

Bất động sản

Công ty cổ phần Bất động sản Thế Kỳ

(HOSE: CRE)

Chuyển mình để tăng tốc

Mua

(Báo cáo lần đầu)

Giá mục tiêu:
VND 55.300
(Upside +43,8%)**Công ty cổ phần Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam**
Phạm Bình Phương, Phuong.pb@miraesasset.com.vn**Định giá và khuyến nghị** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá CRE. Với suất chiết khấu WACC là 14,23% và Re là 16,63%, giá mục tiêu của CRE ở mức 55.300 đồng/cp, cao hơn 43,8% so với giá đóng cửa ngày 16/12/2021. Chúng tôi khuyến nghị **Mua với CRE**.**Luận điểm đầu tư****Là doanh nghiệp trung tâm trong Cen Group**

Công ty Cổ phần Bất động sản Thế Kỳ - Cen Land (CRE) có vị trí trung tâm của tập đoàn. Hiện nay CRE có hơn 1,5 triệu khách hàng thân thiết, là một trong số các doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực dịch vụ bất động sản với thị phần số 1 thị trường phía Bắc. Tính chung cả nước CRE xếp vị trí thứ 2 sau Tập đoàn Đất Xanh.

Kết quả kinh doanh 9T2021 xuất hiện sự chuyển mình

Lũy kế 9T2021 doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ đạt hơn 4.667 tỷ đồng, tăng 3,5 lần CK, hoàn thành 93% kế hoạch năm 2021, lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp (LNST) đạt 328,43 tỷ đồng, tăng 62% CK.

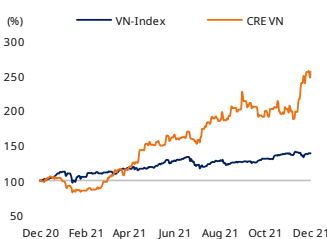
So sánh với giai đoạn trước, doanh thu và lãi gộp của CRE trong 9T2021 đã có sự bứt phá mạnh mẽ đến từ đóng góp của hoạt động đầu tư dự án. Hoạt động này đã trở thành nguồn lợi nhuận chính cho CRE khi đóng góp đến 75% doanh thu và 63% lãi gộp trong 9T2021.

Mảng đầu tư dự án bất động sản trở thành động lực tăng trưởng dài hạn

Tổng doanh thu ghi nhận từ các hợp đồng đầu tư giai đoạn 2019 – 2021 đạt gần 4.800 tỷ đồng với mức lãi gộp bình quân 12%. Vị trí các dự án không tập trung mà phân tán ở hầu hết các khu vực sôi động của thị trường bất động sản trong giai đoạn gần đây như Hà Nội, Bắc Ninh, Hạ Long, Thanh Hóa và Bình Dương.

Cơ cấu cổ đông của CRE hiện có 68% là các cổ đông tổ chức với tiềm lực tài chính tốt, có khả năng hỗ trợ doanh nghiệp gia tăng nguồn vốn đầu tư khi thị trường thuận lợi.

Hoạt động đầu tư được phát triển theo hai hình thức: 1) mua sỉ bán lẻ (buy out), 2) hợp tác đầu tư dự án (co-invest). Với phương thức này, hoạt động kinh doanh của CRE có sự linh hoạt hơn so với các doanh nghiệp phát triển bất động sản lớn trên thị trường. Cụ thể, CRE có tốc độ luân chuyển hàng tồn kho vượt trội (hình 8), chúng tôi đánh giá đây là yếu tố quan trọng đối với doanh nghiệp kinh doanh bất động sản.

Bứt phá từ 2021 dựa trên nội lực và nguồn vốn mới. Từ 2021 – 2026, CRE đặt mục tiêu thử thách với mức tăng trưởng doanh thu bình quân 36,22%/năm.**Dữ liệu quan trọng**

Giá ngày 16/11/20 (VND)	38.450	Vốn hoá (tỷ đồng)	7.751
Lợi nhuận sau thuế (21F, tỷ đồng)	444	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	206
Tăng trưởng EPS (20F, %)	-46,3	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	64,0
Tăng trưởng EPS thị trường (20F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	2,4
P/E (21F, x)	16,5	Beta (12M)	0,8
P/E thị trường (21F, x)	17,4	Giá thấp nhất 52 tuần	11.593
VN-Index	1.476	Giá cao nhất 52 tuần	39.500

Biến động giá

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	23,0	54,4	149,1
Tương đối	23,1	47,3	109,3

Lợi nhuận và mức định giá các năm

Năm tài chính (31/12)	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021(F)	FY 2022(F)	FY 2023(F)
Doanh thu (VNDbn)	1.687	2.312	2.117	5.935	10.277	15.539
Lãi hoạt động (VNDbn)	400	510	381	565	1.266	2.277
Biên lãi hoạt động (%)	23,7	22,1	18,0	8,7	12,5	13,5
LNST (VNDbn)	315	389	294	444	1.005	1.812
EPS (VND)	3.718	2.210	3.672	2.153	4.870	8.785
ROE (%)	29,6	23,6	14,9	17,5	29,4	41,2
P/E (x)	3,2	5,1	10,4	17,9	7,9	4,4
P/B (x)	1,4	1,1	1,5	2,6	2,1	1,6
Cổ tức/ Thị giá (%)			2,6	0,0	0,0	2,6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Phòng Phân tích Mirae Asset VN

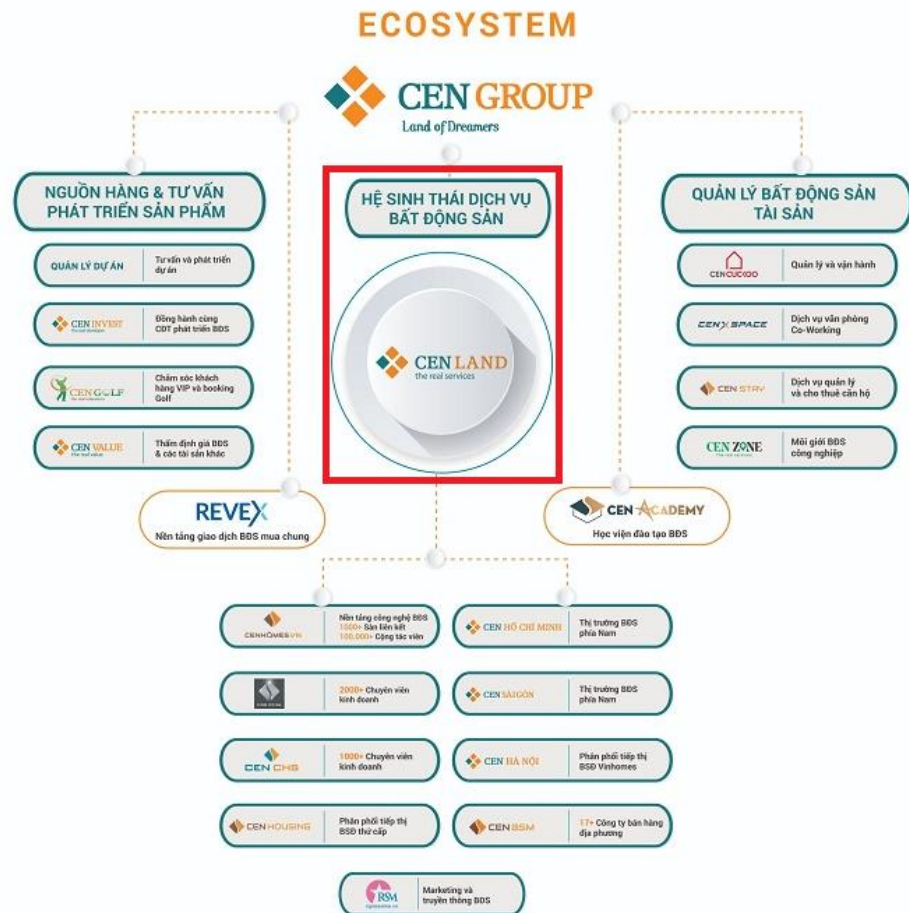
PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT

Tổng quan doanh nghiệp

Là doanh nghiệp trung tâm trong Cen Group

Công ty Cổ phần Bất động sản Thế Kỳ - Cen Land (CRE) được thành lập ngày 15/10/2002, là một trong 5 công ty thành viên trực thuộc Tập đoàn Cen Group, trong đó CRE có vị trí trung tâm của tập đoàn. Hiện nay Cen Group có hơn 1,5 triệu khách hàng thân thiết.

Hình 1: Hệ sinh thái của tập đoàn Cen Group



Nguồn: Cen Group

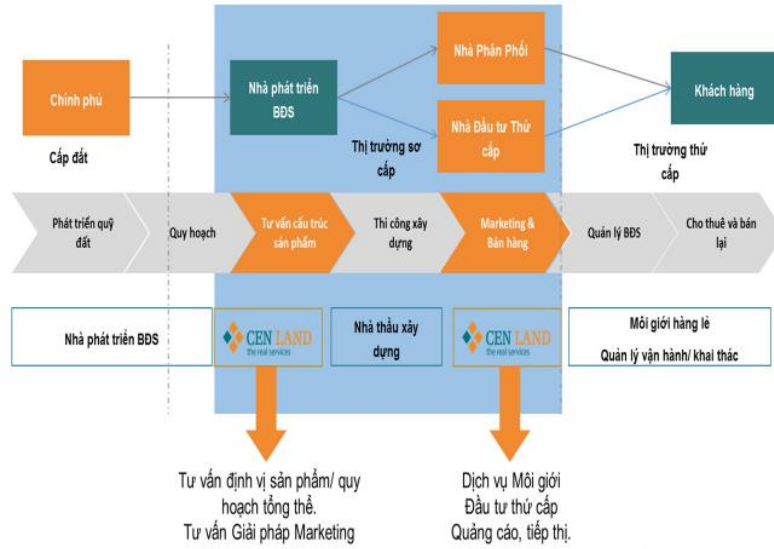
Một trong những doanh nghiệp cung cấp dịch vụ bất động sản hàng đầu

CRE có lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là Môi giới Bất động sản, tuy nhiên khác với hoạt động môi giới bất động sản đơn thuần từ nhiều năm nay CRE đã trở thành một doanh nghiệp chuyên cung cấp dịch vụ bất động sản.

Ngoài hoạt động môi giới, triển khai phân phối dự án cho các nhà đầu tư, CRE còn tham gia tư vấn cho các nhà phát triển bất động sản thay đổi cơ cấu sản phẩm (định vị sản phẩm, quy hoạch tổng thể, diện tích, giá bán...). Với chiến lược kinh doanh trên CRE đã vươn lên trở thành một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực môi giới bất động sản với doanh thu vượt 1.000 tỷ đồng mỗi năm từ mảng dịch vụ này.

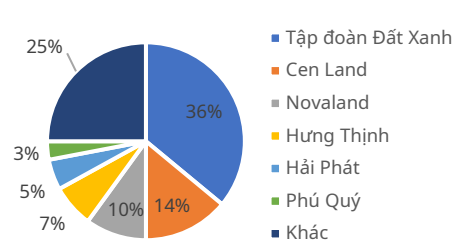
CRE đang nắm giữ thị phần môi giới lớn nhất khu vực phía Bắc với hơn 42%, trong khi đó tính chung cả nước, CRE xếp vị trí thứ 2 sau Tập đoàn Đất Xanh (hình 3 và 4).

Hình 2: Hoạt động kinh doanh của CRE trong chuỗi giá trị ngành



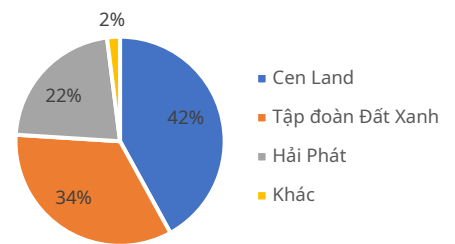
Nguồn: Cen Land

Hình 3: Thị phần môi giới CRE trong cả nước



Nguồn: Cen Land

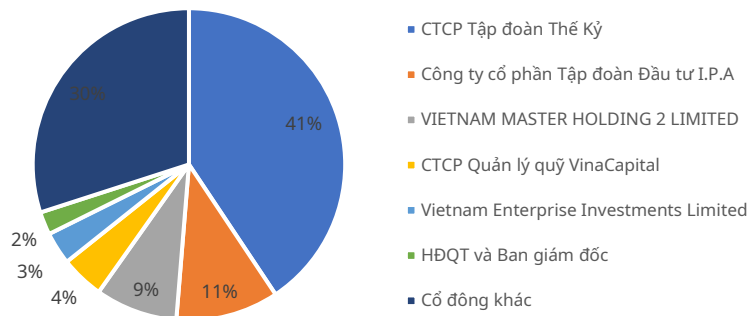
Hình 4: Thị phần môi giới CRE tại phía Bắc



Nguồn: Cenland

Hơn 70% vốn công ty được các tổ chức danh tiếng và HĐQT nắm giữ

Hình 5: Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Finpro

Sau khi Tập đoàn I.P.A đầu tư 22 triệu cổ phiếu CRE chiếm 11% lượng cổ phần lưu hành của doanh nghiệp, tổng cộng đến hơn 70% số lượng cổ phần của CRE đang được nắm giữ bởi các tổ chức và người nội bộ. Trong đó CTCP Tập đoàn Thế Kỷ (Cen Group) là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ gần 41%. Các quỹ đầu tư tài chính nắm 27%, Hội đồng quản trị (HĐQT) và Ban giám đốc nắm giữ gần 2,4%.

Tình hình hoạt động kinh doanh

Kết quả kinh doanh 9T2021 xuất hiện sự chuyển mình

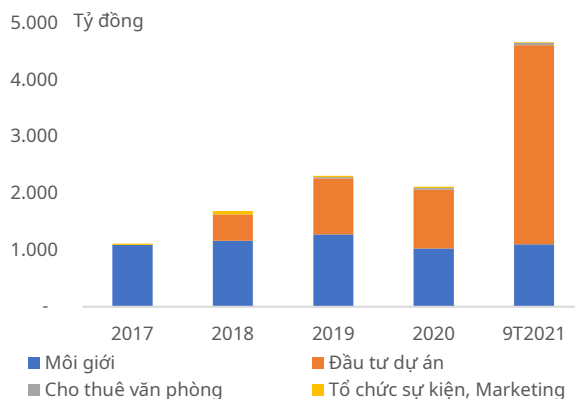
Ảnh hưởng của dịch Covid tác động mạnh mẽ hơn đến kinh tế Việt Nam trong năm 2021. Giai đoạn bùng phát dịch lần 4 (bắt đầu từ tháng 5/2021) cả nước đã phải thực hiện biện pháp giãn cách xã hội kéo dài trong toàn bộ quý III, gây ảnh hưởng lớn đến tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp.

Tuy nhiên CRE đã là một trong số ít các doanh nghiệp vượt qua được thử thách của dịch bệnh để duy trì tăng trưởng. Theo báo cáo tài chính (BCTC) của công ty, doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ quý III/2021 đạt 842,56 tỷ đồng, tăng 40% so với cùng kỳ (CK). Lũy kế 9T2021 doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ đạt hơn 4.667 tỷ đồng, tăng 3,5 lần CK, hoàn thành 93% kế hoạch năm 2021.

Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp quý III/2021 đạt 78,23 tỷ đồng. Lũy kế từ đầu năm tới cuối quý III/2021, lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp (LNST) đạt 328,43 tỷ đồng, tăng 62% CK.

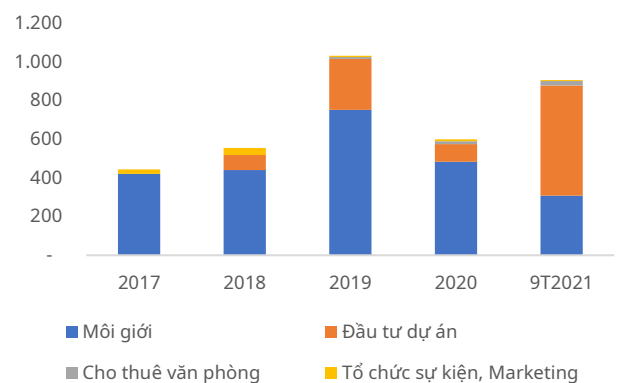
So sánh với giai đoạn trước, doanh thu và lãi gộp của CRE trong 9T2021 đã có sự bứt phá mạnh mẽ đến từ đóng góp của hoạt động đầu tư dự án (hình 6 và 7). Hoạt động này đã trở thành nguồn lợi nhuận chính cho CRE khi đóng góp đến 75% doanh thu và 63% lãi gộp trong 9T2021.

Hình 6: Doanh thu 5 năm gần nhất (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC CRE

Hình 7: Lãi gộp 5 năm gần nhất (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC CRE

Mạng đầu tư dự án bất động sản trở thành động lực tăng trưởng dài hạn

Bắt đầu triển khai từ năm 2018, hoạt động đầu tư thứ cấp của CRE bao gồm việc mua lại các dự án đã hoàn thành với giá chiết khấu và bán lại cho NĐT (buy out) và hợp tác phát triển dự án (co-invest). Có lợi thế lớn từ mạng lưới khách hàng và kinh nghiệm làm dịch vụ bất động sản, sau giai đoạn 2018 – 2020 triển khai thận trọng, năm 2021 CRE đã tăng tốc phát triển mạng kinh doanh này.

Tổng doanh thu ghi nhận từ các hợp đồng đầu tư giai đoạn 2019 – 2021 đạt gần 4.800 tỷ đồng với mức lãi gộp bình quân 12%. Vị trí các dự án không tập trung mà phân tán ở hầu hết các khu vực sôi động của thị trường bất động sản trong giai đoạn gần đây như Hà Nội, Bắc Ninh, Hạ Long, Thanh Hóa và Bình Dương.

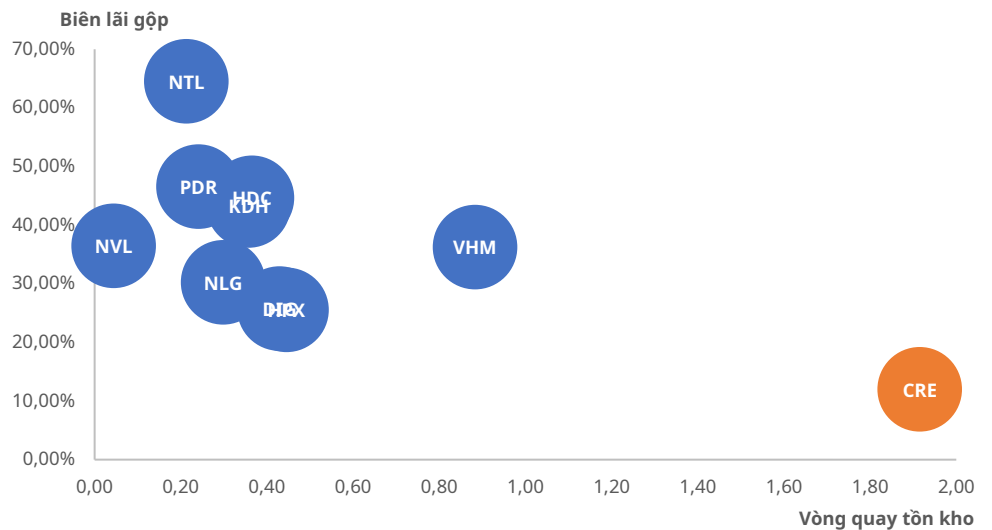
Bảng 1: Các dự án đầu tư CRE thực hiện giai đoạn 2019 – 2021

Tên dự án	Vị trí	Doanh thu (Tỷ đồng)	Lãi gộp (Tỷ đồng)	Gross margin (Tỷ đồng)
Central Thanh Hóa	Thanh Hóa	170,2	32,33	19%
Hometel Marina	Hạ Long	46	11,5	25%
Dolphin Project	Mỹ Đình, Hà Nội	243,8	70,702	29%
Lotus Garden	Bắc Ninh	637,1	114,678	18%
Bình Minh Garden	Long Biên, Hà Nội	874	69,92	8%
Louis City	Hoàng Mai, Hà Nội	2293,1	206,37	9%
Hinode Royal Park	Hoài Đức, Hà Nội	519,8	88,36	17%
C-Sky View	Bình Dương	2,3	1,01	44%
		4.786,3	594,89	12%

Lợi thế ở tốc độ bán hàng khi CRE tham gia vào mảng đầu tư

So với các doanh nghiệp phát triển bất động sản lớn trên thị trường, CRE có tốc độ luân chuyển hàng tồn kho vượt trội do không phải trải qua quá trình đầu tư, xây dựng dự án.

Tốc độ luân chuyển tồn kho của công ty trong năm 2020 đạt gần 2 lần tạo tính chủ động trong thanh khoản cho doanh nghiệp, chúng tôi đánh giá đây là điểm quan trọng đối với doanh nghiệp kinh doanh bất động sản.

Hình 8: So sánh với các doanh nghiệp phát triển bất động sản lớn

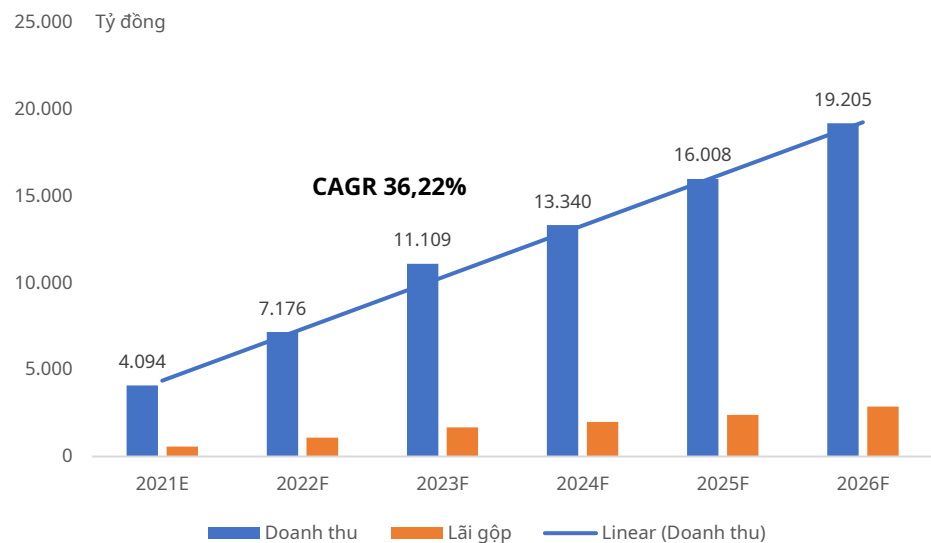
Nguồn: CRE, phòng phân tích Mirae Asset
*Chỉ số của CRE chỉ tính riêng mảng đầu tư dự án

Triển vọng

Bứt phá từ 2021 dựa trên nội lực và nguồn vốn mới

Năm 2021 để đáp ứng nhu cầu vốn phát triển, CRE đã tiến hành huy động nguồn vốn lớn thông qua việc phát hành thêm cổ phần tăng vốn từ 800 tỷ đồng lên 2.063 tỷ đồng. Mức tăng hơn 2,5 lần vốn điều lệ cũng tạo ra áp lực lớn về tăng trưởng lợi nhuận, tuy nhiên với số tồn kho hiện tại từ các dự án: C-Skyview, Louis City, Hinode Royal Park... cùng với kế hoạch đầu tư các dự án mới như Thành Công Tower (Thanh Xuân, Hà Nội), dự án khu đô thị mới Hoàng Văn Thụ (Hoàng Mai, Hà Nội) và các dự án tiềm năng khác đến từ mạng lưới kinh doanh của công ty, CRE có thể tự tin với kế hoạch tăng trưởng doanh thu trung bình 36,22% mỗi năm.

Hình 9: Kế hoạch doanh thu và lãi gộp mảng đầu tư dự án



Nguồn: CRE

Nhu cầu vốn cho hoạt động đầu tư có thể gia tăng nợ vay trong giai đoạn 2021-22

Cùng với kế hoạch tăng trưởng, nhu cầu vốn cho hoạt động đầu tư dự án sẽ luôn ở mức cao. Theo ước tính của chúng tôi, để đạt được kế hoạch doanh thu, năm 2021 CRE sẽ chi ra hơn 2.000 tỷ đồng để đầu tư các dự án mới, các năm sau trung bình mỗi năm công ty sẽ chi thêm 1.000 tỷ đồng. Theo đó, nợ vay có khả năng gia tăng tương ứng để tài trợ dự án. Tỷ lệ nợ vay/VCSH dự phóng duy trì trên 70% trong 2021-22 trước khi cải thiện từ 2023 khi nguồn lợi nhuận giữ lại có thời gian tích lũy.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá CRE. Với suất chiết khấu WACC là 14,23% và Re là 16,63%, giá mục tiêu của CRE ở mức 55.300 đồng/cp, cao hơn 39,6% so với giá đóng cửa ngày 16/12/2021. Chúng tôi **khuyến nghị Mua với CRE**.

Bảng 2: Tóm tắt kết quả định giá

Phương pháp	Giá trị	Tỷ trọng	Kết quả kèm tỷ trọng
FCFF	50%	54.690	27.345
FCFE	50%	56.064	28.032
Giá trị hợp lý (đồng/cp)			55.377

Công ty Cổ phần Bất động sản Thế Kỷ (HOSE: CRE)

Báo cáo kết quả HKKD (tóm tắt)

(VND tỷ)	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	2.117	5.935	10.277	15.539
Giá vốn hàng bán	(1.518)	(4.867)	(8.324)	(12.431)
Lợi nhuận gộp	599	1.068	1.953	3.108
Chi phí bán hàng và QLDN	(235)	(360)	(453)	(572)
Lợi nhuận hoạt động	381	565	1.266	2.277
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	381	565	1.266	2.277
Lợi nhuận ngoài HKKD chính	(7)	(4)	(4)	(5)
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	16	(143)	(233)	(259)
Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	374	561	1.262	2.272
Thuế TNDN	(74)	(112)	(252)	(454)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	381	565	1.266	2.277
Lợi nhuận khác	(7)	(4)	(4)	(5)
Lợi nhuận sau thuế	294	449	1.010	1.818
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	294	444	1.005	1.812
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	6	5	5	5
Lợi nhuận sau thuế	294	449	1.010	1.818
Cổ đông công ty mẹ	294	444	1.005	1.812
Cổ đông thiểu số	6	5	5	5
EBITDA	409	735	1.532	2.567
FCF (Dòng tiền tự do)	288	(1.836)	(164)	456
EBITDA Margin (%)	18,6	7,1	10,2	13,1
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	18,0	9,5	12,3	14,7
Biên lợi nhuận ròng (%)	13,9	7,5	9,8	11,7

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(VND tỷ)	2020	2021	2022	2023
LCTT từ hoạt động kinh doanh	334	-1.693	53	685
LNTT	374	561	1.262	2.272
Chi phí không bằng tiền	34	22	22	27
Khấu hao	27	18	26	25
Khấu trừ				
Khác	6	4	-5	2
Thay đổi vốn lưu động	0	-2.164	-978	-1.160
Tăng giảm phải thu	-176	-1.017	-539	-654
Tăng giảm tồn kho	110	-1.259	-387	-503
Tăng giảm phải trả	66	112	-52	-2
Thuế TNDN	-74	-112	-252	-454
LCTT hoạt động đầu tư	-229	78	-172	-142
Tăng giảm Tài sản cố định	-43	-9	-18	-20
Tăng giảm Tài sản vô hình	0	0	0	0
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	0	0	0	0
Tăng giảm Tài sản dài hạn khác	-186	87	-154	-122
LCTT hoạt động tài chính	-81	1.885	174	-561
Tăng giảm nợ phải trả	738	1.205	417	125
Phát hành cổ phiếu	0	1.263	0	0
Cổ tức đã trả	-80	0	0	-206
Khác	-739	-583	-243	-479
LCTT trong kỳ	24	271	55	-17
Số dư đầu kỳ	168	191	462	517
Số dư cuối kỳ	191	462	517	500

Nguồn: CRE, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(VND tỷ)	2020	2021	2022	2023
Tài sản ngắn hạn	2.077	4.473	5.483	6.654
Tiền và tương đương tiền	191	462	517	500
Phải thu ngắn hạn	1.615	2.632	3.170	3.824
Tồn kho	32	1.291	1.678	2.182
Khác	239	88	117	148
Tài sản dài hạn	1.734	1.638	1.783	1.900
Đầu tư liên kết liên doanh	-	-	-	-
Tài sản cố định hữu hình	143	126	126	120
Tài sản dài hạn khác	1.591	1.512	1.657	1.780
Tổng tài sản	3.811	6.111	7.267	8.554
Nợ ngắn hạn	1.315	2.131	2.495	2.620
Phải trả ngắn hạn	155	295	225	225
Vay nợ ngắn hạn	371	1.186	1.542	1.696
Nợ ngắn hạn khác	789	650	728	698
Nợ dài hạn	452	953	953	951
Nợ vay dài hạn	450	950	951	947
Nợ dài hạn khác	2	3	3	4
Tổng nợ	1.767	3.084	3.449	3.571
Vốn chủ sở hữu	2.044	3.027	3.818	4.983
Vốn góp chủ sở hữu	800	2.063	2.063	2.063
Thặng dư cổ phần	150	150	150	150
Lợi nhuận giữ lại	1.088	809	1.600	2.765
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	6	5	5	5
Lợi nhuận cổ đông	294	444	1.005	1.812

Các chỉ số chính

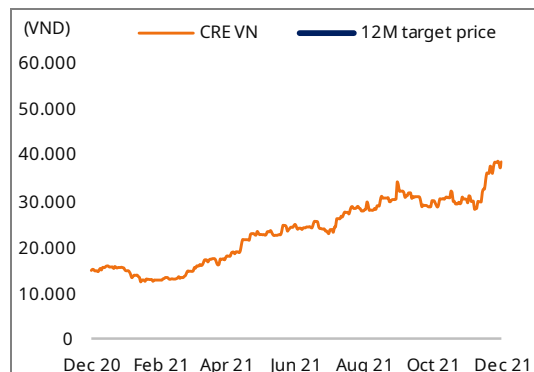
	2020	2021	2022	2023
P/E (x)	10,47	17,86	7,89	4,38
P/CF (x)	129,4	29,3	143,5	-454,8
P/B (x)	1,5	2,6	2,1	1,6
EPS (VND)	3.672	2.153	4.870	8.785
CFPS (VND)	297	1.313	268	-85
BPS (VND)	25.554	14.673	18.507	24.154
DPS (VND)	1.000	0	0	1.000
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	27	0	0	11
Lợi suất cổ tức (%)	2,60	0,00	0,00	2,60
Tăng trưởng doanh thu (%)	31,61	174,40	73,15	51,21
Tăng trưởng EBITDA (%)	-124,20	79,42	108,50	67,61
Vòng quay tồn kho (x)	3,76	17,98	2,30	3,28
Số ngày tồn kho (ngày)	97,02	20,30	158,99	111,35
Vòng quay phải thu (x)	1,39	2,80	3,54	4,44
Số ngày thu tiền (ngày)	263,23	130,58	103,03	82,14
Vòng quay phải trả (x)	17,06	26,33	39,47	68,94
Số ngày trả tiền (ngày)	21,39	13,86	9,25	5,29
ROA	9,05%	8,95%	15,02%	22,91%
ROE	14,90%	17,52%	29,36%	41,18%
ROIC	13,09%	12,04%	19,15%	28,06%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%)	89,63	121,62	100,76	81,15
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	1,58	2,10	2,20	2,54
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu (%)	40,15	70,56	65,28	53,05
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	45,58	2,62	4,19	7,43

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
Công ty Cổ phần Bất động sản Thế Kỷ(CRE VN)	16/12/21	MUA	55.300



Stock Ratings

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

Industry Ratings

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

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

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

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

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

* The achievement of the target price may be 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) JSC (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) JSC (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 is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to 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. 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 or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	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 Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	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
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 (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	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	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)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	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 Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336