

Bất động sản

26 tháng 01, 2021

CTCP Sonadezi Châu Đức

(HOSE: SZC)

Sẵn sàng cho thời cơ lớn

MUA
(Cập nhật)
TP VND 50.800
(29,2%)

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam
Phạm Bình Phương, Phuong.pb@miraeasset.com.vn

Định giá

Chúng tôi thực hiện định giá SZC theo phương pháp P/B và RNAV, các công ty được so sánh là những công ty được đánh giá là còn quỹ đất sẵn sàng như: IDC, NTC, BCM, KBC, VGC có mức P/B bình quân 3,53 lần. Với quỹ đất hiện tại, chúng tôi định giá RNAV của SZC ở mức 57.000 đ/cp. Theo đó, giá trị 1 cổ phần SZC ở mức 50.800 đ/cp, cao hơn mức giá đóng cửa ngày 25/01/2021 là 29,2% và khuyến nghị Mua với cổ phiếu.

Luận điểm đầu tư

Doanh thu và biên lợi nhuận năm 2020 cao nhất từ trước đến nay

- Kết quả kinh doanh năm 2020 của công ty thể hiện diễn biến khả quan của ngành bất động sản khu công nghiệp. Với quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn SZC đã ghi nhận đỉnh cao mới trong hoạt động kinh doanh. Trong năm hoạt động cho thuê KCN ghi nhận 358 tỷ đồng doanh thu và 141 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng lần lượt 41,5% và 60,23% so với mức thực hiện của năm 2019.
- Năm 2020 công ty ghi nhận 433 tỷ đồng doanh thu, tăng 31% so với cùng kỳ (CK), lãi sau thuế đạt 186 tỷ đồng (+39% CK). So với kế hoạch kinh doanh 2020, SZC đã vượt 62% kế hoạch lợi nhuận năm.

Tập trung giải phóng mặt bằng và đầu tư hạ tầng, công ty đang sở hữu hơn 2.000 ha đất sạch

- Công ty đã chi ra 1.476 tỷ đồng cho hoạt động đầu tư, gấp 3,15 lần mức chi đầu tư 2019. Chúng tôi ước tính công ty đã thực hiện bồi thường hơn 450 ha trong năm nâng tổng quỹ đất đã thực hiện bồi thường GPMB (đất sạch) lên trên 2.000 ha, đạt gần 90% tổng quy mô diện tích toàn dự án khu công nghiệp, khu đô thị Châu Đức.
- Với diện tích 65 ha đã ký hợp đồng trong năm 2020, lũy kế SZC đã cho thuê 460 ha đất công nghiệp. Chúng tôi ước tính quỹ đất còn lại của công ty vào khoảng 1.540 ha sẵn sàng cho thuê khu công nghiệp và triển khai dự án khu dân cư.

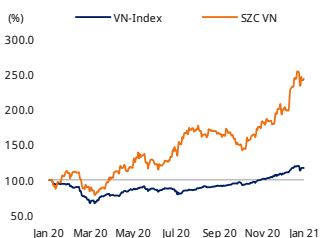
Tốc độ bán hàng doanh thu 2021 sẽ bứt phá

- Đầu tư mạnh để phát triển quỹ đất trong năm 2020, ban lãnh đạo của doanh nghiệp đang tập trung nắm bắt cơ hội vàng từ làn sóng di dời nhà máy sang Việt Nam. Chúng tôi dự báo SZC sẽ đẩy nhanh tốc độ bán hàng lên từ 70 – 80 ha trong năm 2021 và duy trì trên 80 ha từ năm 2022 trở đi.

Rủi ro

Tăng nợ vay để đầu tư phát triển quỹ đất, công ty sẽ chịu áp lực tài chính nếu tình hình bán hàng không khả quan.
Rủi ro biến động giá cổ phiếu trong ngắn hạn: Cùng với tình hình kinh doanh khả quan, giá CP SZC đã tăng 146% trong 12 tháng gần nhất và mang lại suất sinh lời rất cao cho NĐT. Do đó, rủi ro chốt lãi ngắn hạn có thể sẽ làm giá cổ phiếu SZC chịu áp lực giảm.

Dữ liệu quan trọng



Giá ngày 25/01/21 (VND)	39.300	Vốn hoá (tỷ đồng)	3.930
Lợi nhuận sau thuế (21F, tỷ đồng)	388	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	100
Tăng trưởng EPS (21F, %)	108	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	42,0
Tăng trưởng EPS thị trường (21F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	2,9
P/E (21F, x)	10,1	Beta (12M)	0,9
P/E thị trường (x)	18,5	Giá thấp nhất 52 tuần	11,900
VN-Index	1.167	Giá cao nhất 52 tuần	42,000

Biến động giá

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	21.0	68.6	142.7
Tương đối	13.4	25.2	125.0

Lợi nhuận và mức định giá các năm

Năm tài chính (31/12)	2017	2018	2019	2020	2021 (Dự báo)	2022 (Dự báo)
Doanh thu (VND tỷ)	220	290	329	433	913	1.369
Lãi hoạt động (VND tỷ)	78	111	139	213	456	694
Biên lãi hoạt động (%)	35,5	38,2	42,2	49,2	49,98	50,71
LNST (VND tỷ)	73	97	134	186	388	590
EPS (VND)	657	779	1,140	1.860	3.880	5,900
ROE (%)	6,0	6,8	9,7	15,3	27,75	32,91
P/E (x)			15,5	21,24	10,19	6,69
P/B (x)			1,5	3,1	2,5	2,0
Cổ tức/ Thị giá (%)			4,5	2,5	5,0	6,3

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

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

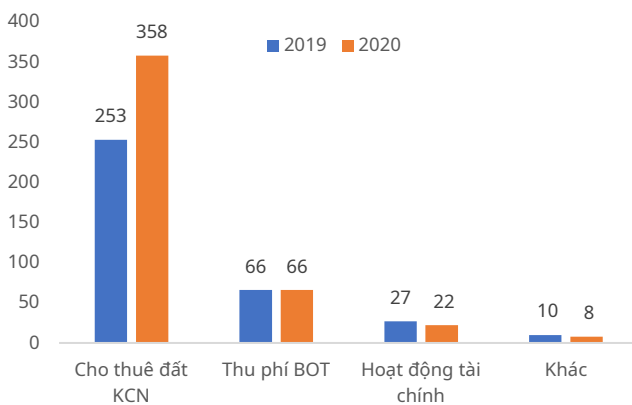
Luận điểm đầu tư

1. Mạng khu công nghiệp dẫn dắt tăng trưởng năm 2020

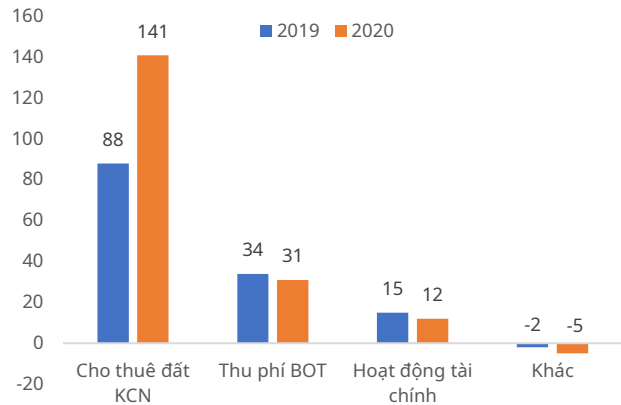
Năm 2020 công ty ghi nhận 433 tỷ đồng doanh thu, tăng 31% so với cùng kỳ (CK), lãi sau thuế đạt 186 tỷ đồng (+39% CK). So với kế hoạch kinh doanh 2020, SZC đã vượt 62% kế hoạch lợi nhuận năm.

Kết quả ấn tượng trên đến từ tình hình khả quan của mạng hoạt động cho thuê đất KCN. Trong năm hoạt động này ghi nhận 358 tỷ đồng doanh thu và 141 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng lần lượt 41,5% và 60,23% so với mức thực hiện của năm 2019.

Hình 1: Doanh thu các mảng hoạt động



Hình 2: LNST các mảng hoạt động



Nguồn: BCTC SZC, Mirae Asset Vietnam Research

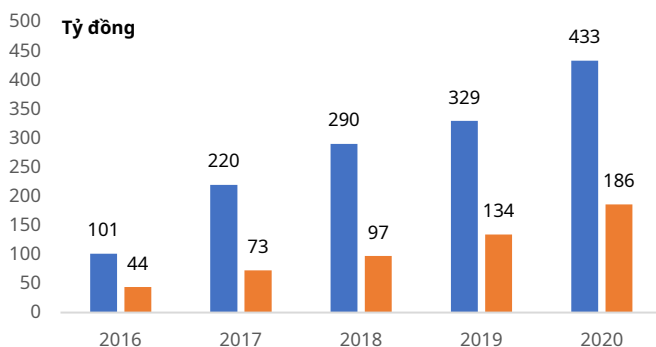
Doanh thu và biên lợi nhuận năm 2020 cao nhất từ trước đến nay

Kết quả kinh doanh năm 2020 của công ty thể hiện diễn biến khả quan của ngành bất động sản khu công nghiệp. Với quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn, SZC đã ghi nhận đỉnh cao mới trong hoạt động kinh doanh.

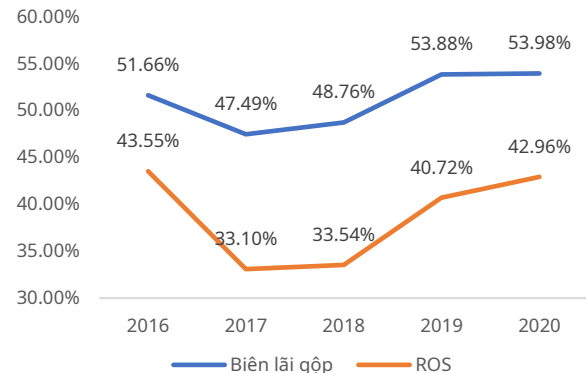
Cả doanh thu và biên lợi nhuận của công ty cùng vươn lên mức cao nhất từ trước đến nay, cho thấy hoạt động bán hàng của công ty đang rất thuận lợi khi cả giá thuê khu công nghiệp và diện tích cho thuê trong năm cùng tăng.

Theo ước tính của chúng tôi, trong năm 2020 công ty đã ký hợp đồng cho thuê mới được khoảng 65 ha, tăng 20% so với 2019. Mức giá thuê bình quân ước tính khoảng 1,41 triệu đồng/m²/đến năm 2058 và phí quản lý 11.750 đồng/m²/năm, tăng 18% so với mức giá thuê bình quân năm 2019.

Hình 3: Doanh thu và LNST các năm



Hình 4: Biên lợi nhuận



Nguồn: BCTC SZC, Mirae Asset Vietnam Research

2. Tập trung GPMB và đầu tư hạ tầng, công ty đang sở hữu hơn 2.000 ha đất sạch

Kinh doanh khả quan, công ty mang về dòng tiền hơn 611 tỷ đồng từ hoạt động kinh doanh trong năm 2020. Với dòng tiền này, kết hợp với việc vay ròng 602 tỷ đồng, công ty đã chi ra 1.476 tỷ đồng cho hoạt động đầu tư, gấp 3,15 lần mức chi đầu tư 2019.

Trong năm 2020, SZC đã chi: (1) 1.224 tỷ đồng cho việc bồi thường GPMB dự án khu công nghiệp, khu đô thị Châu Đức, (2) 372 tỷ đồng chi phí đầu tư, xây dựng hạ tầng khu công nghiệp. Chúng tôi ước tính công ty đã thực hiện bồi thường hơn 450 ha trong năm nâng tổng quỹ đất đã thực hiện bồi thường GPMB (đất sạch) lên trên 2.000 ha, đạt gần 90% tổng quy mô diện tích toàn dự án.

Với diện tích 65 ha đã ký hợp đồng trong năm 2020, lũy kế SZC đã cho thuê 460 ha đất công nghiệp. Chúng tôi ước tính quỹ đất còn lại của công ty vào khoảng 1.540 ha sẵn sàng cho thuê khu công nghiệp và triển khai dự án khu dân cư.

3. Với vị trí đắc địa, khu công nghiệp của SZC dự kiến sẽ tiếp tục thu hút đầu tư trong năm 2021

Trong nhóm các khu vực công nghiệp cấp 2, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu đang là điểm sáng khi liên tiếp 2 năm 2019 và 2020 trong top 5 địa phương thu hút FDI nhiều nhất. Với vị trí cách cảng nước sâu Thị Vải – Cái Mép chỉ 18 km và dự án sân bay Quốc tế Long Thành 54 km, khu công nghiệp Sonadezi Châu Đức được đánh giá có vị trí rất thuận tiện để thu hút đầu tư. Một yếu tố quan trọng khác là giá thuê đất hiện nay của công ty dao động quanh mức 55 USD/m²/chu kỳ thuê, cạnh tranh hơn rất nhiều so với mức giá của các tỉnh TP. HCM, Đồng Nai, Bình Dương và Long An.

Trong năm 2021, SZC được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ các yếu tố sau:

- Khu công nghiệp Biên Hòa 1 sẽ thực hiện bồi thường GPMB vào đầu năm 2022:** Theo đó hạn chót gia hạn cho các doanh nghiệp đã hết thời hạn thực hiện dự án và còn thời hạn thuê đất là ngày 31/12/2021. Các doanh nghiệp đang thuê đất tại KCN Biên Hòa 1 sẽ thực hiện di dời và tìm địa điểm thuê mới trong năm 2021.
- Các công ty phát triển KCN sẽ tìm mua quỹ đất sạch, sẵn sàng phát triển:** Trong năm 2020, CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2 (D2D) đã quyết định mua lại 18,8 ha tại KCN Châu Đức của SZC để phát triển quỹ đất công nghiệp. Tại ngày 31/12/2020, D2D đã thanh toán số tiền 168,8 tỷ đồng cho SZC để trả trước cho diện tích thuê trên. SZC hiện đang có quỹ đất sạch để phát triển công nghiệp đến hơn 1.000 ha và có thể sẽ tiếp tục được các doanh nghiệp phát triển quỹ đất công nghiệp như D2D thuê lại.

4. Tốc độ bán hàng doanh thu 2021 sẽ bứt phá

Đầu tư mạnh để phát triển quỹ đất trong năm 2020, ban lãnh đạo của doanh nghiệp đang tập trung nắm bắt cơ hội vàng từ làn sóng di dời nhà máy sang Việt Nam. Thêm vào đó, việc tăng mạnh nợ vay cũng tạo áp lực chi trả gốc và lãi cho công ty từ năm 2021. Các yếu tố trên về mặt chủ quan và khách quan đều sẽ cho thấy SZC sẽ đẩy nhanh bán hàng (cho thuê đất công nghiệp) từ 2021.

Giai đoạn 2016 – 2020, trung bình mỗi năm công ty đặt kế hoạch ký hợp đồng thuê khoảng 50 ha đất công nghiệp. Chúng tôi dự báo SZC sẽ đẩy nhanh tốc độ bán hàng lên từ 70 – 80 ha trong năm 2021 và duy trì trên 80 ha từ năm 2022 trở đi.

Cho năm 2021, chúng tôi dự phóng diện tích cho thuê đạt 70 ha đất khu công nghiệp và ghi nhận doanh thu từ mảng này 500 – 600 tỷ đồng. Trong năm nhiều khả năng công ty sẽ triển khai giai đoạn 1 dự án Khu dân cư Hữu Phước có quy mô 20ha, chúng tôi ước tính dự án sẽ mang lại cho SZC 350 tỷ đồng lợi nhuận phân bổ trong năm 2021 – 2022.

Rủ ro

1. Tăng nợ vay để đầu tư phát triển quỹ đất, công ty sẽ chịu áp lực tài chính nếu tình hình bán hàng không khả quan

Tình hình kinh doanh của SZC được dự báo sẽ khả quan và bứt phá từ năm 2021 trong bối cảnh hoạt động di dời, mở rộng nhà máy của các tập đoàn đa quốc gia đang hướng đến Việt Nam.

Bên cạnh đó các doanh nghiệp phát triển KCN cũng đang đẩy nhanh phát triển quỹ đất, tăng nguồn cung và tạo ra rủi ro cạnh tranh. Áp lực cạnh tranh nguồn cung có thể sẽ ảnh hưởng kế hoạch triển khai các dự án của công ty trong giai đoạn 2022 trở đi. Nếu tình hình kinh doanh không khả quan cùng với dư nợ vay cao, rủi ro tài chính của SZC khá đáng kể.

2. Rủi ro biến động giá cổ phiếu trong ngắn hạn

Cùng với tình hình kinh doanh khả quan, giá cổ phiếu SZC đã tăng 146% trong 12 tháng gần nhất và mang lại suất sinh lời rất cao cho NĐT. Do đó, rủi ro chốt lãi ngắn hạn có thể sẽ làm giá cổ phiếu SZC chịu áp lực giảm.

Định giá

Chúng tôi thực hiện định giá SZC theo phương pháp P/B và RNAV. Các công ty trong nhóm tham chiếu là những doanh nghiệp được đánh giá còn quỹ đất sẵn sàng cho thuê hoặc sẽ có thêm quỹ đất mới trong 2 năm tới, cụ thể như: IDC, NTC, BCM, KBC, VGC. Các doanh nghiệp này có mức P/B trung bình 3,53 lần. Kết thúc Quý 4/2020 SZC có giá trị sổ sách (BV) ở mức 12.640.

Với quỹ đất hiện tại, chúng tôi định giá RNAV của SZC ở mức 57.000 đ/cp (tăng 91% so với báo cáo trước) do: (1) Quỹ đất sạch sẵn sàng cho thuê của công ty được mở rộng từ khoảng 600 ha lên hơn 1.100 ha; (2) Giá thuê khu công nghiệp tại khu vực BRVT ghi nhận mức tăng từ 8 – 40% tùy các khu công nghiệp (theo CBRE). Theo đó, giá trị 1 cổ phần SZC ở mức 50.800 đ/cp.

Bảng 1: Tóm tắt kết quả định giá

	Kết quả	Tỷ trọng	Kết quả kèm tỷ trọng
Phương pháp RNAV	56.998,78	50%	28.499,39
Phương pháp P/B	44.634,70	50%	22.317,35
Giá hợp lý 1 cổ phần			50.816,74

CTCP Sonadezi Châu Đức (HOSE: SZC)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(VND tỷ)	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	433	913	1.369	1.506
Giá vốn hàng bán	199	437	639	705
Lợi nhuận gộp	234	476	730	801
Chi phí bán hàng và QLDN	35	35	36	35
Lợi nhuận hoạt động	213	456	694	765
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	213	456	694	765
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	29,00	24,50	9,26	8,65
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	14	15	0	0
Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	242	481	704	774
Thuế TNDN	34,00	68,43	104,15	114,80
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	213	456	694	765
Lợi nhuận khác	29	24,5	9	8
Lợi nhuận sau thuế	186	388	590	651
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	186	388	590	651
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	186	388	590	651
Cổ đông công ty mẹ	186	388	590	651
Cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EBITDA	261	502	724	794
FCF (Dòng tiền tự do)	-893	533	1.209	673
EBITDA Margin (%)	55,24%	52,27%	52,22%	52,18%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	49,19%	49,98%	50,71%	50,82%
Biên lợi nhuận ròng (%)	42,96%	42,48%	43,11%	43,20%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(VND tỷ)	2020	2021	2022	2023
LCTT từ hoạt động kinh doanh	1.354	907	1.535	240
LNTT	242	481	704	774
Chi phí không bằng tiền	-5	23	9	9
Khấu hao	11	11	11	12
Khấu trừ				
Khác	-16	11	-2	-2
Thay đổi vốn lưu động	1.151	472	927	-429
Tăng giảm phải thu	98	-18	-19	12
Tăng giảm tồn kho	-2	0	-1	0
Tăng giảm phải trả	1055,0	490,7	946,1	-440,5
Thuế TNDN	-34,00	-68,43	-104,15	-114,80
LCTT hoạt động đầu tư	-1.624	-74	134	211
Tăng giảm Tài sản cố định	-4,0	-4,0	-4,1	-4,1
Tăng giảm Tài sản vô hình	0	0	0	0
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	-3	12	2	2
Tăng giảm Tài sản dài hạn khác	-1617,00	-81,94	136,40	213,13
LCTT hoạt động tài chính	68	-826	-897	-256
Tăng giảm nợ phải trả	762	-435	-274	-252
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-100	-200	-250	-300
Khác	-594,2	-190,6	-372,4	295,9
LCTT trong kỳ	-202	7	773	195
Số dư đầu kỳ	292	90	97	870
Số dư cuối kỳ	90	97	870	1.065

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(VND tỷ)	2020	2021	2022	2023
Tài sản ngắn hạn	238	269	1.066	1.244
Tiền và tương đương tiền	90	97	870	1.065
Phải thu ngắn hạn	46	64	83	70
Tồn kho	3	3	4	4
Khác	99	104	109	104
Tài sản dài hạn	4.182	4.185	4.038	3.823
Đầu tư liên kết liên doanh	0	0	0	0
Tài sản cố định hữu hình	308	300,87	293,69	286,42
Tài sản dài hạn khác	3.874	3.884	3.744	3.536
Tổng tài sản	4.420	4.454	5.103	5.067
Nợ ngắn hạn	1.044	1.132	1.594	1.365
Phải trả ngắn hạn	206	97	120	141
Vay nợ ngắn hạn	187	126	98	72
Nợ ngắn hạn khác	651	910	1.376	1.151
Nợ dài hạn	2.111	1.741	1.504	1.244
Nợ vay dài hạn	1.468	1.142	844	572
Nợ dài hạn khác	643	599	660	673
Tổng nợ	3.155	2.873	3.098	2.609
Vốn chủ sở hữu	1.263	1.581	2.005	2.458
Vốn góp chủ sở hữu	1.000	1.000	1.000	1.000
Thặng dư cổ phần	5	5	5	5
Lợi nhuận giữ lại	258	576	999	1.451
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Lợi nhuận cổ đông	186	388	590	651

Các chỉ số chính

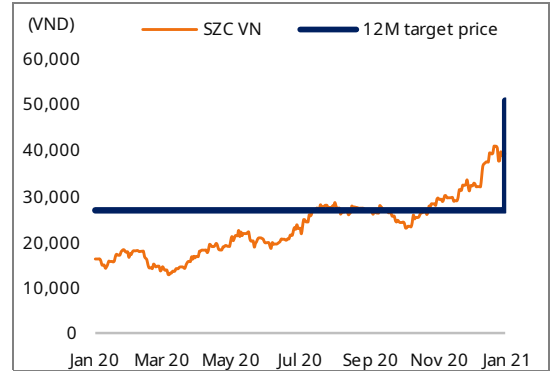
	2020	2021	2022	2023
P/E (x)	21,24	10,19	6,69	6,07
P/CF (x)	-19,6	560,1	5,1	20,2
P/B (x)	3,1	2,5	2,0	1,6
EPS (VND)	1.860	3.878	5.902	6.506
CFPS (VND)	-2.020	71	7.729	1.952
BPS (VND)	12.630	15.809	20.054	24.577
DPS (VND)	1.000	2.000	2.500	3.000
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	54%	52%	42%	46%
Lợi suất cổ tức (%)	2,53%	5,06%	6,33%	7,59%
Tăng trưởng doanh thu	31,61%	110,80%	50,00%	10,00%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-124,20%	92,07%	44,37%	9,70%
Vòng quay tồn kho (x)	66,33	122,44	113,59	100,79
Số ngày tồn kho (ngày)	5,50	2,98	3,21	3,62
Vòng quay phải thu (x)	4,56	16,55	18,59	19,63
Số ngày thu tiền (ngày)	80,08	22,05	19,63	18,60
Vòng quay phải trả (x)	0,58	0,84	1,00	1,02
Số ngày trả tiền (ngày)	627,58	435,14	363,46	358,56
ROA (%)	7,37%	12,86%	19,77%	22,80%
ROE (%)	15,13%	27,27%	32,91%	29,15%
ROIC (%)	7,92%	13,90%	24,44%	31,63%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%)	256,71%	202,08%	172,77%	116,91%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	0,23	0,24	0,67	0,91
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu (%)	131,04%	80,21%	46,97%	26,20%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	28,50	48,19	76,29	86,39

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
SZC (SZC VN)	17/02/20	Mua	23.000
SZC (SZC VN)	27/07/20	Mua	26.700
SZC (SZC VN)	24/10/20	Mua	26.700
SZC (SZC VN)	25/01/21	Mua	50.800



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.

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. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analysts' 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.

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

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.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

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

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

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

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila
Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
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)
