

[Việt Nam]

18 tháng 12, 2020

Bất động sản nhà ở

Tích cực
(Báo cáo cập nhật)

KHỞ ĐẦU MỘT CHU KỲ MỚI

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Trần Duy Lam, lam.td@miraesasset.com.vn

Trần Tuấn Long, long.tl@miraesasset.com.vn

Phạm Bình Phương, phuong.pb@miraesasset.com.vn

Tổng quan ngành bất động sản nhà ở năm 2020

- **Nguồn cung nhà ở hạn hẹp tại Hà Nội và Tp.HCM:** Tình hình phát triển dự án bất động sản tại 2 thành phố lớn nhất quốc gia nhìn chung khá ỉ ạch do các vấn đề liên quan đến chính sách và thể chế, chỉ một số ít dự án được phê duyệt trong thời gian 1-2 năm vừa qua
- **Hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp tương đối trái chiều trước tác động kép từ chính sách và Covid-19:** Các doanh nghiệp như NLG, DXG, HPX là những doanh nghiệp thiếu hụt dự án để ghi nhận doanh thu & lợi nhuận sau thuế trong kỳ. Tuy nhiên, các công ty khác như VHM, NVL, PDR, KDH, DIG, VPI, HDG ghi nhận kết quả khả quan, tiến độ bán hàng, ghi nhận doanh thu và lợi nhuận được duy trì so với kế hoạch.

Triển vọng ngành năm 2021: Khởi đầu một chu kỳ mới

- **Tăng trưởng GDP đi kèm với tăng trưởng thị trường bất động sản:** Trong các năm vừa qua, tăng trưởng kinh tế Việt Nam luôn đi kèm với sự phát triển của thị trường bất động sản.
- **Bình quân m2 căn hộ/đầu người tại Việt Nam vẫn ở mức thấp:** diện tích nhà trung bình của người Việt chỉ ở mức trung bình so với các nước ASEAN, khoảng 72 m2, thấp hơn so với mức trung bình của khu vực là 76 m2. Chúng tôi cho rằng nguồn cung nhà ở tại Việt Nam vẫn còn thấp, chưa tương xứng với tiềm năng trong khu vực.
- **Lãi suất rẻ được duy trì trong 2021:** chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất thấp được duy trì trong 2021 sẽ đóng vai trò hỗ trợ lớn cho cả doanh nghiệp (giảm chi phí) và người mua nhà (giảm lãi vay), đặc biệt trong bối cảnh đại dịch Covid-19 gây nên đứt gãy trong cả nguồn cung và nguồn cầu.
- **Nút thắt từ thể chế được tháo bỏ:** Chính phủ ban hành Nghị định 25/2020 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Đầu thầu về lựa chọn nhà đầu tư, giúp tháo gỡ một phần khó khăn, vướng mắc. Chúng tôi kỳ vọng việc ban hành hành lang pháp lý mới này giúp tháo gỡ nút thắt trong thời gian dài vừa qua trên thị trường.
- **Thị trường bất động sản Việt Nam thiết lập mặt bằng giá mới:** chúng tôi tin rằng thị trường bất động sản Việt Nam đã hoàn thành một chu kỳ, đồng thời một bằng giá mới đã được thiết lập trong dài hạn, làm cơ sở cho những hoạt động kinh doanh, bán hàng trong những năm tiếp theo của các doanh nghiệp.

Lựa chọn cổ phiếu cho năm 2021

- **Tích cực:** VHM, NLG, KDH, DIG
- **Trung tính:** NVL

MỤC LỤC

I. Tổng quan ngành bất động sản nhà ở năm 2020

Nguồn cung nhà ở hạn hẹp tại Hà Nội và Tp.HCM	3
Hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp tương đối trái chiều trước tác động kép từ chính sách và Covid-19	4

II. Triển vọng ngành năm 2021: Khởi đầu một chu kỳ mới

Tăng trưởng GDP đi kèm với tăng trưởng thị trường bất động sản	5
Bình quân m2 căn hộ/đầu người tại Việt Nam vẫn ở mức thấp	5
Lãi suất rẻ được duy trì trong 2021	6
Nút thắt từ thể chế được tháo bỏ	7
Thị trường bất động sản Việt Nam thiết lập mặt bằng giá mới	7

III. Lựa chọn cổ phiếu cho năm 2021

Tích cực: VHM, NLG, KDH, DIG	9
Trung lập: NVL	13

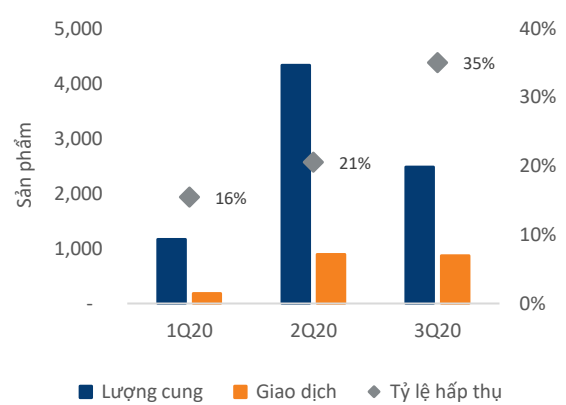
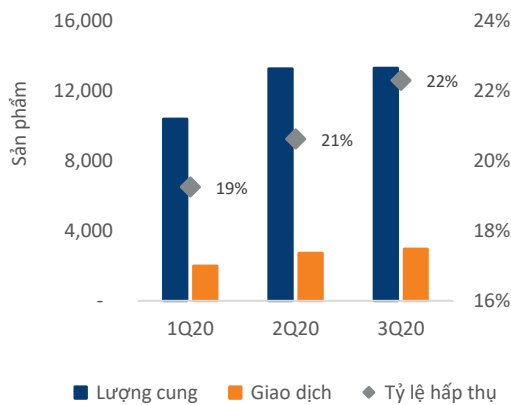
I. Tổng quan ngành bất động sản nhà ở năm 2020

Nguồn cung nhà ở hạn hẹp tại Hà Nội và Tp.HCM.

Tại Hà Nội, tổng sản phẩm được chào bán trong 9T2020 đạt 36.971 sản phẩm, trong đó chủ yếu là căn hộ chung cư, số lượng giao dịch đạt 7.705 sản phẩm, tỷ lệ hấp thụ tương đương 20,8%. Đối với riêng sản phẩm căn hộ chung cư mới được chào bán ra thị trường, số lượng chào bán mới là 7.989 căn, số lượng giao dịch là 1.945 căn, tỷ lệ hấp thụ tương đương 24,3%.

Hình 1: Tổng sản phẩm chào bán tại Hà Nội 9T2020

Hình 2: Số căn hộ mới chào bán tại Hà Nội 9T2020



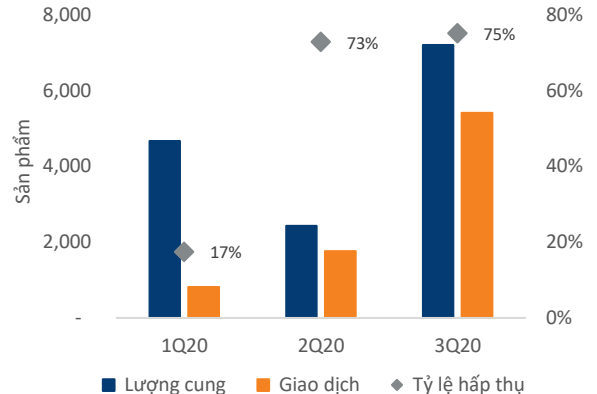
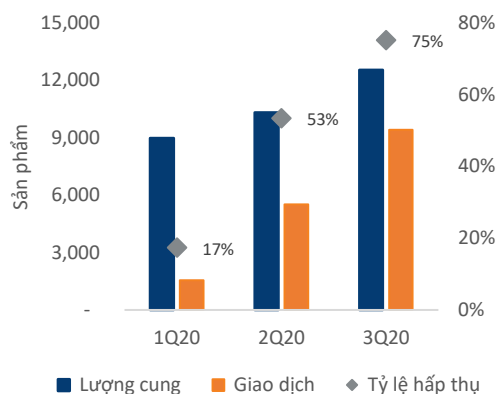
Nguồn: Hội Môi giới Bất động sản Việt Nam

Nguồn: Hội Môi giới Bất động sản Việt Nam

Tại Tp.HCM, tổng sản phẩm được chào bán trong 9T2020 đạt xấp xỉ 31.801 sản phẩm, trong đó chủ yếu là căn hộ chung cư, số lượng giao dịch đạt 16.461 sản phẩm, tỷ lệ hấp thụ tương đương 51,8%. Đối với riêng sản phẩm căn hộ chung cư mới được chào bán ra thị trường, số lượng chào bán mới là 14.286 căn, số lượng giao dịch là 7.986 căn, tỷ lệ hấp thụ tương đương 55,9%.

Hình 3: Tổng sản phẩm chào bán tại Tp.HCM 9T2020

Hình 4: Số căn hộ mới chào bán tại Tp.HCM 9T2020



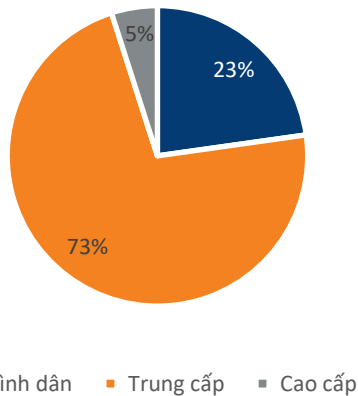
Nguồn: Hội Môi giới Bất động sản Việt Nam

Nguồn: Hội Môi giới Bất động sản Việt Nam

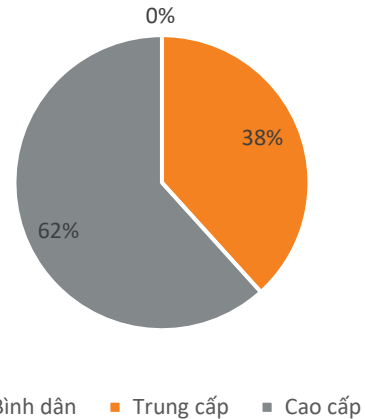
Tình hình phát triển dự án bất động sản tại 2 thành phố lớn nhất quốc gia nhìn chung khá ỉa ạch do nhiều vấn đề liên quan đến chính sách và thể chế, chỉ một số ít dự án được phê duyệt trong thời gian 1-2 năm vừa qua.

Trong Q3/2020, tại Tp.HCM, tình hình khả quan hơn với số liệu cho thấy nhu cầu nhà ở vẫn còn lớn: lượng căn hộ chào bán sơ cấp là 7.197 căn (so với 2.486 căn tại Hà Nội), tỷ lệ hấp thụ đạt 75% (so với 35% tại Hà Nội). Xét về mặt cơ cấu giao dịch, thị trường Hà Nội chủ yếu là phân khúc Trung cấp (74%), trong khi đó tại Tp.HCM phân khúc Cao cấp (62%) chiếm phần lớn tỷ trọng.

Hình 5: Cơ cấu giao dịch tại Hà Nội Quý 3/2020



Hình 6: Cơ cấu giao dịch tại Tp.HCM Quý 3/2020



Nguồn: Hội Môi giới Bất động sản Việt Nam

Nguồn: Hội Môi giới Bất động sản Việt Nam

Hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp tương đối trái chiều trước tác động kép từ chính sách và Covid-19.

2 năm vừa qua là giai đoạn khó khăn của các doanh nghiệp bất động sản với các vấn đề về pháp lý và chính sách. Thêm vào đó, đại dịch Covid-19 bùng nổ đã gây nên tác động kép khiến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp kém khả quan. Các doanh nghiệp như NLG, DXG, HPX là những doanh nghiệp thiếu hụt dự án để ghi nhận doanh thu & lợi nhuận sau thuế trong kỳ. Tuy nhiên, các công ty khác như VHM, NVL, PDR, KDH, DIG, VPI, HDG ghi nhận kết quả khả quan, tiến độ bán hàng, ghi nhận doanh thu và lợi nhuận được duy trì so với kế hoạch.

Bảng 1: Hoạt động kinh doanh 9T2020 của một số doanh nghiệp tiêu biểu

STT	Mã CK	DT 9T2019	DT 9T2020	CK %	LNST 9T2019	LNST 9T2020	CK %	EPS	Pre-sales trong 9T2020
1	VHM	37.642	49.378	31,18%	15.323	16.337	6,61%	6.762	~ 25.000 căn, đạt giá trị 46,6 ngàn tỷ đồng
2	NVL	9.551	3.803	-60,18%	1.107	3.344	202,11%	5.862	3.184 căn, chủ yếu từ Aqua City
3	PDR	2.364	2.498	5,66%	401	718	79,13%	3.000	-
4	KDH	1.861	3.241	74,16%	510	770	50,81%	2.084	1.310 căn tại Lovera Vista, 115 căn tại Verosa Park
5	NLG	1.325	1.298	-2,00%	412	208	-49,53%	2.760	3.346 căn tại Flora Akari và Waterpoint
6	DIG	1.287	1.865	44,92%	93	125	34,33%	1.507	Vũng Tàu Gateway: 1529/1538 căn hộ, CSJ (Dicstar Vũng Tàu): 250 căn condotel, Nam Vinh Yên: 400 lô đất

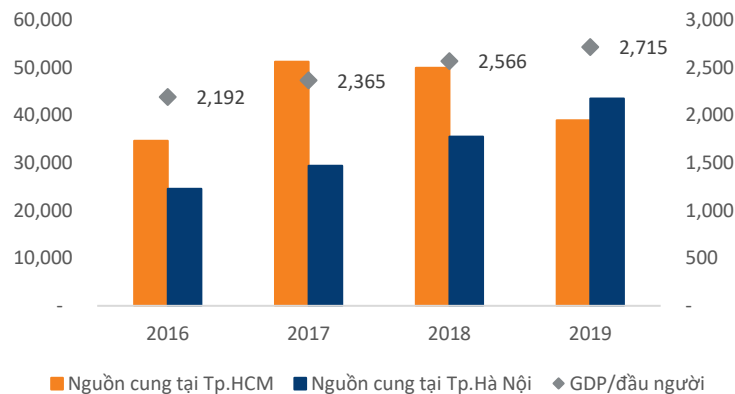
7	DXG	3.798	1.877	-50,58%	907	-388	-142,79%	-151	-
8	HPX	1.643	917	-44,17%	122	104	-14,86%	1.612	-
9	VPI	722	926	28,18%	46	92	100,70%	2.825	-
10	HDG	3.118	3.830	22,84%	645	764	18,53%	6.235	-
	Tổng cộng	63.311	69.634	9,99%	19.567	22.074	12,81%		

II. Triển vọng ngành năm 2021: Khởi đầu một chu kỳ mới

Tăng trưởng GDP đi kèm với tăng trưởng thị trường bất động sản

Trong các năm vừa qua, tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam luôn đi kèm với sự phát triển của thị trường bất động sản. Trong giai đoạn 2016 – 2019, GDP/đầu người tại Việt Nam tăng 23,8% từ 2.192 USD lên 2.715 USD, tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) đạt 7,4%/năm. Trong khi đó, tổng lượng cung sản phẩm bất động sản tăng 39,3%, CAGR đạt 11,7% trong cùng thời kỳ (chỉ tính riêng 2 thành phố Hà Nội và Tp.Hồ Chí Minh). Xét về quy mô, thị trường Tp.HCM lớn hơn với nhu cầu và dân số lớn, trong khi đó, thị trường Hà Nội có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn nhờ lợi thế về các dự án hạ tầng.

Hình 7: Nguồn cung bất động sản & GDP/đầu người



Nguồn: Savills, World Bank, Phòng Phân tích Mirae Asset VN tổng hợp

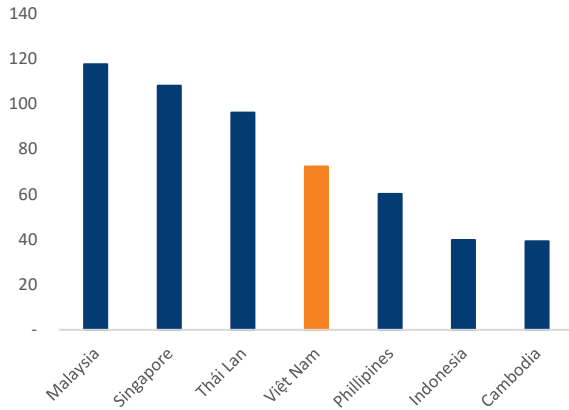
Bình quân m² căn hộ/đầu người tại Việt Nam vẫn ở mức thấp

Diện tích m² sàn căn hộ trên đầu người (m² sàn căn hộ/đầu người) ở các nước trong khu vực Châu Á đều trong xu thế tăng dần đều trong hơn 3 thập kỷ qua. Trong đó các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam có tốc độ tăng nhanh hơn gần gấp đôi so với bình quân, đạt con số 19 m² sàn căn hộ/đầu người vào cuối năm 2019. Nhìn chung các quốc gia phát triển có thu nhập cao sẽ có tỷ lệ m² sàn căn hộ/đầu người cao hơn những nước đang phát triển.

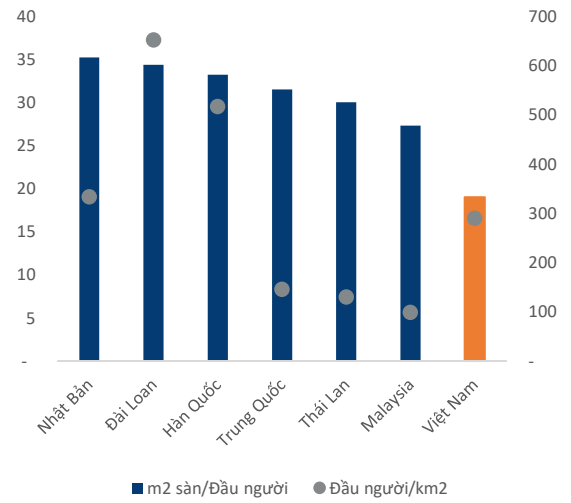
Trong khu vực, ngoại trừ Singapore và Hong Kong do đặc thù về địa lý và kinh tế, nhóm những nước có mật độ dân số cao như Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc đứng đầu về diện tích m² sàn căn hộ/đầu người, ngược lại những nước có mật độ thấp như Thái Lan, Malaysia có diện tích m² sàn căn hộ/đầu người thấp hơn. So với khu vực Đông Nam Á, Việt Nam nằm ở nhóm có diện tích m² sàn căn hộ/đầu người thấp nhất (19 m²), nhưng mật độ dân số (đầu người/km²) cao hơn Thái Lan và Malaysia lần lượt 2,2 và 2,9 lần, vì thế dư địa cho tăng trưởng m²/đầu người vẫn còn nhiều. Ngoài ra diện tích nhà trung bình của người Việt chỉ ở mức trung bình so với các nước ASEAN,

khoảng 72 m², thấp hơn so với mức trung bình của khu vực là 76 m². Do đó, chúng tôi cho rằng nguồn cung nhà ở tại Việt Nam vẫn còn thấp, chưa tương xứng với tiềm năng trong khu vực.

Hình 8: Diện tích nhà trung bình tại các nước Châu Á



Hình 9: Diện tích m² sàn/ người & mật độ dân số

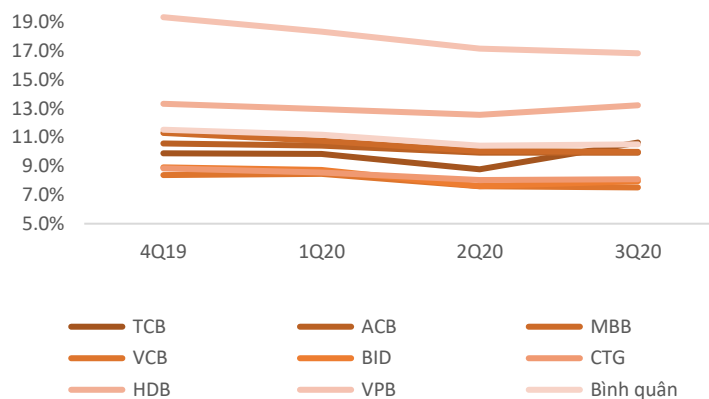


Nguồn: UNCHS, World Bank, Phòng Phân tích Mirae Asset VN tổng hợp

Lãi suất rẻ được duy trì trong 2021

Nhằm kích thích đầu tư, khôi phục sản xuất với chi phí vốn thấp hơn, Ngân hàng nhà nước (NHNN) đã liên tục cắt giảm các mức lãi suất điều hành, điển hình như lãi suất tái cấp vốn đã giảm từ mức 6,25% xuống 6% vào tháng 9 năm 2019, xuống 5% vào tháng 3 năm 2020, xuống 4,5% trong tháng 5/2020, xuống 4% vào ngày 30/9/2020. Theo đó, các ngân hàng đã giảm mặt bằng lãi suất huy động và lãi suất cho vay. Theo báo cáo tài chính của 8 ngân hàng đầu ngành, chúng tôi quan sát thấy lợi suất cho vay bình quân đã giảm khoảng 1 điểm phần trăm so với mức cuối năm 2019.

Hình 10: Lợi suất cho vay bình quân



Nguồn: Phòng Phân tích Mirae Asset VN tổng hợp

Với một ngành thâm dụng vốn lớn như bất động sản, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất thấp được duy trì trong 2021 sẽ đóng vai trò hỗ trợ lớn cho cả doanh nghiệp (giảm chi phí) và người mua nhà (giảm lãi vay), đặc biệt trong bối cảnh đại dịch Covid-19 gây nên đứt gãy trong cả nguồn cung và nguồn cầu.

Nút thắt từ thể chế được tháo bỏ

Những khó khăn xuất phát từ thể chế, chính sách trong 2 năm vừa qua đã tác động rất lớn đến ngành bất động sản. Trước đây việc giao đất cho nhà đầu tư trúng thầu dự án bất động sản được hiểu và thực hiện theo nhiều cách khác nhau, gây lúng túng và chông chéo cho cả cơ quan quản lý và nhà đầu tư.

Bảng 2: Các Luật liên quan đến việc cấp phép dự án, đấu giá đất, đấu thầu dự án

Luật Đầu tư	Luật Đất đai	Luật Đấu thầu
Quy định UBND tỉnh cấp Quyết định chủ trương đầu tư đối với dự án không thông qua đấu giá, đấu thầu	Quy định các trường hợp đấu giá và không đấu giá đất (Điều 118)	Quy định các trường hợp đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư
Nguồn: Phòng Phân tích Mirae Asset VN tổng hợp		

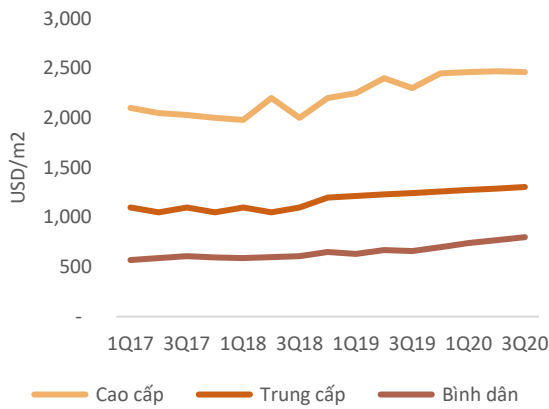
Thấu hiểu những khó khăn doanh nghiệp phải gánh chịu, Chính phủ đã có những động thái hỗ trợ và cởi mở trên tinh thần hỗ trợ các doanh nghiệp vượt qua khó khăn. Cụ thể, ngày 28/02/2020 Chính phủ ban hành Nghị định 25/2020 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Đầu tư về lựa chọn nhà đầu tư, giúp tháo gỡ một phần khó khăn, vướng mắc trên. Điều 60 Nghị định 25/2020/NĐ-CP quy định trình tự thủ tục giao đất, cho thuê đất xác định tiền sử dụng đất, tiền thuê đất đối với nhà đầu tư trúng thầu được thực hiện theo Nghị định 43/2014/NĐ-CP hướng dẫn thi hành Luật Đất đai năm 2013. Thời điểm giao đất cho nhà đầu tư được triển khai ngay sau khi hoàn thành bồi thường, hỗ trợ tái định cư thực hiện dự án. Chúng tôi kỳ vọng việc ban hành hành lang pháp lý mới này giúp tháo gỡ nút thắt trong thời gian dài vừa qua trên thị trường.

Thị trường bất động sản Việt Nam thiết lập mặt bằng giá mới

Tại các quốc gia phát triển, người dân có đa dạng kênh tài sản để đầu tư: trái phiếu, cổ phiếu, quỹ hưu trí, quỹ tương hỗ, bất động sản. Trong đó, kênh bất động sản có thể được đầu tư qua hình thức sở hữu trực tiếp hoặc gián tiếp thông qua các tổ chức đầu tư & quản lý bất động sản chuyên nghiệp (REITs). Tại Việt Nam, do đặc thù văn hóa của người dân và chưa chính thức có các công ty đầu tư và quản lý bất động sản chuyên nghiệp, việc sở hữu trực tiếp bất động sản là phương thức đầu tư được ưu tiên hàng đầu đối với mọi tầng lớp người dân. Chính vì vậy, khi lựa chọn kênh đầu tư, tâm lý sở hữu một bất động sản hiện hữu trong đại đa số người dân.

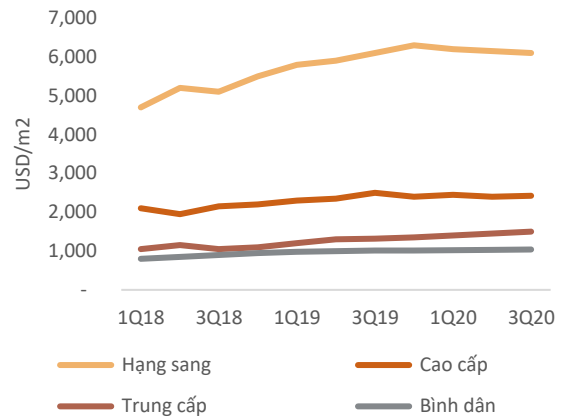
Với vị thế là kênh đầu tư số 1 tại Việt Nam, tác động và sức lan tỏa của thị trường bất động sản đối với nền kinh tế là rất lớn. Thực tế, chu kỳ ngành bất động sản ở Việt Nam thường ngắn hơn (từ 4-5 năm) so với các quốc gia trên thế giới, với chu kỳ gần nhất là giai đoạn 2014-2019. Đặc biệt, bất chấp tác động của đại dịch Covid-19, chúng tôi nhận thấy giá bán căn hộ sơ cấp tại 2 thị trường lớn nhất là Hà Nội và Tp.HCM không có dấu hiệu suy giảm. Chính vì vậy, chúng tôi tin rằng thị trường bất động sản Việt Nam đã hoàn thành một chu kỳ, đồng thời một bằng giá mới đã được thiết lập trong dài hạn, làm cơ sở cho những hoạt động kinh doanh, bán hàng trong tương lai của các doanh nghiệp.

Hình 10: Giá bán sơ cấp căn hộ tại Hà Nội



Nguồn: CBRE Vietnam

Hình 11: Giá bán sơ cấp căn hộ tại Tp.HCM



Nguồn: CBRE Vietnam

III. Lựa chọn cổ phiếu cho năm 2021

Tích cực: VHM, NLG, KDH, DIG

Chúng tôi đánh giá cao những doanh nghiệp đầu ngành, có nền tảng cơ bản tốt, quỹ đất lớn & tọa lạc tại những vị trí chiến lược, dành cho cơ hội đầu tư trong năm 2021. VHM, NLG, KDH, DIG là những doanh nghiệp đáp ứng được các tiêu chí chúng tôi lựa chọn.

Trung lập: NVL

Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập đối với NVL do một số vấn đề còn tồn tại chưa được xử lý. Chúng tôi kỳ vọng Ban lãnh đạo doanh nghiệp sẽ giải quyết thành công các vướng mắc trước khi đưa ra các khuyến nghị mới.

[Việt Nam] Bất động sản

18 tháng 12, 2020

CTCP VINHOMES

(HOSE: VHM)

Vị Thế Dẫn Đầu

MUA
(Bảo cáo cập nhật)**Giá mục tiêu:**
VND 112,000
Upside: 32%Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)
Trần Tuấn Long, long.tt@miraeasset.com.vn

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi duy trì **khuyến nghị Mua cổ phiếu (CP) VHM với giá mục tiêu 112,000 đồng/CP (lợi nhuận kỳ vọng +32%)**. Với P/E mục tiêu 2020 và 2021 lần lượt 13.3 và 11.5 lần, chúng tôi cho rằng VHM đang giao dịch dưới mức giá trị hợp lý so với tiềm lực phát triển của công ty với vị trí dẫn đầu thị trường, biên lợi nhuận cao và dòng tiền ổn định.

Luận điểm đầu tư

Triển vọng tăng trưởng trong Q4/2020 và 2021

• Tính đến cuối T9/2020, tổng giá trị hợp đồng chưa ghi nhận đạt 81,300 tỷ đồng (xấp xỉ cùng kỳ 2019). Trong đó, 3 đại dự án của VHM hiện còn 42,600 căn bán trước, dự kiến bàn giao 11,000 căn trong Q4/2020 và phần còn lại trong năm 2021. Bên cạnh đó, trong quý 2 VHM công bố thu về 15 nghìn tỷ đồng từ hoạt động bán sỉ nhưng đến nay vẫn chưa được ghi nhận, và nhiều khả năng sẽ được ghi nhận vào quý 4 năm nay. Dựa trên kế hoạch bàn giao của công ty, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng 2020 và 2021 lần lượt đạt 28,207 tỷ đồng (+16.5% Y-o-Y) và 32,634 tỷ đồng (+15.7% Y-o-Y).

Backlog dự án lớn

• Trong năm 2021, VHM sẽ bắt đầu mở bán dự án Wonder Park thay vì mở bán vào cuối năm 2020 như dự kiến trước đây. 2 dự án khác trong kế hoạch là Hạ Long Xanh (4,109 ha) và Long Beach Cần Giờ (2,870 ha) đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý để mở bán trong năm 2022.

Cập nhật Q3/2020 và 9T2020

Doanh thu khả quan trong Q3/2020 và 9T2020

• Q3/2020, VHM ghi nhận doanh thu đạt 26,483 tỷ đồng (+143% Y-o-Y) và LNR đạt 6,058 tỷ đồng (+11% Y-o-Y). Kết quả doanh thu đến từ việc bàn giao đúng tiến độ 10.800 căn hộ, chủ yếu từ 3 đại dự án Ocean Park, Smart City, và Grand Park và chuyển nhượng tòa nhà văn phòng Metropolis tại Hà Nội trị giá 6,8 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp (LNG) giảm còn 34% (Q3/2019 ~ 62%) do tỷ trọng giao dịch bán lẻ (vốn có biên LNG thấp hơn) cao hơn và việc chuyển nhượng ghi nhận biên LNG chỉ khoảng 30%. Bên cạnh đó, đóng góp từ hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) giảm 91% CK, dẫn đến tốc độ tăng trưởng LNR thấp so với doanh thu.

• Lũy kế 9T2020, VHM đạt hơn 49,378 tỷ đồng doanh thu (+31% Y-o-Y) và 16,337 tỷ đồng LNR (+7% Y-o-Y). Biên LNG đạt 37% (9T2019 ~ 46%). Thu nhập từ chuyển nhượng một phần quyền sở hữu Grand Park (ghi nhận trong Q1/2020) bù đắp sự sụt giảm của mảng BCC và sự gia tăng chi phí tài chính và chi khí khác trong kỳ.

Dữ liệu quan trọng



Thị giá hiện tại (17/12/2020, VND)	84,700	Vốn hóa (tỷ đồng)	255,266
LN hoạt động (20F, tỷ đồng)	30,405	SL cổ phiếu (triệu)	3,290
Kỳ vọng thị trường (20F, tỷ đồng)	30,383	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	23.4
Tăng trưởng EPS (20F, %)	8.0	Tỷ lệ số hữu NĐTNN (%)	21.9
P/E (20F, x)	9.4	Beta (12M)	1.1
P/E thị trường (20F, x)	16.0	Cao nhất 52 tuần (VND)	52,000
VN-Index	1,067.46	Thấp nhất 52 tuần (VND)	99,700

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.1	-2.3	-20.1
Tương đối	-3.2	-14.1	-14.5

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	15,297	38,664	51,627	67,373	80,848	92,975
LN hoạt động (tỷ đồng)	3,128	7,617	29,615	36,609	41,879	47,268
Biên LN hoạt động (%)	20.5	19.7	57.4	54.3%	51.8%	50.8%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,410	14,284	24,206	28,207	32,634	37,291
EPS (VND)	1,879	4,503	6,502	8,421	9,743	11,133
ROE (%)	31.0	57.0	43.8	32.8%	28.8%	25.9%
P/E (x)	-	16.3	13.0	13.3	11.5	10.1
P/B (x)	-	5.7	5.0	4.4	3.3	2.6

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam dự phóng

[Việt Nam] Bất động sản

CTCP Đầu tư Nam Long

(HOSE: NLG)

CƠ HỘI PHÁ ĐỈNH

18 tháng 12, 2020

Tăng Tỷ Trọng
(Báo cáo cập nhật)**Giá mục tiêu:**
33.900 VND
(Upside: +17%)Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)
Trần Duy lam, lam.td@miraeasset.com.vn

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi đánh giá cao chiến lược "Affordable Housing - Nhà ở vừa túi tiền" của Nam Long giúp công ty tồn tại qua cuộc khủng hoảng bất động sản giai đoạn 2010-2012. Chúng tôi cho rằng kinh nghiệm trải qua cuộc khủng hoảng sẽ giúp công ty tiếp tục duy trì và phát triển trong tình hình thị trường bất động sản khó khăn hiện nay.
- Việc mở rộng cấu trúc sản phẩm với 3 loại hình nhà ở Bình dân - Trung cấp - Cao cấp (Ehome - Flora - Valora) giúp đa dạng hóa sản phẩm, đáp ứng nhu cầu khách hàng ở các phân khúc khác nhau và cải thiện biên lợi nhuận của NLG so với trước đây khi tập trung chủ yếu vào các phân khúc Bình dân - Trung cấp.
- Chiến lược phát triển hợp vốn 50/50 theo từng dự án với các đối tác Nhật Bản (Hankyu Hanshin, Nishiteshu) giúp Nam Long tận dụng kinh nghiệm về phát triển dự án, khu đô thị đặc trưng, và tận dụng chi phí sử dụng vốn giá rẻ tại Nhật Bản.

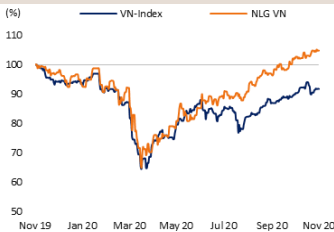
Kết quả kinh doanh và dự phóng

- KQKD 9 tháng đầu năm 2020:** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt đạt 1.298 tỷ đồng (-2% yoy) và 217 tỷ đồng (-52% yoy), EPS đạt 823 đồng/cổ phiếu (cp) (-52% yoy). LNST giảm mạnh do biên lợi nhuận gộp suy giảm ở các phân khúc nhà ở (-14% yoy) và xây dựng (-20% yoy).
- Cho năm 2020:** Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 1.542 tỷ đồng (-39% yoy) và LNST đạt 895 tỷ đồng (-11% yoy). Lợi nhuận trong năm 2020 chủ yếu đến từ thu nhập tài chính với kỳ vọng chuyển nhượng thành công một phần vốn góp tại 2 dự án Waterfront và Paragon Đại Phước, dự kiến mang lại LNST xấp xỉ 500 tỷ đồng. Ngoài doanh thu từ bàn giao căn hộ, đất nền, biệt thự tại các dự án sẵn có, chúng tôi cho rằng Nam Long sẽ ghi nhận doanh thu xây dựng từ việc thi công các dự án Mizuki, Waterpoint. Đây là các dự án được Nam Long góp vốn dưới dạng công ty liên kết.

Định giá và khuyến nghị

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ Mua về Tăng Tỷ Trọng đối với cổ phiếu NLG và duy trì giá mục tiêu 33.900 đồng/cp**, xác định dựa trên việc kết hợp 2 phương pháp RNAV và phương pháp so sánh. Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng phát triển trong trung và dài hạn của NLG khi thị trường bất động sản phục hồi, với quỹ đất sẵn có tại Long An, Cần Thơ, Hải Phòng, Đồng Nai.

Các chỉ số chính



Giá hiện tại (17/12/2020, đồng))	29.000	Vốn hóa (tỷ đồng)	7.487
LNST (2020E, tỷ đồng)	895	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	275
Kỳ vọng thị trường (2020E, tỷ đồng)	110	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	61,0
Tăng trưởng EPS (2020E, %)	6,7	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	48,0
P/E (2020E, x)	7,4	Beta (12M)	0,8
P/E thị trường (2020F, x)	16	Cao nhất 52 tuần (đồng)	27.500
Vn-Index	1.067,46	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	16.154

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	2,6	26,3	4,8
Tương đối	0,5	13,0	13,0

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	2015H	2016H	2017H	2018H	2019H	2020F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.259	2.534	3.161	3.480	2.546	1.542
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	418	823	1.295	1.503	1.066	648
Biên lợi nhuận gộp (%)	33,2	32,5	41,0	43,2	41,9	42,0
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	206	345	535	763	961	895
EPS (VND/CP)	929	1.511	2.315	2.900	3.430	3.660
ROE (%)	9,6	13,9	22,0	21,3	18,7	13,2
P/E (x)	15,6	9,3	9,1	7,5	7,3	7,4x
P/B (x)	1,4	1,2	1,6	1,3	1,4	0,9x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset VN Research

[Việt Nam] Bất động sản

18 tháng 12, 2020

CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền

(KDH VN)

Năm Giữ
(Bảo cáo cập nhật)**Giá mục tiêu: 24.800****Lợi thế cạnh tranh tại khu vực phía Đông thành phố**Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)
Lam Tran lam.td@miraeasset.com.vn**Luận điểm đầu tư**

- Khả năng cung cấp thông tin rõ ràng về tính pháp lý khi triển khai dự án.** Chúng tôi đánh giá cao hoạt động công bố thông tin rộng rãi của KDH về các hồ sơ pháp lý cơ bản của dự án tại thời điểm mở bán. Điều này tạo nên độ tin cậy cao đối với các khách hàng mua sản phẩm nhà ở của Khang Điền.
- Tập trung vào phân khúc trung cấp.** Theo CBRE, phân khúc này tiếp tục chiếm lĩnh thị trường căn hộ tại TP.HCM với tỷ trọng 55% tổng lượng mở bán trong 2Q20. Giá bán bình quân trên thị trường sơ cấp của các sản phẩm trung cấp ghi nhận mức tăng 10% yoy – mức tăng cao nhất so với các phân khúc khác (4% - 6% yoy) trong 2Q20. Chúng tôi cho rằng nhu cầu thực của phân khúc này sẽ hỗ trợ khả năng bán hàng của công ty trong các dự án tiếp theo.
- Tiềm năng tăng trưởng dài hạn với quỹ đất lớn tại các khu vực phía Đông và phía Nam TP.HCM.** Tại khu vực phía Đông, Khang Điền là một trong số ít những nhà phát triển bất động sản đã tích lũy được quỹ đất với mức giá tốt, tập trung tại Quận 9 và Quận 2. Chúng tôi cho rằng việc Chính phủ đồng ý chủ trương thành lập Thành phố Thủ Đức sẽ tạo động lực tăng trưởng mặt bằng giá bán các sản phẩm nhà đất tại các khu vực này. Đây là nguồn ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tốt cho KDH trong tương lai.

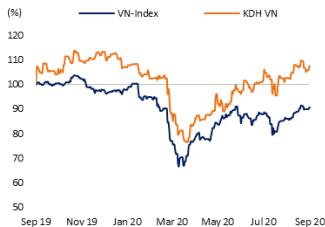
Bên cạnh đó, sau khi mua lại CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh, hiện Khang Điền đang sở hữu hơn 350 ha dự án tại các khu vực phía Nam có mật độ dân cư đông đúc thuộc các Quận Bình Tân và Bình Chánh. Mặc dù thông tin về các dự án này còn hạn chế, việc cơ sở hạ tầng tại khu vực này đang dần được cải thiện sẽ mở ra thị trường tiềm năng cho KDH khi thị trường bất động sản phục hồi.

Kết quả kinh doanh và dự phóng

- KQKD 9 tháng đầu năm 2020:** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt đạt 3.241 tỷ đồng (+74% yoy) và 771 tỷ đồng (+50% yoy), EPS đạt 1.370 đồng/cp (+65% yoy). Nguồn thu chủ yếu đến từ việc bàn giao đợt 1 dự án Verosa Park với 150 căn biệt thự. Đây là dòng sản phẩm có biên lợi nhuận gộp cao nhất.

Định giá và khuyến nghị

- Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu KDH với giá mục tiêu 24.800 đồng/cp, xác định dựa trên việc kết hợp 2 phương pháp RNAV và phương pháp so sánh. Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng phát triển trong trung và dài hạn của KDH khi thị trường bất động sản phục hồi, với các lợi thế cạnh tranh về quỹ đất sạch, giá vốn rẻ

Các chỉ số chính

Giá hiện tại (04/12/2020, đồng)	26,950	Vốn hóa (tỷ đồng)	13.691
LNST (2020E, tỷ đồng)	1.014	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	559
Kỳ vọng thị trường (2020E, tỷ đồng)	n/a	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	80,6
Tăng trưởng EPS (2020E, %)	7	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	42,8
P/E (2020E, x)	13,4	Beta (12M)	0,8
P/E thị trường (2020F, x)	16	Cao nhất 52 tuần (đồng)	16.667
Vn-Index	1,067.46	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	26.095

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	3.1	26.5	-0.8
Tương đối	-2.5	0.6	9.4

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	2015H	2016H	2017H	2018H	2019H	2020F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.050	3.932	3.055	2.917	2.813	4.626
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	338	980	1.036	1.239	1.500	1.539
Biên lợi nhuận gộp (%)	32,2%	24,9%	33,9%	42,5%	53,3%	33,3%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	260	372	502	808	915	1.014
EPS (VND/CP)	2.080	1.590	2.000	2.020	1.690	1.815
ROE (%)	9,7%	9,4%	10,6%	12,4%	12,6%	13,0%
P/E (x)	11,6x	15,2x	12,1x	11,9x	14,3x	13,3x
P/B (x)	1,3x	1,6x	1,6x	1,5x	1,7x	1,7x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN dự phóng

Bất động sản

17 tháng 12, 2020

Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng

(HOSE: DIG)

Tăng tốc về đích

Năm Giữ
(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu:
VND 24.500
(-5%)

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam
Phạm Bình Phương,

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ **Tăng Tỷ Trọng** về **Năm Giữ** đối với cổ phiếu (cp) DIG và duy trì giá mục tiêu ở mức 24.500 đồng/cp.

Cập nhật & dự phóng

Hoạt động kinh doanh thuận lợi, DIG tiếp tục ghi nhận kết quả tăng trưởng.

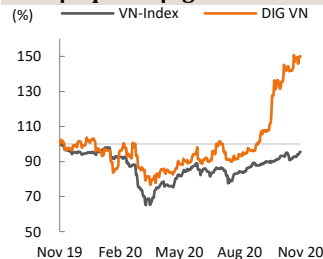
Quý 3/2020, doanh thu thuần tăng trưởng 62% so với cùng kỳ, đạt 966 tỷ đồng, lãi sau thuế 75,9 tỷ đồng, tăng 18,6% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt gần 69 tỷ đồng.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2020, doanh thu thuần đạt 1.865 tỷ đồng, tăng trưởng 44,9% so với cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận trước thuế (LNTT) đạt 172 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 131,2 tỷ đồng, tăng trưởng 40,5% cùng kỳ. So với kế hoạch 2020, công ty hoàn thành 75% kế hoạch doanh thu và 26,4% kế hoạch LNTT.

Tiến độ triển khai các dự án đảm bảo đạt kế hoạch 2020 và duy trì tăng trưởng trong 2021

- Trong quý 4, DIG sẽ hạch toán doanh thu chính từ 3 dự án sau: (1) Dự án căn hộ cao cấp Vũng Tàu Gateway; (2) Dự án khu dân cư Hiệp Phước (Đông Nai); (3) Dự án Dic Star Apart Hotel Vũng Tàu (Dự án CSJ – giai đoạn 1). Chúng tôi ước tính tổng doanh thu 3 dự án trên sẽ đóng góp 900 – 1.000 tỷ đồng trong Q4/2020, như vậy DIG có khả năng vượt mức kế hoạch về doanh thu năm 2020 (2.500 tỷ đồng). LNTT dự phóng đạt 652 tỷ đồng, hoàn thành kế hoạch đề ra là 650 tỷ đồng, tương ứng với việc ghi nhận hơn 400 tỷ LNTT trong Q4/2020.
- Cho năm 2021, DIG cũng đã có các dự án gối đầu để đảm bảo mức tăng trưởng so với 2020. Trong đó dự án Nam Vĩnh Yên sẽ đóng vai trò quan trọng trong kế hoạch kinh doanh 2021. Ngoài ra các dự án CSJ – GĐ2, Vị Thanh – GĐ1 (Hậu Giang) dự kiến cũng sẽ duy trì đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận 2022 của DIG.
- Tiến độ giải phóng mặt bằng dự án Long Tân (Đông Nai) và Bắc Vũng Tàu sẽ quyết định triển vọng dài hạn của DIG. Đây là 2 dự án quan trọng nhất của DIG trong giai đoạn sau 2021. Theo kế hoạch DIG sẽ bắt đầu mở bán 2 dự án từ cuối năm 2021 tuy nhiên đến nay tỷ lệ bồi thường giải phóng mặt bằng (GPMB) của DIG ở 2 dự án còn khá thấp: Long Tân (80/322 ha) và Bắc Vũng Tàu (7,3/ 90,5 ha). Do đó, DIG dự kiến tập trung nguồn lực để thực hiện GPMB trong năm 2021.

Dữ liệu quan trọng



Giá ngày 17/12/2020 (VND)	25.900	Vốn hoá (tỷ đồng)	6.210
Lợi nhuận sau thuế (20F, tỷ đồng)	522	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	307
Tăng trưởng EPS (20F, %)	31,6	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	61,2
Tăng trưởng EPS thị trường (20F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	23,7
P/E (20F, x)	12,2	Beta (12M)	0,8
P/E thị trường (20F, x)	16	Giá thấp nhất 52 tuần	9.820
VN-Index	1,067,46	Giá cao nhất 52 tuần	20.850

Biến động giá

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	9,9	38,5	-6,1
Tương đối	17,8	56,6	15,2

Lợi nhuận và mức định giá các năm

Năm tài chính (31/12)	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (Dự báo)
Doanh thu (VNDbn)	655	1.152	1.594	2.345	2.115	2.500
Lãi hoạt động (VNDbn)	(5)	298	378	523	547	655
Biên lãi hoạt động (%)	(0,8)	28	25	24	25,8	26
LNST (VNDbn)	10	58	196	324	391	522
EPS (VND)	35	198	688	1.135	1.242	1.659
ROE (%)	0,4	2,0	6,8	10,5	10,8	9,54
P/E (x)	206,8	33,6	26,0	12,6	10,7	12,5
P/B (x)	0,7	0,7	1,7	1,2	1,1	1,4
Cổ tức/ Thị giá (%)	N/A	N/A	2,2	2,7	0	0

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

CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va

(HOSE: NVL)

Cơ hội phía trước

NĂM GIỮ
(Bảo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu: VND 64,800
(-2%)

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam
Trần Tuấn Long, long.tt@miraesasset.com.vn

Quan điểm đầu tư

Dịch bệnh kiểm soát tốt tạo đà tăng cho thị trường bất động sản

- Nhìn chung thị trường nhà đất tại TP HCM đã có sự hồi phục trở lại khi lượng giao dịch và lượng chào bán trong Q3/2020 tăng hơn 2 lần so với Q2/2020. Giá nhà có sự tăng nhẹ, đặc biệt ở phân khúc trung cấp (tăng 6% so với đầu năm 2020).
- Thị trường bất động sản du lịch cũng kỳ vọng có tương lai tươi sáng hơn khi các chuyến bay đến 1 số nước dần được vận hành trở lại (Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan ...). Tỷ lệ hấp thụ của loại hình biệt thự nghỉ dưỡng đạt ngưỡng cao trong Q3/2020 (đạt 91% ở Phan Thiết nơi NVL có nhiều dự án).

Tình hình kinh doanh tiến triển tốt

- Doanh thu từ chuyển nhượng bất động sản chiếm phần lớn doanh thu thuần trong Q3/2020 đạt 2,140 tỷ đồng, tăng 42% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, doanh thu tài chính ghi nhận gần 2,400 tỷ đồng (gấp 6.6 lần so với Q2/2020) từ lãi thoái vốn các công ty con và đánh giá lại các khoản đầu tư.
- Nhìn chung 9 tháng đầu năm 2020, doanh thu NVL giảm 60% so với cùng kỳ nhưng nhờ các khoản lãi tài chính từ đánh giá lại và thoái vốn đã giúp NVL đạt 3,344 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ.
- Tính đến hết quý 3, NVL đã bàn giao 355 căn hộ đến từ các dự án Rivergate, Sun Avenue, Sunrise Riverside, Victoria Village, Lakeview City và Newton Residence với tổng giá trị lên đến khoảng 2,800 tỷ đồng. Trong quý 4, công ty dự định sẽ bàn giao số lượng căn hộ trị giá hơn 4,000 tỷ đồng, chủ yếu đến từ các dự án nội thành TP HCM, Aqua City và Nova World Phan Thiết.

Nhiều tiềm năng trong tương lai

- Khu vực phía Đông TP HCM, bao gồm quận 2, quận 9 và Thủ Đức, đang được quy hoạch để trở thành đô thị độc lập. Giá bán đất quận 2 và quận 9 đã tăng lần lượt 2.2 lần và 5.3 lần kể từ năm 2017. Nơi đây tập trung nhiều dự án đã và đang triển khai của NVL nên chúng tôi kỳ vọng NVL sẽ được hưởng lợi trong tương lai gần.

Khuyến nghị và định giá

Nắm giữ với giá mục tiêu 64,800 đồng/cổ phiếu

- Sử dụng phương pháp tài sản ròng RNAV và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi định giá NVL ở mức giá **64,800 đồng/cổ phiếu** và khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu NVL. Ở mức định giá này, P/E 2021 của NVL là 14.5 lần, thấp hơn so với mức P/E hiện nay là 17.3 lần.

Các chỉ số chính



Giá hiện tại (17/12/2020, VND)	66,000	Vốn hóa (tỷ đồng)	61,016
LNST (21F, tỷ đồng)	4,331	SL cổ phiếu (triệu)	986
Kỳ vọng thị trường (21F, tỷ đồng)	4,420	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	28.8
Tăng trưởng EPS (21F, %)	9	Tỷ lệ số hữu NĐTNN (%)	5.4
P/E (21F, x)	14.5	Beta (12M)	0.4
P/E thị trường (x)	16.0	Cao nhất 52 tuần (VND)	49,100
VN-Index	1,067.46	Thấp nhất 52 tuần (VND)	65,700

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-1.8	15.4	5.5
Tương đối	-4.9	1.2	8.9

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	11,632	15,290	10,931	10,475	12,570	14,455
LN gộp (tỷ đồng)	2,322	3,990	1,660	3,233	3,795	4,364
Biên LN gộp (%)	20.0	26.1	15.2	30.9	30.2	30.2
LNST (tỷ đồng)	2,033	3,227	3,431	3,985	4,331	5,136
EPS (VND)	2,450	3,533	3,579	4,110	4,467	5,298
ROE (%)	18.7	20.1	16.4	14.7	13.9	14.3
P/E (x)	20.3	18.1	16.6	15.8	14.5	12.2
P/B (x)	3.2	3.2	2.6	2.3	2.0	1.7

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam dự phóng

APPENDIX 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
----------------	------	--------	--------------



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

The research analysts who prepared this report (the “Analysts”) are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. MAS policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst’s area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network

<p>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</p> <p>Tel: 82-2-3774-2124</p>	<p>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</p>	<p>Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom</p> <p>Tel: 44-20-7982-8000</p>
<p>Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA</p> <p>Tel: 1-212-407-1000</p>	<p>Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA</p> <p>Tel: 1-213-262-3807</p>	<p>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</p>
<p>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</p>	<p>Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore</p> <p>Tel: 65-6671-9845</p>	<p>Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam</p> <p>Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)</p>
<p>Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia</p> <p>Tel: 976-7011-0806</p>	<p>Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China</p> <p>Tel: 86-10-6567-9699</p>	<p>Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China</p> <p>Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)</p>
<p>Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China</p> <p>Tel: 86-21-5013-6392</p>	<p>Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam</p> <p>Tel: 84-8-3910-7715</p>	