

# Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát

(HSX: HPG)

## Toàn lực cho Dung Quất mở rộng

### Tăng Tỷ Trọng

(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu:

VND 24,700

(Upside: +18.2%)

CTCP chứng khoán Mirae Asset Việt Nam.

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeasset.com.vn

### Kết quả kinh doanh Q1/2023

Trong 1Q23, Hòa Phát ghi nhận doanh thu 26,865 tỷ (-39% CK) nhưng LNR đã dương trở lại, đạt 383 tỷ (-95% CK), tương đương với tỷ lệ hoàn thành kế hoạch năm 2023 lần lượt là 17.9% và 5%. Chúng tôi đánh giá LNR đã dương trở lại đồng nghĩa với việc rủi ro trích lập dự phòng hàng tồn kho của HPG đã chấm dứt, hỗ trợ cho nền lợi nhuận các quý còn lại trong năm 2023.

### Dự phóng 2023-2024

Trong 1Q23, tổng sản lượng của HPG đạt 1.58 triệu tấn (-34.5% CK). Sản lượng thép xây dựng và phôi thép đạt 869,616 tấn (-35% CK). Âm ảm nhất là sản lượng xuất khẩu giảm mạnh, chỉ đạt 213,876 tấn (-83.7% CK). Tình hình xuất khẩu kém khả đến từ việc Trung Quốc mở cửa trở lại, đồng thời các nhà sản xuất thép Trung Quốc khởi động lại lò cao, tăng áp lực cạnh tranh tới ngành thép toàn Châu Á.

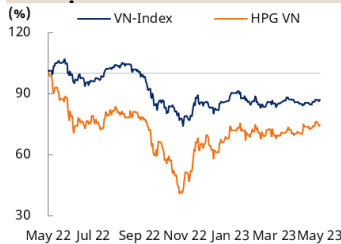
#### Dự kiến các nhà sản xuất thép Trung Quốc sẽ giảm sản lượng để bảo vệ lợi nhuận

Tháng 4/2023 Trung Quốc đã ghi nhận mức nhập khẩu quặng sắt chỉ đạt 90 triệu tấn (-2% CK), mức thấp nhất trong vòng 10 tháng qua. Lượng quặng sắt tồn kho ở các cảng của Trung Quốc cũng đã hạ nhiệt về mức 129 triệu tấn (-11% CK). Chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất Trung Quốc cũng đánh giá nhu cầu ngành thép suy giảm và sẽ cố gắng cắt giảm sản lượng có biên lợi nhuận thấp từ 2Q23, qua đó trực tiếp giảm áp lực về giá nguyên liệu đầu vào cũng như thị trường xuất khẩu.

Ngoài ra, chi phí nguyên liệu đầu vào như quặng sắt, than cốc và đặc biệt là chi phí vận tải đều giảm mạnh. Điều này ước tính sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận gộp của HPG thêm 0.9%p. Đồng thời, chúng tôi dự phóng trong 2H23, HPG sẽ mở lại tối thiểu 2 lò cao khi đã bán hết hàng tồn kho (HTK) giá cao và thị trường xây dựng dần hồi phục thông qua các chính sách rã băng thị trường động sản và đầu tư công.

Kỳ vọng những tín hiệu tích cực hơn từ thị trường xây dựng, đầu tư công và xuất khẩu, chúng tôi dự phóng tổng sản lượng 2023 của HPG, đạt 7.03 triệu tấn (-11.1% CK). Trong đó, mảng tôn mạ, ống thép và HRC bán thương mại đóng góp sản lượng lần lượt là 885,647 tấn (-12% CK) và 2.47 triệu tấn (-6% CK), chiếm 47% tổng sản lượng của HPG trong 2023F. Sản lượng thép xây dựng và phôi thép dự kiến đạt 3.6 triệu tấn (-14% CK). Trên giả định giá thép xây dựng về mức 16.7 triệu/tấn (-2.9% CK), chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng của HPG năm 2023 lần lượt đạt 125,938 (-10.9% CK) và 9,618 tỷ (+13.9% CK).

### Dữ liệu



Lợi nhuận HDKD (23F, tỷ đồng)	14,357	Vốn hóa (tỷ đồng)	125,599
Kỳ vọng thị trường LN HDKD (23F, tỷ đồng)	12,304	Số lượng CP lưu hành (triệu)	5,815
Giá hiện tại (24/05/2023)	21,300	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	54.3
EPS (23F, %)	13.9%	Tỷ lệ sở hữu CE nước ngoài (%)	24.5
P/E (23F, x)	15.5	Beta (12M)	1.4
P/E thị trường (23F, x)	12.6	Thấp 25 tuần	11,800
VN-Index	1,065	Cao 52 tuần	28,462

### Thay đổi giá CP

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.6	41.2	-19.5
Tương đối	2.5	31.7	-5.8

### Kết quả kinh doanh và dự phóng

FY (31/12)	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Doanh thu (VND tỷ)	63,658	90,119	149,680	141,409	125,938	145,322
Lợi nhuận HDKD (VND tỷ)	9,743	17,120	37,669	13,078	14,357	17,875
Biên Lợi nhuận HDKD (%)	15.3%	19.0%	25.2%	9.2%	11.4%	12.3%
LNST (VND tỷ)	7,578	13,504	34,521	8,444	9,618	13,284
EPS (VND)	1,694	3,018	5,937	1,452	1,654	2,285
ROE (%)	15.9%	22.9%	38.1%	8.8%	9.1%	11.3%
P/E (x)	8.5x	10.2x	7.9x	12.3x	14.9x	10.8x
P/B (x)	0.8x	1.7x	2.3x	1.1x	1.4x	1.2x
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	1.4%	1.1%	1.1%	0.0%	0.0%

Ghi chú: LNST thể hiện LNST của cổ đông công ty mẹ

Nguồn: HPG, Mirae Asset Vietnam Research

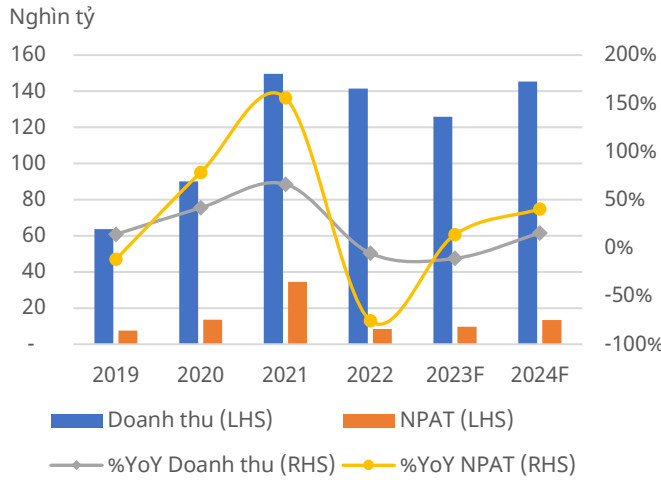
## Điều chỉnh dự phóng và Cập nhật KQKD

**Bảng 1: Cập nhật dự phóng FY23**

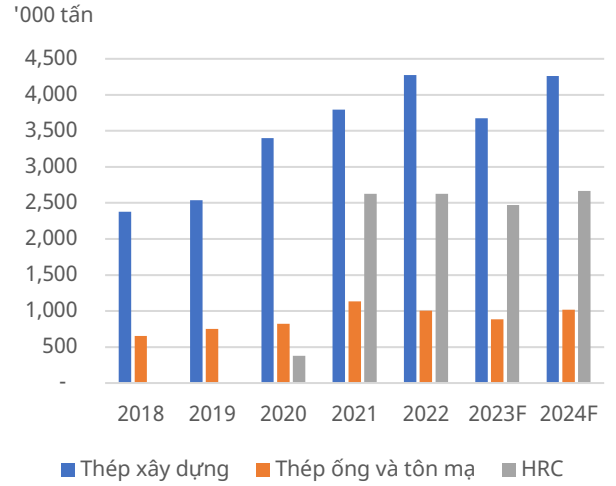
Tỷ đồng	Kết quả KD		% CK	Dự phóng 2023		% thay đổi	Nhận định
	1Q22	1Q23		Trước đây	Cập nhật		
Doanh thu	44,404	26,865	-39.5%	124,576	125,938	1.1%	<p><b>Thị trường BDS bắt đầu quá trình phục hồi nhờ các chính sách quyết liệt của chính phủ và đầu tư công</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Từ cuối 1Q23, thị trường bất động sản ghi nhận những tín hiệu gỡ rối đầu tiên khi Nghị định 08, Nghị định 33 và Nghị định 10 đã cung cấp những hành lang pháp lý để khởi thông nguồn vốn trái phiếu và condotel. Đồng thời lãi suất huy động cũng đã giảm hơn 2% so với T11/2022.</li> <li>Chúng tôi kỳ vọng sự hỗ trợ về chính sách và đầu tư công sẽ cải thiện sức mua của thị trường thép từ 2H23 khi hàng loạt các DA hạ tầng lớn được khởi công như cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2, vành đai 4 Hà Nội hay vành đai 3 HCM...</li> </ul> <p><b>Dự phóng lợi nhuận sẽ hồi phục từ 2H23</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Kinh tế suy yếu khiến giá NVL đầu vào như quặng sắt, than cốc đã giảm liên tục từ tháng 4/2022. Cụ thể, giá than cốc giảm từ đỉnh tháng 3/2022 là USD 635/tấn về mức USD 288/ tấn trong tháng 4/2023. Giá quặng sắt đã có lúc về USD 90/tấn trong tháng 4/2023 (so với cùng kỳ T4/2022 là USD140/tấn, qua đó trực tiếp giảm áp lực về chi phí đầu vào cho HPG và giảm thiểu rủi ro trích lập dự phòng. Lượng hàng tồn kho của HPG trong 1Q23 đã giảm về mức 19% tổng tài sản (TTS), từ mức 20% trong 4Q22 và trích lập dự phòng HTK đã giảm 946 tỷ. Chúng tôi cho rằng giá vốn HTK của HPG đã được hạ tối thiểu USD30/tấn (tương đương 4% giá vốn tại 1Q23) và có khả năng sẽ tiếp tục hoàn nhập 288 tỷ dự phòng HTK còn lại trong 2Q23 khi giá nguyên liệu trong tháng 4 và 5/2023 có xu hướng đi ngang và giảm nhẹ.</li> <li>Theo báo cáo của Fiinpro, sản lượng tồn kho còn lại của HPG tại cuối tháng 3/2023 ở mức 1.13 triệu tấn, giảm 23% so với đỉnh tháng 9/2022, tương đương với gần 2 tháng sản lượng bán hàng của HPG theo dự phóng của chúng tôi. Do đó, chúng tôi cho rằng sau khi bán hết lượng hàng tồn kho này, cộng với yếu tố thị trường dần phục hồi, HPG sẽ mở lại tối thiểu 2 lò cao trong 2H23.</li> <li>Ngoài ra, chi phí vận tải giảm cũng sẽ giúp HPG cải thiện biên lợi nhuận. Cước tàu biển hàng rời BDI đã giảm 70% so với mức đỉnh, chúng tôi ước tính HPG sẽ tăng 0.6% EBIT trong năm 2023.</li> <li>Đồng thời, nhờ khả năng tài chính vững mạnh và lợi thế về quy mô, bất chấp việc suy giảm lợi nhuận trong năm 2022, thị phần ở mảng ống thép và thép xây dựng của HPG vẫn gia tăng, lần lượt đạt 34.8% và 28.5% (sv. 32.6% và 24.7% năm 2021).</li> </ul>
Lợi nhuận từ HDKD	9,268	919	-90.1%	13,703	14,357	4.8%	
Biên LN HDKD (%)	20.9%	3.4%		11%	11.4%		
EBITDA	10,945	2,567	-76.5%	20,298	21,602	6.4%	
Biên EBITDA (%)	24.6%	9.6%		20.3%	17.2%		
LNST	8,206	383	-95.3%	9,065	9,618	6.1%	

Nguồn: Fiinpro, HPG, Mirae Asset Vietnam Research

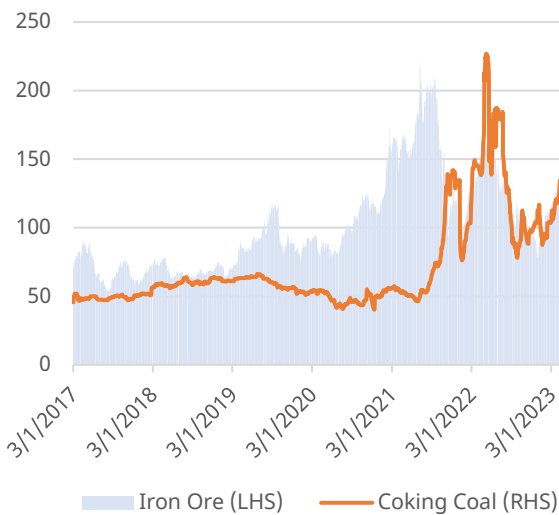
**Hình 1. Dự phóng tăng trưởng doanh thu HPG**



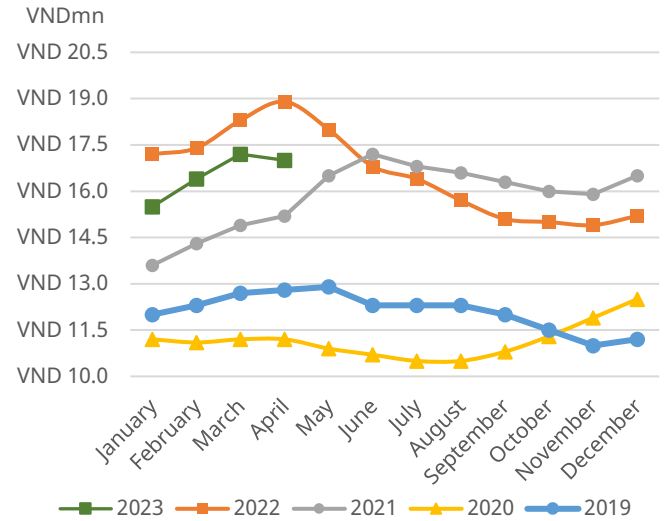
**Hình 2. Dự phóng sản lượng tôn mạ và ống thép của HPG**



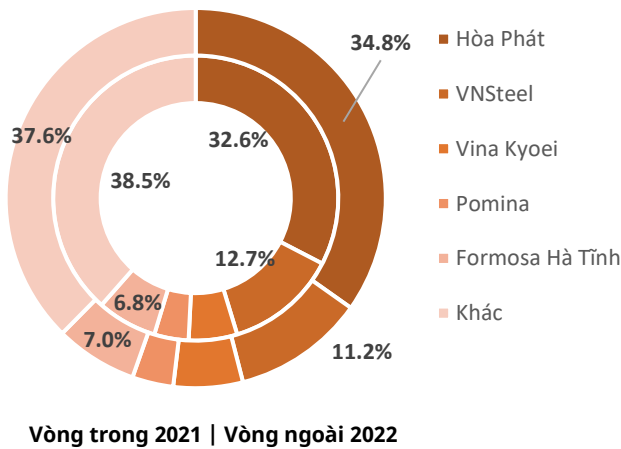
**Hình 3. Giá quặng sắt và than cốc**



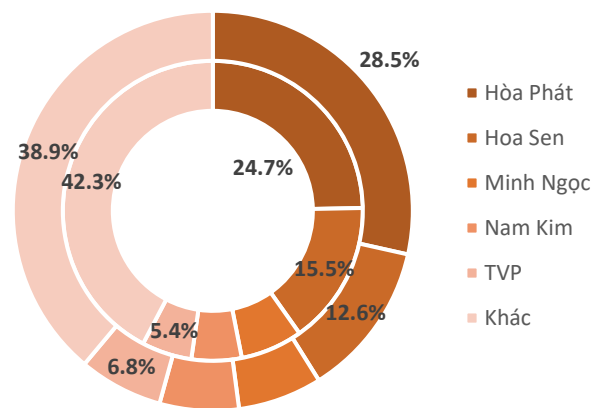
**Hình 4. Giá thép xây dựng**



**Hình 5. Thị phần thép xây dựng của HPG 2022 và 2021**



**Hình 6. Thị phần ống thép của HPG 2022 và 2021**



Nguồn: Fipro, Statista, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)

**Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)**

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>149,680</b>	<b>141,409</b>	<b>125,938</b>	<b>145,322</b>
Giá vốn hàng bán	(108,571)	(124,646)	(108,810)	(124,541)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>41,109</b>	<b>16,763</b>	<b>17,128</b>	<b>20,781</b>
Chi phí bán hàng và QLDN	(3,440)	(3,685)	(2,771)	(2,906)
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>37,669</b>	<b>13,078</b>	<b>14,357</b>	<b>17,875</b>
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	37,669	13,078	14,357	17,875
<b>Lợi nhuận ngoài HĐKD chính</b>	<b>(660)</b>	<b>(3,284)</b>	<b>(2,884)</b>	<b>(1,770)</b>
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	(660)	(3,283)	(2,883)	(1,769)
Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh	-	(1)	(1)	(1)
Lợi nhuận trước thuế	37,057	9,923	11,368	15,796
Thuế TNDN	(2,536)	(1,479)	(1,751)	(2,512)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	34,521	8,444	9,617	13,284
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>34,521</b>	<b>8,444</b>	<b>9,618</b>	<b>13,284</b>
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	34,478	8,483	9,618	13,284
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	43	(39)	-	-
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>34,521</b>	<b>8,444</b>	<b>9,618</b>	<b>13,284</b>
Cổ đông công ty mẹ	34,478	8,483	9,618	13,284
Cổ đông thiểu số	43	(39)	-	-
EBITDA	43,745	19,850	21,602	25,703
FCF (Dòng tiền tự do)	38,342	30,166	38,656	29,704
EBITDA Margin (%)	29%	14%	17%	18%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	25%	9%	11%	12%
Biên lợi nhuận ròng (%)	23%	6%	8%	9%

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)**

	2021	2022	2023F	2024F
<b>LCTT từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>26,721</b>	<b>12,278</b>	<b>27,919</b>	<b>16,639</b>
LNTT	37,057	9,923	11,368	16,040
Chi phí không bằng tiền	7,152	9,368	9,474	11,689
Khấu hao	6,077	6,772	7,246	7,828
Khấu trừ	5,988	-	-	-
Khác	1,075	2,596	2,228	3,861
<b>Thay đổi vốn lưu động</b>	<b>(12,178)</b>	<b>(2,706)</b>	<b>12,986</b>	<b>(4,126)</b>
Tăng giảm phải thu	(3,039)	4,711	1,816	659
Tăng giảm tồn kho	(16,949)	8,023	2,431	(7,927)
Tăng giảm phải trả	9,250	(14,666)	6,629	3,560
Các khoản thay đổi khác	(4,089)	(6,750)	(5,081)	(3,799)
<b>LCTT hoạt động đầu tư</b>	<b>(19,669)</b>	<b>(24,626)</b>	<b>(13,724)</b>	<b>(15,532)</b>
Tăng giảm Tài sản cố định	(11,621)	(17,888)	(14,002)	(15,611)
Tăng giảm Tài sản vô hình	49	22	698	558
Tăng giảm Mua/Bán công cụ nợ	1,054	1,698	1	1
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(9,151)	(8,458)	(421)	(480)
<b>LCTT hoạt động tài chính</b>	<b>1,741</b>	<b>(1,777)</b>	<b>1,523</b>	<b>2,188</b>
Tăng giảm nợ phải trả	3,423	479	1,523	2,188
Phát hành cổ phiếu	8	(7)	(4)	-
Cổ tức đã trả	(1,693)	(2,261)	-	-
Khác	3	12	4	-
<b>Tăng (Giảm) tiền thuần trong năm</b>	<b>8,792</b>	<b>(14,126)</b>	<b>15,717</b>	<b>3,294</b>
Số dư đầu kỳ	13,001	22,471	8,325	24,042
Số dư cuối kỳ	21,793	8,345	24,042	27,336

**Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)**

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>94,155</b>	<b>80,515</b>	<b>93,351</b>	<b>104,449</b>
Tiền và TDT & Đầu tư ngắn hạn	21,793	8,345	24,042	27,336
Phải thu ngắn hạn	7,663	9,893	8,166	7,588
Tồn kho	42,370	35,727	33,296	41,223
Khác	22,329	26,550	27,847	28,302
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>84,081</b>	<b>89,821</b>	<b>97,031</b>	<b>105,181</b>
Tài sản cố định hữu hình	79,528	84,825	91,582	99,365
Đầu tư liên kết liên doanh	7	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	4,546	4,995	5,448	5,815
<b>Tổng tài sản</b>	<b>178,236</b>	<b>170,336</b>	<b>190,382</b>	<b>209,630</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>73,459</b>	<b>62,385</b>	<b>67,265</b>	<b>67,783</b>
Phải trả ngắn hạn	23,729	11,107	17,736	21,296
Vay nợ ngắn hạn	43,748	46,749	44,585	41,122
Nợ ngắn hạn khác	5,982	4,529	4,944	5,365
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>13,997</b>	<b>11,838</b>	<b>17,809</b>	<b>23,530</b>
Nợ vay dài hạn	11,152	14,838	20,488	26,238
Nợ dài hạn khác	62,307	47,547	43,513	35,941
<b>Tổng nợ</b>	<b>87,456</b>	<b>74,223</b>	<b>85,074</b>	<b>91,313</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>90,780</b>	<b>96,113</b>	<b>105,308</b>	<b>118,317</b>
Vốn góp chủ sở hữu	44,740	58,148	58,148	58,148
Thặng dư cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212
Lợi nhuận giữ lại	42,828	34,753	43,948	56,957
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>178,236</b>	<b>170,336</b>	<b>190,382</b>	<b>209,630</b>

**Các chỉ số chính**

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	7.9x	12.3x	14.9x	10.8x
P/CF (x)	218.8x	21.2x	1545.3x	13.7x
P/B (x)	2.3x	1.1x	1.4x	1.2x
EV/EBITDA (x)	6.1x	11.9x	11.0x	9.4x
EPS (VND)	5,937	1,452	1,654	2,285
CFPS (VND)	113	1,164	16	1,805
BPS (VND)	20,106	16,384	17,968	20,148
DPS (VND)	500	500	-	-
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	5.0%	27.0%	0.0%	0.0%
Lợi suất cổ tức (%)	1.1%	1.1%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng doanh thu	66.1%	-5.5%	-10.9%	15.4%
Tăng trưởng EBITDA(%)	99.6%	-54.6%	8.8%	19.0%
Tăng trưởng EBIT (x)	120.0%	-65.3%	9.8%	24.5%
Tăng trưởng EPS (x)	96.7%	-75.5%	13.9%	38.1%
Ngày phải thu (ngày)	12	8	13	13
Ngày tồn kho (ngày)	142	105	112	121
Ngày phải trả (ngày)	80	32	49	46
ROA (%)	19.4%	5.0%	5.1%	6.5%
ROE (%)	38.1%	8.8%	9.1%	11.3%
ROIC (%)	25.5%	8.5%	8.7%	10.0%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)	96.5%	77.3%	77.8%	72.6%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	128.2%	129.1%	140.8%	158.6%
Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu (%)	-18.2%	-24.3%	-11.8%	-11.7%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	14.9x	4.2x	3.5x	4.0x

Nguồn: HPG, Mirae Asset Vietnam Research

# PHỤ LỤC

## Khuyến cáo quan trọng

### Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
-----------------------	------	-------------	--------------



#### Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

#### Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

- \* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- \* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- \* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

#### Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

#### Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

#### Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắc đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phân quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ

thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

**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.

**Mirae Asset Vietnam 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 (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) JSC**

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)

**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)

**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