

CTCP Tập đoàn Hòa Phát

(HOSE: HPG)

Mở đầu thập kỷ mới bằng mức tăng trưởng kỷ lục

MUA

(Cập nhật)

Giá mục tiêu:
VND65,600 ▲

Upside: +31.2%

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam
Nguyễn Đăng Thiện.thien.nd@miraeeasset.com.vn

Cập nhật KQKD 2020

- Trong năm 2020, Hòa Phát đã ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ với doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt đạt VND90,119 tỷ (+41.6% YoY) và VND13,504 tỷ (+78.2% YoY).
- Mảng thép xây dựng & phi thép trong năm 2020 tăng trưởng mạnh nhất, với sản lượng và doanh thu lần lượt đạt 5.04 triệu tấn (+81% YoY) và VND52,882 tỷ (+47.6% YoY).

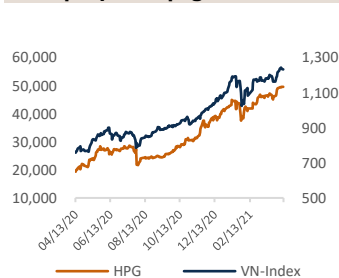
Điểm mới & dự phóng KQKD 2021 Dự phóng LNST năm 2021 đạt VND22,189 tỷ (+64.3% YoY); ROE đạt 28.1% (2020: 23%)

- Trong năm 2021, HPG chính thức đưa vào hoạt động thương mại lò cao 3 & 4, đẩy tổng công suất HRC đạt 3.5 triệu tấn và bắt đầu xây dựng nhà máy sản xuất container với công suất 500,000 TEU, dự kiến sản xuất thương mại từ giữa năm 2022.
- Trong năm 2021, chúng tôi ước tính sản lượng và doanh thu của mảng thép HRC lần lượt đạt 2.65 triệu tấn (+600% YoY) và VND44,587 tỷ (+743% YoY).
- Giá quặng sắt tăng mạnh khiến giá thép xây dựng tăng cao trong năm 2021 với dự phóng giá thép xây dựng năm 2021 trung bình đạt 13.6 triệu/tấn (+20% YoY). Qua đó, dự phóng sản lượng thép xây dựng và doanh thu tương ứng lần lượt đạt 3.6 triệu tấn (+7% YoY) và VND49,482 tỷ (+36% YoY).
- 2021 dự phóng thị phần ống thép đạt 33% (2020: 31.7%) và thép xây dựng 34% (2020: 33%), tiếp tục duy trì ở vị trí số một.
- Mảng container từ năm 2022 sẽ bắt đầu cho ra sản phẩm. Dự phóng sản lượng container năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 200,000 TEU và 400,000 TEU, tương ứng với doanh thu năm 2022 đạt VND12,480 tỷ và VND 24,960 tỷ trong năm 2023.
- Dự án DQCP 2 với công suất thiết kế đạt 5.6 triệu tấn HRC và thép dẹt dự kiến sẽ được triển khai trong năm 2022-2023, sớm hơn kế hoạch cũ (năm 2024) do nhu cầu thị trường trong nước vẫn còn dư địa phát triển lớn.

Định giá và rủi ro

Chúng tôi nâng mức giá mục tiêu lên VND65,600 dựa trên triển vọng tăng sản lượng HRC và hưởng lợi từ giá quặng sắt tăng cao. Rủi ro: 1) Giá quặng sắt giảm trong năm 2022 do Brazil và Nam Phi tăng sản lượng; 2) Cạnh tranh mạnh từ thị trường phía Nam; 3) Rủi ro về môi trường; 4) Nhu cầu xuất khẩu phi thép giảm.

Dữ liệu quan trọng



Share performance

(%)	1M	6M	12M
HPG	6.7	75.4	156.1
VN-Index	4.2	33.3	62.5

Thị giá (13/04/2021, VND)	50,000	Vốn hóa (VND tỷ)	168,646
Lợi nhuận HĐKD (21F, VND tỷ)	27,535	Số lượng CP lưu hành (triệu)	3,313
Kỳ vọng thị trường LN HĐKD (21F, VND)	25,458	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	40
Tăng trưởng EPS (21F, %)	114	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	30.51
P/E (21F, x)	9.8	Beta	1.2
P/E thị trường (21F, x)	16	Giá thấp nhất 52 tuần	16,000
VN-Index	1,246	Giá cao nhất 52 tuần	51,200

Kết quả kinh doanh và dự phóng

FY (31/12)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
Doanh thu (VND tỷ)	55,836	63,658	90,119	151,293	158,378	175,999
Lợi nhuận HĐKD (VND tỷ)	10,550	9,743	17,120	27,535	27,875	31,680
Biên Lợi nhuận HĐKD (%)	18.9%	15.3%	19.0%	18.2%	17.6%	18.0%
LNST (VND tỷ)	8,601	7,578	13,504	22,189	22,852	25,308
EPS (VND)	1,997	1,759	3,135	6,697	6,897	7,638
ROE (%)	21.2%	15.9%	22.9%	28.1%	24.3%	22.8%
P/E (x)	13.0x	13.5x	13.2x	9.8x	9.5x	8.6x
P/B (x)	1.4x	1.4x	2.3x	3.6x	3.5x	1.3x
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	2%	2%	2%	4%

Nguồn: HPG, Mirae Asset Vietnam Research

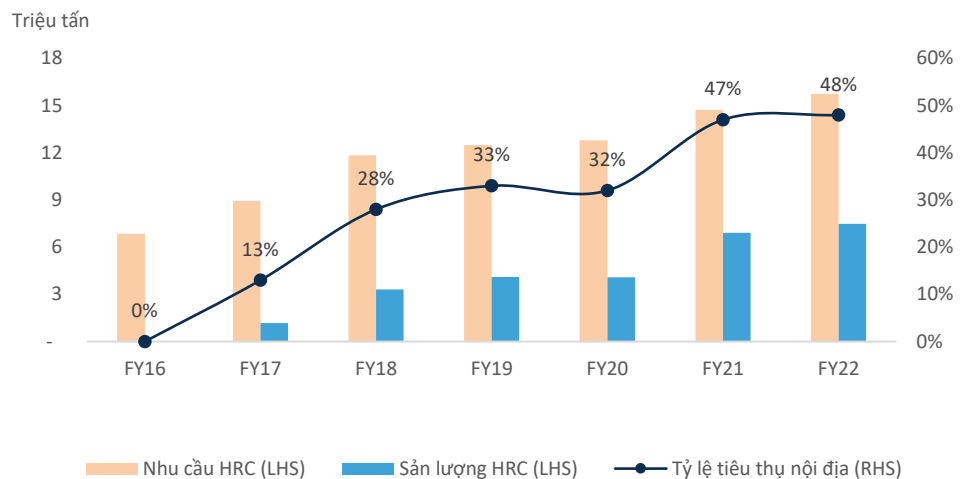
PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX I AT THE END OF REPORT.

Luận điểm đầu tư

Dự phóng lò cao HRC của HPG sẽ đạt công suất tối đa ngay trong 2021

Từ năm 2017, Formosa Hà Tĩnh bắt đầu sản xuất và cung ứng thép cuộn cán nóng ra thị trường (HRC). Chúng tôi ước tính tổng nhu cầu HRC trong nước năm 2021 lên tới 14.7 triệu tấn (+15% YoY), trong khi dự phóng tổng sản lượng HRC nội địa của Formosa và Hòa Phát cung cấp ra thị trường chỉ đạt 6.92 triệu tấn, tương ứng với 47% tổng nhu cầu nội địa.

Hình 1. Dự phóng chênh lệch giữa sản lượng HRC tiêu thụ/sản xuất nội địa



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research.

Trên thị trường thế giới, giá quặng sắt đã tăng liên tục từ đầu 2Q20, đạt mức USD170/tấn vào cuối tháng 03/2021 (+109% YoY). Chúng tôi cho rằng có ba lý do thúc đẩy giá quặng tăng cao: (1) Ảnh hưởng của chiến tranh thương mại giữa Trung Quốc và Úc - nhà sản xuất quặng sắt lớn nhất thế giới (chiếm 44% thị phần xuất khẩu quặng sắt toàn cầu); (2) Sự phục hồi của ngành xây dựng và hạ tầng toàn cầu sau đại dịch; (3) Sản lượng thép trên thế giới chưa hoàn toàn hồi phục sau khi ngưng lò trong năm 2020. Với diễn biến giá quặng sắt hiện tại, chúng tôi cho rằng trong năm 2021 giá HRC có thể đạt mức trên USD820/tấn (+52% YoY), và các công ty sản xuất HRC sẽ có thể hoạt động tối đa công suất.

Từ 4Q20, Hòa Phát đã bắt đầu sản xuất HRC tổng công suất cán thiết kế HRC đạt 3.5 triệu tấn. Chúng tôi dự phóng Hòa Phát trong năm 2021 đạt được kế hoạch sản lượng bán HRC 2.7 triệu tấn kèm theo 800,000 tấn sử dụng nội bộ. Qua đó, doanh thu dự phóng của HRC đạt VND44,587 tỷ (+743% YoY), chiếm 30% tổng doanh thu năm 2021 của Hòa Phát.

Đầu tư hạ tầng – bất động sản tiếp tục thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng

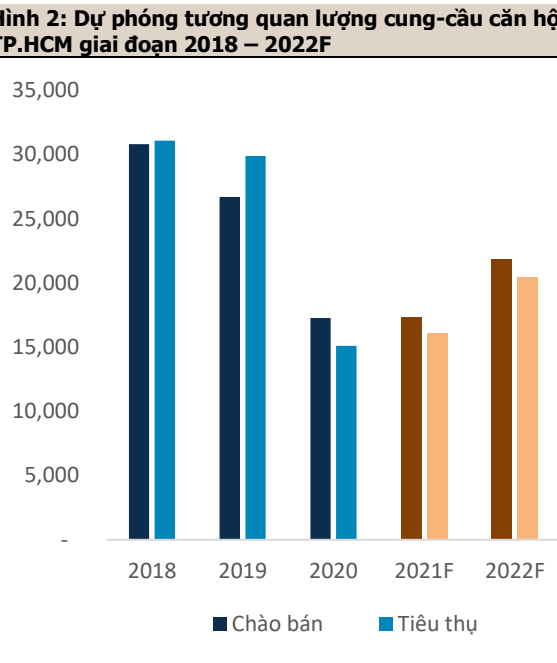
Trong các báo cáo triển vọng ngành thép và bất động sản, chúng tôi đã đề cập đến việc các dòng vốn đầu tư, bao gồm cả khu vực công và tư nhân sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thép và các sản phẩm liên quan đến thép.

Giai đoạn 2021 – 2025, chúng tôi nhận thấy số lượng các dự án lớn được đề xuất và triển khai khá đồng bộ, có thể kể tới những dự án trọng điểm như Sân bay Long Thành, 11 dự án thành phần của Cao tốc Bắc – Nam, Metro Nhôn – Ga Hà Nội, Metro Tham Lương – Bến Thành... Điểm mới chúng tôi nhận thấy trong sự giải ngân của khối nhà nước nằm ở tốc độ giải ngân đầu tư công. Trong đó, riêng năm 2020 giải ngân vốn đầu tư nguồn ngân sách Nhà nước (NSNN) đạt 452 nghìn tỷ đồng, tương đương 96,13% kế hoạch (2019 đạt 73,7% kế hoạch và 2018 đạt 76,75% kế hoạch). Dựa trên số liệu của Bộ Kế Hoạch – Đầu tư, tổng mức đầu tư công giai đoạn 2021 – 2025 dự kiến đạt USD123 tỷ (+37% sv. giai đoạn 2016 – 2020), dự kiến sẽ hoàn thiện cơ bản hệ thống hạ tầng cao tốc quốc gia.

Về khối tư nhân, chúng tôi đánh giá nguồn vốn giải ngân sẽ quay lại nhanh chóng ngay khi khôi

phục các đường bay quốc tế và mở cửa biên giới. Trong đó, các dự án điện khí LNG sẽ tăng trưởng mạnh nhất trong giai đoạn 2021 – 2030. Chúng tôi dự kiến chỉ riêng với các dự án LNG đã được phê duyệt chủ trương đầu tư với tổng mức đầu tư sẽ đạt USD 18.5 tỷ.

Bảng 1: Một số dự án đầu tư lớn được triển khai trong 2020 - 2025				Hình 2: Dự phóng tương quan lượng cung-cầu căn hộ TP.HCM giai đoạn 2018 – 2022F	
Dự án	Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng/USD)	Thời điểm khởi công	Thời điểm hoàn thành		
• Metro 2 (Bến Thành - Tham Lương)	47,800	2021	2026	35,000	
• Sân bay Phan Thiết	10,000	2021	2022	30,000	
• Dự án Tổ hợp hóa dầu Long Sơn	USD 5.4 tỷ	2019	2025	25,000	
• Điện khí LNG Chân Mây	USD 6 tỷ	1Q21	2028	20,000	
• Điện khí LNG Long An	USD 3.13 tỷ	2Q21	2026	15,000	
• Điện khí LNG Bạc Liêu	USD 4 tỷ	2Q21	2024	10,000	
• Điện khí LNG Cà Ná GĐ1	49,000	1Q21	2024	5,000	
• Cao tốc TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	24,150	2021	2025		
• Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài	10,668	2021	2026		
• Đường vành đai 3	19,871	2020	2025		
• Dự án sân bay Long Thành	114,451	2021	2025		
• 11 dự án cao tốc Bắc Nam	101,218	2020	2025		



Nguồn: CBRE, Bộ Kế Hoạch và Đầu tư, Mirae Asset Vietnam Research.

Chúng tôi dự phóng sản lượng thép xây dựng năm 2021 và 2022 lần lượt đạt 3.63 triệu tấn (+7% YoY) và 4.08 triệu tấn (+12% YoY). Tuy nhiên, sản lượng của phi thép năm 2021 và 2022 dự phóng giảm khi nhu cầu nhập phi thép từ Trung Quốc có dấu hiệu chững lại sau giai đoạn bùng nổ giữa năm 2020 và sự gia tăng cạnh tranh của Pomina sau khi hoàn tất chạy thử nghiệm lò BOF Phú Mỹ (công suất 1 triệu tấn/năm) từ cuối năm 2020. Chúng tôi ước tính sản lượng phi thép trong năm 2021 và 2022 lần lượt đạt 1.3 triệu tấn (-20% YoY) và 1.25 triệu tấn (-5% YoY).

Sau 2021, chúng tôi có quan điểm thận trọng về giá thép trong năm 2022 với khả năng nguồn cung từ Brazil hay Nam Phi sẽ tăng mạnh để chiếm thị phần do Úc để lại, qua đó khiến giá quặng sắt có thể giảm về mức USD120-140/tấn (-27% YoY). Do đó, chúng tôi dự phóng giá thép xây dựng trong năm 2021 duy trì ở mức cao 13.6 triệu/tấn (+20% YoY) nhưng giá thép xây dựng 2022 sẽ giảm về mức 12.2 triệu/tấn (-10% YoY). Doanh thu dự phóng mảng thép xây dựng năm 2021 và 2022 lần lượt đạt VND49,482 tỷ (+36% YoY) và VND 49,715 tỷ (0.5% YoY).

Container là động lực tăng trưởng doanh thu 2022 – 2023 trước khi DQCP giai đoạn 2 đi vào hoạt động

Theo HPG, từ năm 2022, nhà máy sản xuất Container sẽ đi vào hoạt động. Hiện nay, Việt Nam đang nhập khẩu toàn bộ container từ nước ngoài. Chúng tôi cho rằng với khả năng bán hàng đã được chứng minh của Hòa Phát, mảng container sẽ hoạt động ở công suất cao trong giai đoạn 2022 – 2024. Chúng tôi dự phóng sản lượng mảng container năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 200,000 TEU và 400,000 TEU. Với giá bán dự kiến ở mức trung bình USD 3,000/TEU (~ giá trung bình container 20-40ft nhập khẩu ở mức USD 3,400/TEU), doanh thu năm 2022 và 2023 ước đạt lần lượt VND12,480 tỷ và VND24,960 tỷ.

Từ sau năm 2024, theo kế hoạch, Hòa Phát sẽ đưa vào hoạt động dự án Dung Quất 2, với công suất thiết kế 4.6 triệu tấn HRC và 1 triệu tấn thép dẹt. Tuy nhiên, công ty có kế hoạch đẩy nhanh tiến độ giai đoạn 2 dự án Dung Quất. Chúng tôi chưa phản ánh vào định giá dự án này cho tới khi có kế hoạch cụ thể từ Hòa Phát trong thời gian sắp tới. Dự kiến tổng mức đầu tư cho dự án DQCP 2 là 85,000 tỷ với vốn cố định dự kiến 70,000 tỷ.

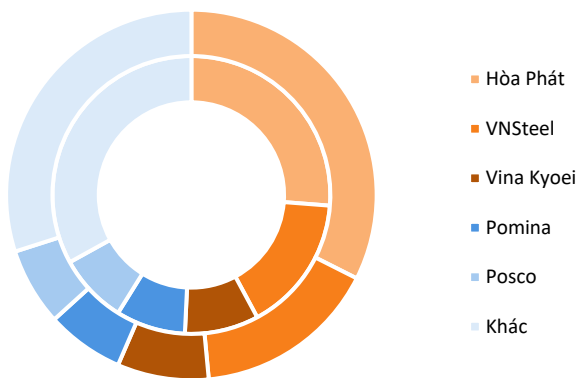
Hình 3. Giá quặng FE 56% FOB Australia từ 2014-3T21 (USD/tấn)



Hình 4. Giá HRC Shanghai giai đoạn 2014-3T21 (USD/tấn)

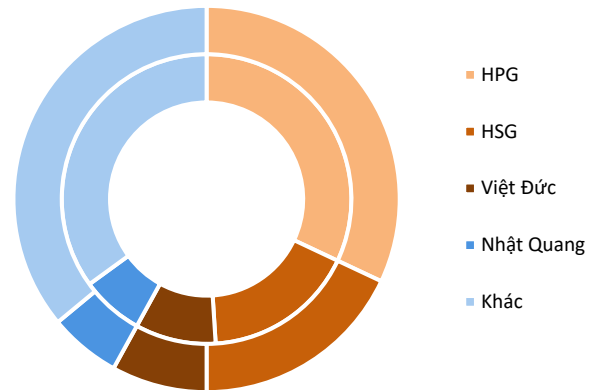


Hình 5. Thị phần thép xây dựng của HPG qua các năm



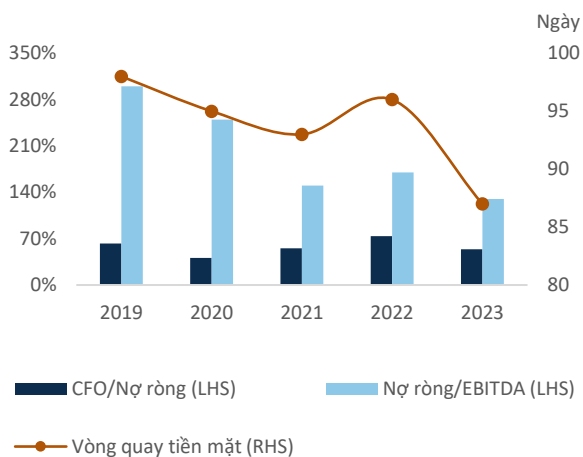
Vòng trong 2019; Vòng ngoài 2020

Hình 6. Thị phần ống thép của HPG giai đoạn 2019 - 2020



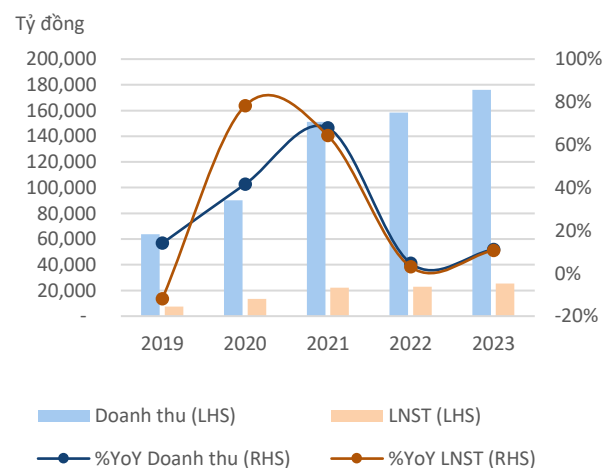
Vòng trong 2019; Vòng ngoài 2020

Hình 7. Vòng quay tiền của Hòa Phát qua các năm



Nguồn: HPG, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 8. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận qua các năm



Source: Company data, MAS Vietnam Research

Rủi ro

- Giá quặng sắt giảm mạnh hơn dự kiến khi các nước như Brazil hay Nam phi tăng sản lượng nguồn cung.
- Rủi ro về thị trường bất động sản dân dụng chưa phục hồi như kỳ vọng.
- Rủi ro về môi trường khiến các lò cao BOF có thể bị gián đoạn hoạt động.

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(VND tỷ)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	90,119	151,293	158,378	175,999
Giá vốn hàng bán	(71,214)	(119,219)	(126,544)	(140,095)
Lợi nhuận gộp	18,905	32,074	31,834	35,904
Chi phí bán hàng và QLDN	(1,785)	(4,539)	(3,959)	(4,224)
Lợi nhuận hoạt động	17,120	27,535	27,875	31,680
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	17,120	27,535	27,875	31,680
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	(2,207)	(2,328)	(2,802)	(2,588)
Lãi/Lỗ từ hoạt động tài chính	(2,207)	(2,328)	(2,802)	(2,588)
Lãi/lỗ từ liên kết liên doanh	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	15,353	25,505	26,419	29,428
Thuế TNDN	(1,849)	(3,316)	(3,567)	(4,120)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	13,504	22,189	22,852	25,308
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	13,504	22,189	22,852	25,308
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	13,437	22,189	22,852	25,308
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	67	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	13,504	22,189	22,852	25,308
Cổ đông công ty mẹ	13,437	22,189	22,852	25,308
Cổ đông thiểu số	67	-	-	-
EBITDA	21,919	32,249	33,413	37,768
FCF (Dòng tiền tự do)	1,328	9,350	15,001	10,106
EBITDA Margin (%)	24%	21%	21%	22%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	19%	18%	18%	18%
Biên lợi nhuận ròng (%)	15%	15%	14%	14%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

LCTT từ hoạt động kinh doanh	9,004	17,800	24,738	20,396
LNNT	15,355	25,505	26,419	29,428
Chi phí không bằng tiền	6,560	6,638	7,935	8,389
Khấu hao	4,799	4,713	5,538	6,089
Khấu trừ	-	-	-	-
Khác	1,761	1,925	2,397	2,300
Thay đổi vốn lưu động	(9,166)	(8,699)	(3,247)	(10,712)
Tăng giảm phải thu	(3,498)	(3,135)	(1,596)	(575)
Tăng giảm tồn kho	(7,061)	(16,426)	(3,136)	(13,409)
Tăng giảm phải trả	1,737	6,729	1,590	3,461
Các khoản thay đổi khác	(2,781)	(4,089)	(1,511)	(6,474)
LCTT hoạt động đầu tư	(16,605)	(10,311)	(11,954)	(13,323)
Tăng giảm Tài sản cố định	(9,370)	(10,620)	(11,263)	(12,515)
Tăng giảm Tài sản vô hình	36	524	419	335
Tăng giảm Mua/Bán công cụ nợ	393	-	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(7,664)	(215)	(1,110)	(1,143)
LCTT hoạt động tài chính	16,051	(7,290)	1,080	(13,707)
Tăng giảm nợ phải trả	17,468	(5,634)	7,540	(6,277)
Phát hành cổ phiếu	3	(3)	-	-
Cổ tức đã trả	(1,419)	(1,657)	(6,461)	(7,430)
Khác	(1)	4	1	-
Tăng (Giảm) tiền thuần trong năm	8,450	199	13,864	(6,634)
Số dư đầu kỳ	4,545	13,001	13,200	27,064
Số cuối đầu kỳ	12,995	13,200	27,064	20,430

Nguồn: HPG, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(VND tỷ)	2020	2021F	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	56,800	78,105	95,563	103,964
Tiền và tương đương tiền	12,995	15,584	28,747	21,412
Phải thu ngắn hạn	6,125	9,260	9,758	11,256
Tồn kho	26,373	42,800	45,936	59,344
Khác	11,307	10,461	11,122	11,952
Tài sản dài hạn	74,711	80,132	86,000	92,595
Tài sản cố định hữu hình	72,373	77,756	83,481	89,908
Đầu tư vào công ty liên doanh liên kết	171	171	171	171
Tài sản dài hạn khác	2,167	2,205	2,348	2,516
Tổng tài sản	131,511	158,237	181,563	196,559
Nợ ngắn hạn	51,975	59,389	67,518	66,021
Phải trả ngắn hạn	10,916	20,029	19,614	23,256
Vay nợ ngắn hạn	36,798	33,164	41,104	35,227
Nợ ngắn hạn khác	4,261	6,196	6,800	7,538
Nợ dài hạn	20,317	19,770	19,479	19,195
Nợ vay dài hạn	15,343	14,943	14,543	14,193
Nợ dài hạn khác	4,974	4,827	4,936	5,002
Tổng nợ	72,292	79,159	86,997	85,216
Vốn chủ sở hữu	59,219	79,078	94,566	111,343
Vốn góp chủ sở hữu	33,133	43,073	49,534	54,487
Thặng dư cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212
Lợi nhuận giữ lại	22,874	32,793	41,820	53,644
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	131,511	158,237	181,563	196,559

Các chỉ số chính

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	13.2x	9.8x	9.5x	8.6x
P/CF (x)	15.9x	13.1x	17.5x	12.2x
P/B (x)	2.3x	3.6x	3.5x	1.3x
EV/EBITDA (x)	8.8x	10.3x	7.8x	7.3x
EPS (VND)	3,135	6,697	6,897	7,638
CFPS (VND)	4,133	4,994	3,743	5,371
BPS (VND)	17,702	18,232	18,943	20,296
DPS (VND)	-	1,000	1,000	1,500
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	0.0%	7.0%	28.0%	29.0%
Lợi suất cổ tức (%)	2.2%	1.5%	1.5%	3.6%
Tăng trưởng doanh thu	41.6%	67.9%	4.7%	11.1%
Tăng trưởng EBITDA (%)	77.7%	47.1%	3.6%	13.0%
Tăng trưởng EBIT (%)	75.7%	60.8%	1.2%	13.7%
Tăng trưởng EPS (%)	78.2%	113.6%	3.0%	10.7%
Vòng quay phải thu (ngày)	16	16	19	17
Vòng quay tồn kho (ngày)	135	131	132	129
Vòng quay phải trả (ngày)	56	54	55	59
ROA (%)	10.3%	14.2%	12.6%	12.9%
ROE (%)	22.9%	28.1%	24.3%	22.8%
ROIC (%)	15.1%	21.6%	18.6%	19.7%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)	122.4%	97.3%	91.9%	76.3%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	110.0%	130.0%	140.0%	160.0%
Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu (%)	50.0%	30.0%	20.0%	20.0%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	7.8x	11.8x	9.9x	12.2x

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Khuyến nghị lịch sử 2 năm

Công ty	Ngày (mm/dd/yyyy)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)
CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG VN)	06/20/2019	MUA	28,500
	12/23/2019	MUA	28,700
	12/22/2020	TĂNG TỶ TRỌNG	42,500
	04/13/2021	MUA	65,600

Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

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

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

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

Analyst certification

This 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 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.

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)**

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

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

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

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

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

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

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

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

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

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

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

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

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

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

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

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

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

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

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

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) 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)