15,9	14,6	16,2
P/E (x)	9,3	7,2	9,2	8,9	8,8	7,1
P/B (x)	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
Lợi tức cổ tức (%)	1,4	1,4	2,9	1,4	2,9	3,8

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.

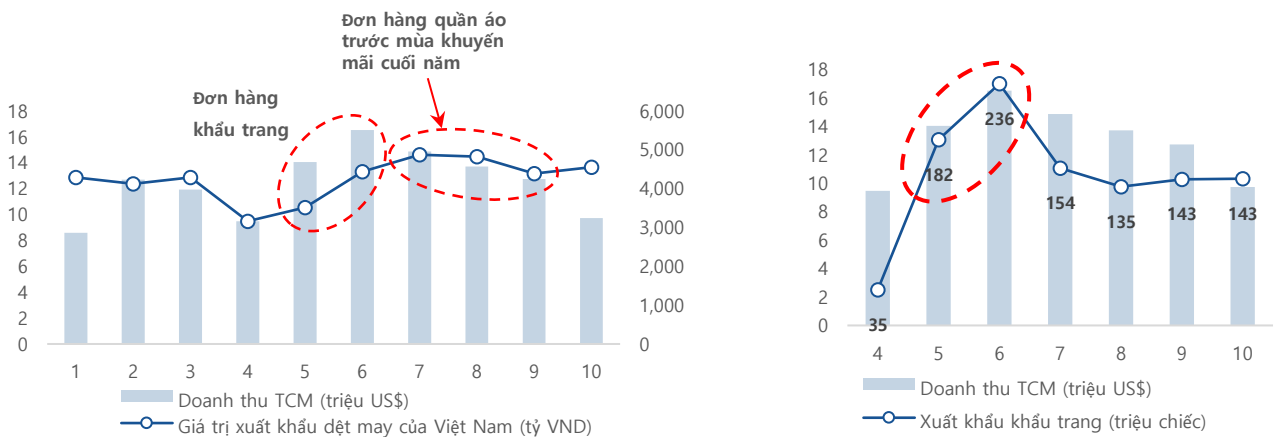
Điểm nhấn đầu tư

Linh động trong hoạt động kinh doanh

Dịch Covid-19 trong năm 2020 đã ảnh hưởng nặng nề lên hoạt động kinh doanh của nhiều doanh nghiệp dệt may do sự thiếu hụt đơn hàng truyền thống và ngắt đoạn chuỗi cung ứng, chủ yếu là vải từ Trung Quốc. Trong bối cảnh đó, TCM vẫn ghi nhận doanh thu tăng trưởng dương trong giai đoạn dịch bệnh nhờ vào lợi thế từ chuỗi sản xuất hoàn chỉnh từ sợi tới may, giải quyết được cả hai điểm nghẽn nói trên. Cụ thể, TCM có thể tự sản xuất vải kháng khuẩn, không chỉ đáp ứng được đơn hàng khẩu trang của chính doanh nghiệp, phục vụ khách hàng có sẵn, mà còn cung cấp vải kháng khuẩn cho các doanh nghiệp sản xuất khẩu trang khác trong nước.

Đến nay, TCM là một trong số ít doanh nghiệp dệt may trong nước có chuỗi sản xuất hoàn chỉnh từ sợi tới may. Chúng tôi đánh giá cao lợi thế cạnh tranh này của TCM vì đảm bảo được về quản lý chất lượng và tối ưu chi phí, hiệu quả xuyên suốt chuỗi sản xuất, cho phép doanh nghiệp trở thành nhà cung ứng của các khách hàng tầm cỡ quốc tế như Adidas.

Hình 1: Doanh thu của TCM cao trong mùa dịch nhờ vào đơn hàng liên quan đến covid (khẩu trang và vải kháng khuẩn) theo tháng trong 2020



Nguồn: TCM, Hải quan Việt Nam

Tiếp tục mở rộng sản xuất

Mảng vải

Hiệp định CPTPP và EVFTA là động lực để phát triển mảng vải ở Việt Nam. Mặc dù là một trong những nước xuất khẩu dệt may lớn nhất thế giới, Việt Nam vẫn phụ thuộc nhiều vải nhập khẩu, đặc biệt là từ Trung Quốc. Nguyên nhân do chi phí đầu tư vào khâu dệt nhuộm cao trong khi ngành dệt may Việt Nam vẫn cấu thành chính từ những doanh nghiệp nhỏ lẻ với quy mô vốn thấp, hạn chế trong đầu tư và phát triển. Theo số liệu thống kê, vải trong nước chỉ đáp ứng 25% nhu cầu may và 75% vải nhập khẩu là để phục vụ đơn hàng may mặc xuất khẩu. Trong bối cảnh đó, (1) lợi ích thuế, đi kèm với yêu cầu xuất xứ sản phẩm, được đặt ra bởi EVFTA và CPTPP và (2) sự ngắt đoạn nguồn cung từ Trung Quốc trong năm 2020 do dịch bệnh là động lực thúc đẩy các doanh nghiệp sản xuất vải có sẵn trong nước, một trong số đó là TCM.

Trong năm 2020, vải là động lực tăng trưởng chính của TCM. Doanh thu từ vải đóng góp 21% vào doanh thu 9T2020, tăng trưởng 33% so với cùng kỳ, tương ứng với 5.1 điểm phần trăm vào tăng trưởng của toàn công ty. Đồng thời, mảng vải có biên lợi nhuận cao nhất trong danh mục của TCM, do đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng mảng vải sẽ kéo theo cải thiện biên lợi nhuận của toàn công ty.

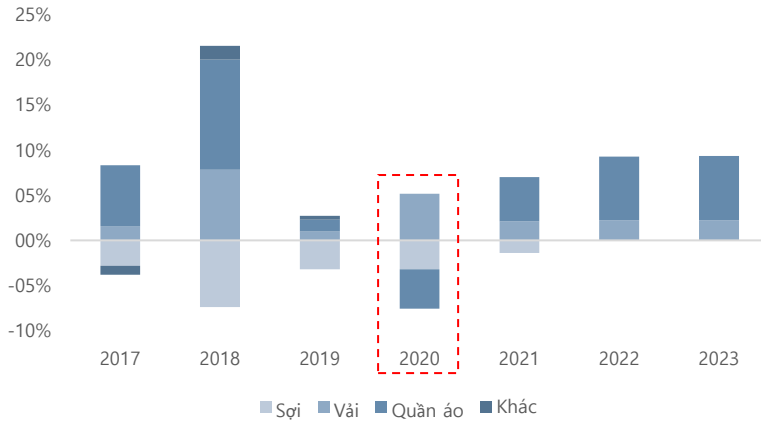
Mảng may

Mảng may (2020: 70% doanh thu) được kỳ vọng sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của TCM trong giai đoạn 2021-2023. TCM đã thành công lấy được đơn hàng của Adidas. Chúng tôi ước tính đơn hàng từ Adidas chiếm khoảng 40% công suất may của TCM trong những tháng cuối năm 2020.

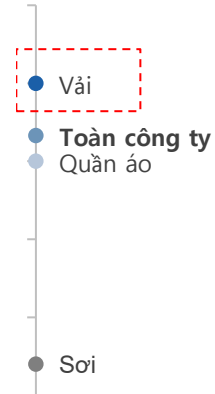
Adidas là một thương hiệu thời trang lớn mang tầm quốc tế. Việc tham gia vào chuỗi giá trị của

Adidas thể hiện rằng doanh nghiệp có đủ khả năng đáp ứng được các tiêu chuẩn khắt khe từ chất lượng sản phẩm, quy mô tới các yêu cầu về môi trường, xã hội. Qua đó, chúng tôi cho rằng TCM sẽ đáp ứng được yêu cầu của các khách hàng từ EU, khai thác được lợi thế từ EVFTA.

Hình 2: Vải là động lực tăng trưởng chính trong năm 2020



Hình 3: Vải có biên lợi nhuận gộp cao



Nguồn: TCM

Cập nhật và dự phóng lợi nhuận

Mặc dù dịch bệnh COVID-19 làm giảm nhu cầu mua sắm quần áo ở nhiều thị trường xuất khẩu truyền thống của TCM, sự kiện này vẫn mở ra một cơ hội khác cho doanh nghiệp đảm bảo đơn hàng trong giai đoạn khó khăn:

- TCM lấy được đơn hàng khẩu trang bù đắp vào sự thiếu hụt đơn hàng dệt may truyền thống;
- Dịch bệnh làm chậm quá trình giao thương giữa doanh nghiệp Việt Nam và chuỗi cung ứng toàn cầu, trong khi đơn hàng khẩu trang yêu cầu thời gian đáp ứng nhanh. Mảng vải của TCM hưởng lợi khi cung cấp vải kháng khuẩn cho các doanh nghiệp may khác phục vụ đơn hàng khẩu trang và đồ bảo hộ y tế của họ.
- Gia công khẩu trang và đồ bảo hộ y tế có yêu cầu kỹ thuật và mức độ phức tạp thấp hơn so với đơn hàng quần áo truyền thống của doanh nghiệp. Điều này giúp tăng hiệu suất sản xuất của công nhân (~US50/công nhân/ngày, tăng ~50% so với đơn hàng truyền thống), hỗ trợ tăng biên lợi nhuận ròng của doanh nghiệp (9T2020: 7.2%, 2019: 6%).

Thêm vào đó, chúng tôi cho rằng xu hướng nội địa hóa chuỗi cung ứng dệt may xuất phát từ các hiệp định EVFTA và CPTPP đang dần phản ánh trong kết quả kinh doanh của TCM. Cụ thể, trong 9 tháng đầu năm, doanh thu vải đã tăng trưởng 33% so với cùng kỳ, trở thành động lực tăng trưởng chính của doanh nghiệp, đóng góp 21% vào tổng doanh thu.

Áp lực lên tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2021

Nhìn lại năm 2020, xuất khẩu dệt may Việt Nam nói chung đã giảm 12% tính đến hết tháng 11. Trong khi đó, một số doanh nghiệp có được đơn hàng khẩu trang và đồ bảo hộ y tế để bù đắp vào tình trạng thiếu hụt đơn hàng truyền thống, như TCM. Chúng tôi cho rằng triển vọng năm sau của TCM sẽ xuất hiện nhiều mảng sáng tối, và tăng trưởng lợi nhuận cao trong năm nay sẽ là áp lực cho tăng trưởng 2021:

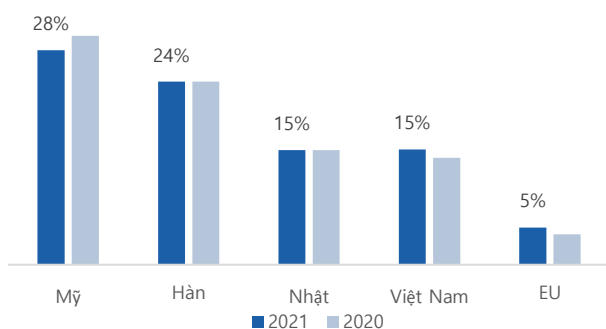
Yếu tố tích cực

- Chúng tôi tin rằng TCM sẽ đáp ứng được yêu cầu khắt khe từ thị trường EU, xuất phát từ kinh nghiệm là việc với các thương hiệu lớn như Adidas. Bên cạnh đó, hiệp định EVFTA sẽ tiếp tục thúc đẩy đơn hàng vải ở thị trường Việt Nam. Chúng tôi dự phóng doanh thu từ thị trường Việt Nam (14% tổng doanh thu 9T2020) và Châu Âu (4% tổng doanh thu 9T2020) sẽ tăng lần lượt 30% và 15% so với cùng kỳ trong 2021.
- Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng may tăng trưởng 7% so với cùng kỳ (thị trường EU đóng góp 5-6% doanh thu may), và mảng vải tăng trưởng 10% so với cùng kỳ (thị trường Việt Nam đóng góp ~60% doanh thu vải).

Yếu tố tiêu cực

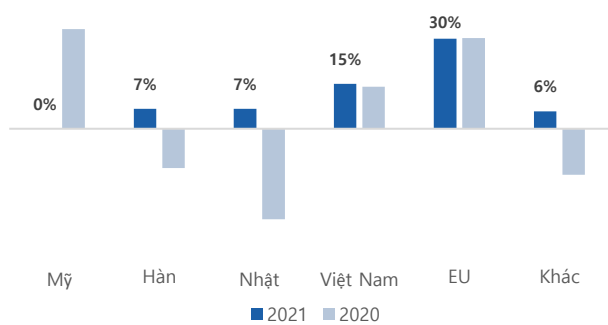
Đơn hàng khẩu trang của TCM nói riêng, và sản lượng xuất khẩu khẩu trang của Việt Nam nói chung, đã chứng lại trong những tháng gần đây. Tuy đây chỉ là yếu tố tạm thời, song sự thiếu hụt đơn hàng khẩu trang trong năm 2021 sẽ là khó khăn cho nhiều doanh nghiệp dệt may, cũng như TCM khi thị trường tiêu thụ trên thế giới chưa hoàn toàn hồi phục.

Hình 4: Cơ cấu doanh thu theo thị trường



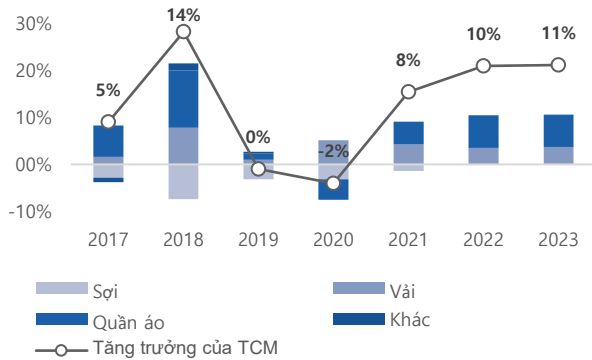
Nguồn: TCM

Hình 5: Tăng trưởng doanh thu của TCM ở từng thị trường



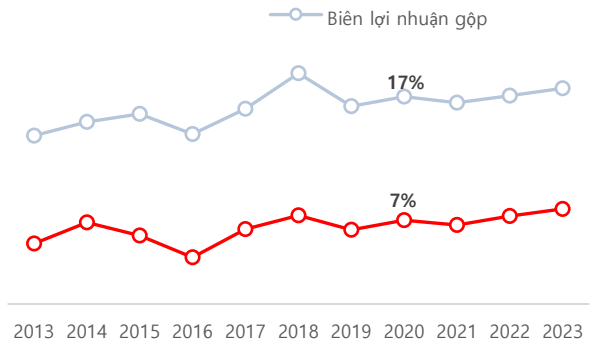
Nguồn: TCM

Hình 6: Cơ cấu tăng trưởng TCM (YoY)



Nguồn: TCM, MAS Vietnam Research

Hình 7: Biên lợi nhuận của TCM



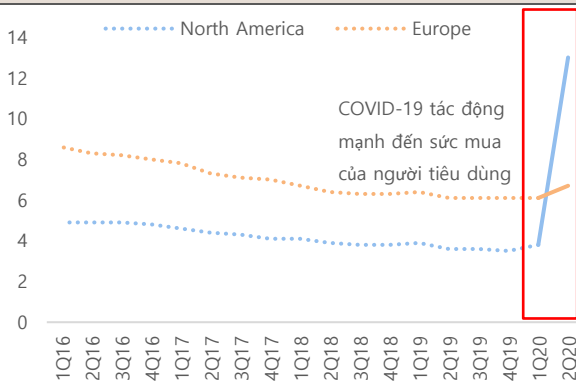
Nguồn: TCM, MAS Vietnam Research

Rủi ro

Chúng tôi cho rằng sẽ mất nhiều thời gian để thị trường tiêu dùng hoàn toàn phục hồi.

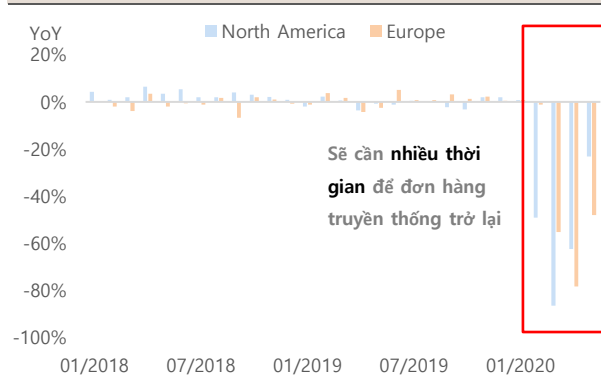
- Ngành dệt may Việt Nam phụ thuộc nhiều vào đơn hàng xuất khẩu. Doanh thu xuất khẩu chiếm 85% tổng doanh thu của TCM. Do đó, biến động từ nhu cầu tiêu dùng trên thế giới ảnh hưởng trực tiếp tới kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.
- Theo số liệu từ Bloomberg, tỷ lệ thất nghiệp ở các thị trường tiêu thụ lớn như châu Âu, Mỹ đều tăng mạnh do dịch COVID. Nguồn thu nhập và sức khỏe của người dân bị ảnh hưởng thúc đẩy khuynh hướng thu hẹp đáng kể nhu cầu mua sắm các mặt hàng không thiết yếu và tập trung vào mặt hàng thiết yếu và tiết kiệm.

Hình 8: Tỷ lệ thất nghiệp ở Mỹ và Châu Âu



Nguồn: Bloomberg

Hình 9: Tăng trưởng giá trị bán lẻ quần áo, giày dép, phụ kiện



Nguồn: Bloomberg

CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (TCM VN)

Báo cáo kết quả kinh doanh (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Doanh thu	3.571	3.846	4.248	4.698
Giá vốn hàng bán	-2.976	-3.224	-3.537	-3.884
Lợi nhuận gộp	595	622	711	814
Chi phí hoạt động	-293	-314	-333	-363
Thu nhập tài chính thuần	-18	-19	-21	-23
Lãi (lỗ) từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận HDSXKD (điều chỉnh)	284	288	356	427
Lợi nhuận HDSXKD	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	5	5	5	5
Lợi nhuận trước thuế	289	294	362	433
Thuế TNDN	-49	-50	-62	-74
Lợi nhuận sau thuế	240	244	300	359
EPS (VND)	3.870	3.928	4.838	5.786

Tăng trưởng và BLN (%)

Tăng trưởng doanh thu	(2,0)	7,7	10,5	10,6
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	2,7	4,6	14,3	14,4
Tăng trưởng EBIT	3,9	3,5	20,7	18,0
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	10,8	1,5	23,2	19,6
Tăng trưởng EPS	3,5	1,5	23,2	19,6
Biên lợi nhuận gộp	16,7	16,2	16,7	17,3
Biên lợi nhuận EBIT	9,3	8,9	9,7	10,4
Biên lợi nhuận ròng	6,7	6,3	7,1	7,6

Báo cáo dòng tiền (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	302	254	291	336
Lợi nhuận ròng	289	294	362	433
Khấu hao	71	77	85	94
Khác	0	0	0	0
Thay đổi trong vốn lưu động	-59	-116	-156	-191
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-64	-361	-135	-149
Đầu tư tài sản cố định	-36	-327	-85	-94
Các hoạt động đầu tư khác	-28	-34	-50	-55
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-89	83	-20	-33
Cổ tức	-31	-62	-81	-106
Tăng vốn chủ sở hữu	0	0	0	0
Tăng nợ vay	-58	145	61	73
Tiền mặt đầu kỳ	225	374	351	487
Tiền mặt cuối kỳ	374	351	487	641

Bảng cân đối kế toán (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Tài sản ngắn hạn	1.743	1.827	2.120	2.459
Tiền & tương đương tiền	374	351	487	641
Khoản phải thu	250	269	297	329
Hàng tồn kho	857	923	1.020	1.127
Tài sản ngắn hạn khác	261	284	315	362
Tài sản dài hạn	1.297	1.558	1.575	1.594
Tài sản cố định ròng	1.071	1.321	1.321	1.321
Đầu tư	75	75	75	75
Tài sản dài hạn khác	151	163	180	199
Tổng tài sản	3.039	3.386	3.695	4.053
Nợ ngắn hạn	1.357	1.461	1.614	1.785
Khoản phải trả	393	423	467	517
Nợ ngắn hạn	893	961	1.062	1.174
Nợ ngắn hạn khác	71	77	85	94
Nợ dài hạn	92	169	129	90
Nợ dài hạn	50	125	83	42
Nợ dài hạn khác	42	44	46	48
Tổng nợ	1.449	1.630	1.744	1.875
Cổ phần kiểm soát	1.582	1.747	1.942	2.168
Vốn góp chủ sở hữu	621	621	621	621
Thặng dư vốn cổ phần	17	17	17	17
Lợi nhuận chưa phân phối	944	1.109	1.304	1.530
Cổ đông thiểu số	8	9	10	11
Vốn chủ sở hữu	1.590	1.755	1.951	2.178
BVPS (VND)	25.614	28.282	31.438	35.097

Dự báo/Định giá (Tóm tắt)

	2020	2021	2022	2023
P/E (x)	8,9	8,8	7,1	6,0
P/CF (x)	5,7	6,1	4,4	3,3
P/B (x)	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (x)	6,5	6,3	5,2	4,4
EPS (VND)	3.870	3.928	4.838	5.786
CFPS (VND)	6.029	5.651	7.848	10.326
BPS (VND)	25.614	28.282	31.438	35.097
DPS (VND)	500	1.000	1.300	1.700
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	12,9	25,5	26,9	29,4
Lợi tức cổ tức (%)	1,4	2,9	3,8	4,9
Vòng xoay khoản phải thu (x)	14,0	14,8	15,0	15,0
Vòng xoay hàng tồn kho (x)	4,1	4,3	4,4	4,4
Vòng xoay khoản phải trả (x)	15,9	17,3	17,5	17,4
ROA (%)	8,1	7,6	8,5	9,3
ROE (%)	15,9	14,6	16,2	17,4
ROIC (%)	9,2	9,0	9,2	10,2
Nợ/Vốn CSH (%)	91,2	92,9	89,4	86,1
Tỷ lệ thanh toán hiện thời (%)	128,4	125,0	131,3	137,7
Nợ ròng/Vốn CSH (%)	35,8	41,9	33,7	26,4
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	7,1	6,4	7,3	8,1

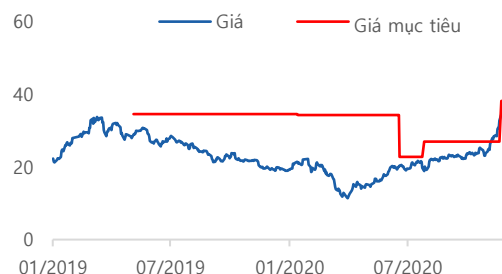
Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC Research dự báo

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (TCM VN)	04/05/2019	MUA	34,6
	14/01/2020	MUA	34,3
	19/06/2020	TĂNG TỶ TRỌNG	22,8
	27/07/2020	MUA	27
	23/11/2020	TĂNG TỶ TRỌNG	38,1



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)