

## CTCP Đầu tư Nam Long

(HOSE: NLG)

Mua  
(cập nhật)Giá mục tiêu:  
VND40.300  
(Upside: +26,5%)

## Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ Izumi &amp; Southgate

Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)  
Trần Duy Lam, lam.td@miraeasset.com.vn

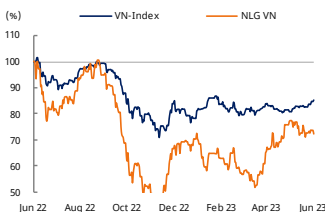
## Kết quả kinh doanh 2022

- Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long (NLG) báo cáo doanh thu năm 2022 là 4.339 tỷ đồng (-17% YoY) và LNST của công ty mẹ là 556 tỷ đồng (-48% YoY). Các sản phẩm liên quan đến bất động sản như nhà phố, căn hộ, biệt thự, đất chiếm phần lớn doanh thu với 4.038 tỷ đồng, cụ thể như sau: Flora Akari, 1.020 tỷ đồng; Southgate, 2.517 tỷ đồng; và Ehome Southgate, 354 tỷ đồng. Trong 1Q23: công ty ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 235 tỷ (-60% YoY) và 16 tỷ đồng (-50% YoY)

## 2023: Dự phóng &amp; Định giá

- Triển vọng:**
  - Dù các chỉ số về lợi nhuận của các công ty trong ngành suy giảm trong năm qua, chúng tôi cho rằng ngành bất động sản có khả năng đã chạm đáy khi Chính phủ đã can thiệp và thực hiện các biện pháp quyết liệt nhằm hỗ trợ và xoa dịu tâm lý thị trường.
  - Với những thách thức từ nhu cầu suy yếu trong thời gian sắp tới, chúng tôi dự báo thận trọng doanh số presales năm 2023 vào khoảng 5.000 tỷ đồng-7.000 tỷ đồng, tương đương 50%-70% kế hoạch của công ty, nhờ vào quỹ đất đa dạng bao gồm các sản phẩm từ bình dân, trung cấp, cao cấp và hạng sang.
  - Dù doanh thu tăng nhẹ, chúng tôi dự báo LNST của công ty mẹ sẽ tăng 25% nhờ biên lợi nhuận gộp cao đáng kể từ Southgate và Izumi, đóng góp tỷ trọng lần lượt 42,9% và 47,6% vào lợi nhuận gộp.
  - Ngoài ra, chúng tôi cũng đưa khoản thoái vốn 25% từ Paragon Đại Phước (dự kiến) trị giá 238 tỷ đồng vào thu nhập tài chính
- Rủi ro:**
  - Dù các chính sách điều hành đã phần nào được nới lỏng, nhưng sẽ cần thời gian để các chính sách tài khóa và tiền tệ có tác động rõ rệt đến nền kinh tế. Vì vậy, chúng tôi không kỳ vọng một sự phục hồi mạnh và đột ngột, mà thay vào đó là tiến trình chậm và có tính xây dựng.
- Định giá:**
  - Cho năm 2023, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt là 4.605 tỷ đồng (+6% YoY) và 695 tỷ đồng (+25% YoY), EPS là 1.810 đồng (+35% YoY). Chúng tôi cập nhật báo cáo cho NLG với khuyến nghị Mua với giá mục tiêu là 40.389 đồng, dựa trên sự kết hợp của các phương pháp định giá bao gồm RNAV, Precedent Transaction & Book Value.

## Các chỉ số chính



Giá hiện tại (5/6/2023)	31,850	Vốn hóa (tỷ đồng)	12,367
LNST (2023E, tỷ đồng)	556	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	384
Kỳ vọng thị trường (2023E, tỷ đồng)	781	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	57.3
Tăng trưởng EPS (2023E, %)	35	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	44.8
P/E (2023, x)	22.3	Beta (12M)	1.4
P/E thị trường (x)	12.6	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	16,450
Vn-Index	1,075	Cao nhất 52 tuần (đồng)	47,750

## Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-3.6	9.7	-30.7
Tương đối	-5.9	10.3	-13.3

## Các chỉ tiêu tài chính và định giá

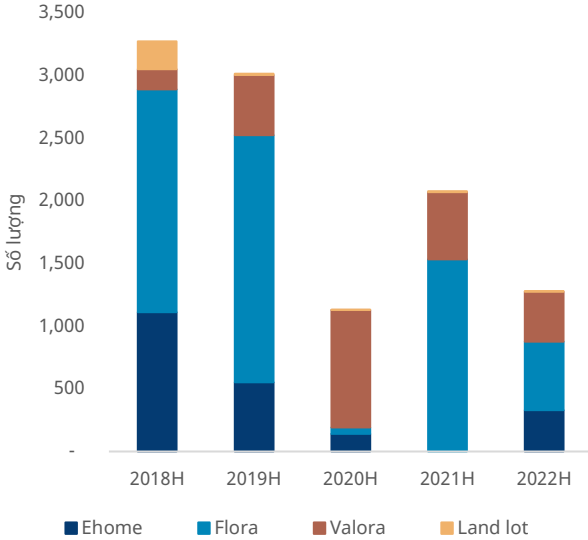
Năm tài chính	2018H	2019H	2020H	2021H	2022H	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,480	2,546	2,217	5,206	4,339	4,605
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1,503	1,066	671	1,778	1,984	2,666
Biên lợi nhuận gộp (%)	43%	42%	30%	34%	46%	58%
LNR CTM (tỷ đồng)	763	961	835	1,071	556	695
EPS (VND/CP)	3,521	4,479	3,078	3,099	1,345	1,810
ROE (%)	20%	18%	13%	15%	6%	11%
P/E (x)	7.5	7.3	9.9	8.2	22.9	22.3
P/B (x)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

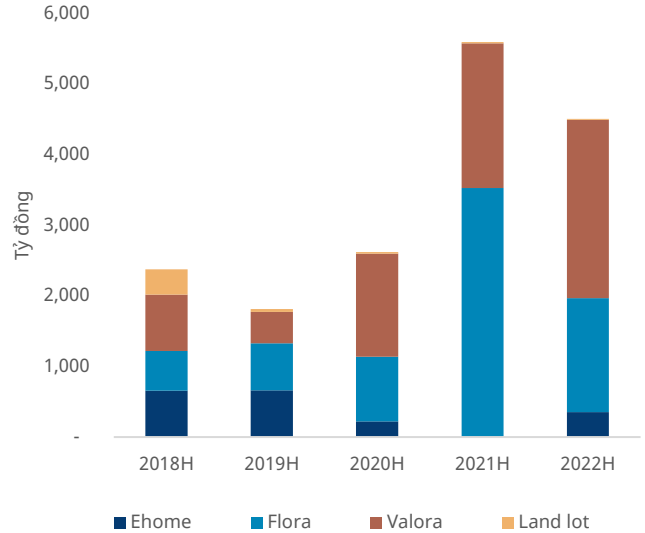
# Kết quả kinh doanh 2022

## Kết quả kinh doanh 2022

**Biểu đồ 1: Sản phẩm bàn giao**



**Biểu đồ 2: Doanh thu theo sản phẩm bàn giao**

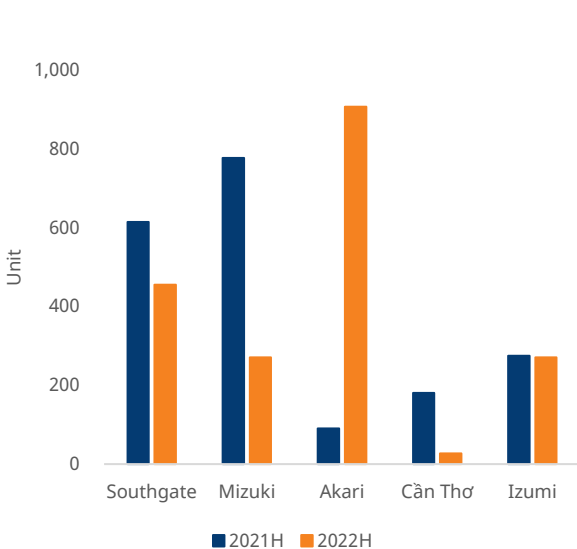


Nguồn: NLG, Mirae Asset Vietnam Research

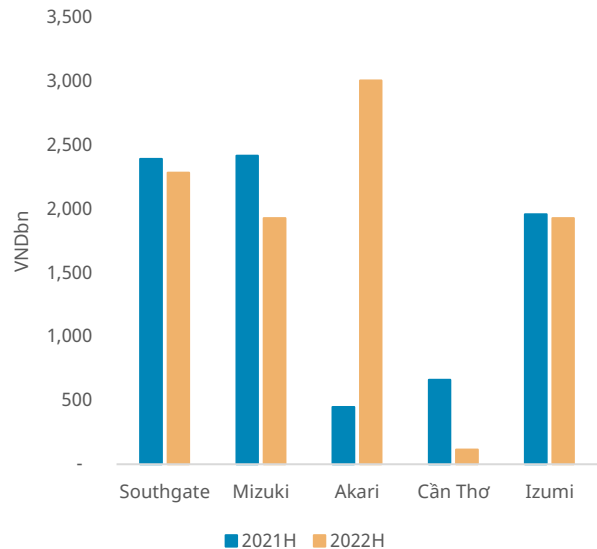
Nguồn: NLG, Mirae Asset Vietnam Research

Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long (NLG) báo cáo doanh thu năm 2022 là 4.339 tỷ đồng (-17% YoY) và LNST của công ty mẹ là 556 tỷ đồng (-48% YoY). Các sản phẩm liên quan đến bất động sản như nhà phố, căn hộ, biệt thự, đất chiếm phần lớn doanh thu với 4.038 tỷ đồng, cụ thể như sau: Flora Akari, 1.020 tỷ đồng; Southgate, 2.517 tỷ đồng; và Ehome Southgate, 354 tỷ đồng. Doanh thu và LNST của công ty mẹ không đạt kế hoạch tài chính năm lần lượt là 39% và 54%. Kết quả này không quá ngạc nhiên do tác động kép từ chu kỳ suy giảm của thị trường chứng khoán và thắt chặt tín dụng đối với lĩnh vực bất động sản trong năm ngoài.

**Biểu đồ 3: Presales theo số lượng**



**Biểu đồ 4: Presales theo giá trị**



Nguồn: NLG, Mirae Asset Vietnam Research

Nguồn: NLG, Mirae Asset Vietnam Research

Mặt khác, giá trị presales đạt 10.152 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng 4,8% về giá trị, là một kết quả khá khả quan trong bối cảnh bất ổn của thị trường. Trong đó, Akari tiếp tục là dự án đóng góp nhiều nhất cả về số lượng và giá trị.

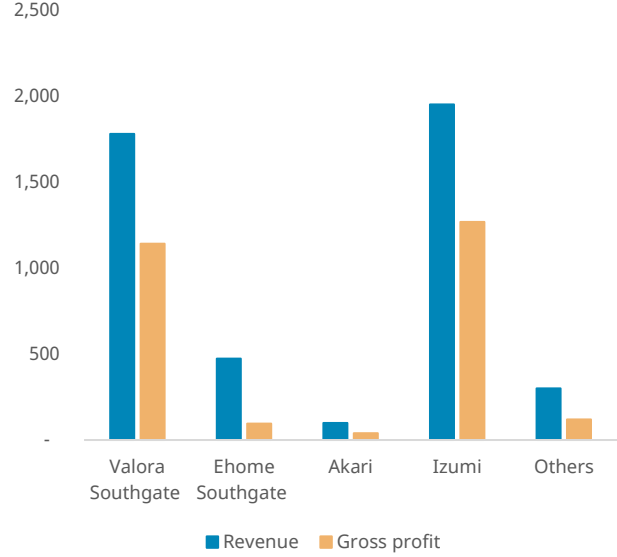
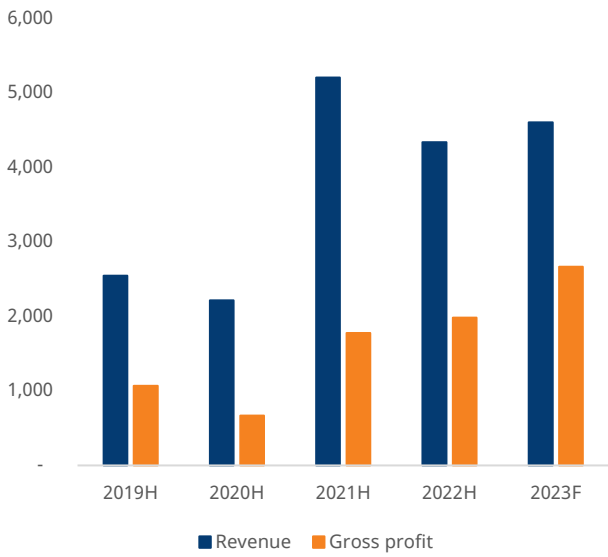
---

## 2023: Triển vọng, rủi ro & định giá

### Triển vọng

- Kể từ tháng 3, chính phủ đã liên tiếp ban hành hàng loạt chính sách mới điều chỉnh trực tiếp ngành, bao gồm các chính sách sau:
  - ✓ Nghị quyết 33/NQ-CP ngày 13 tháng 3, 2023
  - ✓ Công văn 178/TTg-CN ngày 27 tháng 3, 2023
  - ✓ Nghị định 10/2023/NĐ-CP ngày 3 tháng 4, 2023
  - ✓ Công điện 469/CD-TTg ngày 25 tháng 5, 2023
- Dù các chỉ số về lợi nhuận của các công ty trong ngành suy giảm trong năm qua, chúng tôi cho rằng ngành bất động sản có khả năng đã chạm đáy khi Chính phủ đã can thiệp và thực hiện các biện pháp quyết liệt nhằm hỗ trợ và xoa dịu tâm lý thị trường. Ngoài ra, NHNN cũng 3 lần cắt giảm lãi suất điều hành trong cùng khung thời gian, giúp giảm áp lực cho các doanh nghiệp.
- Với những thách thức từ nhu cầu suy yếu trong thời gian sắp tới, chúng tôi dự báo thận trọng doanh số presales năm 2023 vào khoảng 5.000 tỷ đồng–7.000 tỷ đồng, tương đương 50%–70% kế hoạch của công ty, nhờ vào quỹ đất đa dạng bao gồm các sản phẩm từ bình dân, trung cấp, cao cấp và hạng sang. Presales trong năm nay dự kiến đến từ Akari (Giai đoạn 2), Southgate (Valora, Ehome), Mizuki Park và Cần Thơ (Ehome).
- Chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất là 4.605 tỷ đồng (+6% YoY) và LNST của công ty mẹ là 695 tỷ đồng (+25% YoY). Phần lớn doanh thu đến từ việc bàn giao Valora Southgate và các lô đất tại Izumi (Giai đoạn 1), trong khi Ehome Southgate, Akari và các sản phẩm khác chiếm thiểu số. Dù doanh thu tăng nhẹ, chúng tôi dự báo LNST của công ty mẹ sẽ tăng 25% nhờ biên lợi nhuận gộp cao đáng kể từ Southgate và Izumi, đóng góp tỷ trọng lần lượt 42,9% và 47,6% vào lợi nhuận gộp.
- Ngoài ra, chúng tôi cũng đưa khoản thoái vốn 25% từ Paragon Đại Phước (dự kiến) trị giá 238 tỷ đồng vào thu nhập tài chính.

**Biểu đồ 5: Doanh thu và lợi nhuận gộp** **Biểu đồ 6: Dự phóng DT và LNG năm 2023 theo dự án**



Nguồn: NLG, Mirae Asset Vietnam Research

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

**Rủi ro**

- Dù các chính sách điều hành đã phần nào được nới lỏng, nhưng sẽ cần thời gian để các chính sách tài khóa và tiền tệ có tác động rõ rệt đến nền kinh tế. Vì vậy, chúng tôi không kỳ vọng một sự phục hồi mạnh và đột ngột, mà thay vào đó là tiến trình chậm và có tính xây dựng. Lượng trái phiếu đáo hạn trong năm 2023 khoảng xấp xỉ 470 tỷ đồng, là con số hoàn toàn nằm trong khả năng chi trả của công ty.
- Một lượng đáng kể trái phiếu doanh nghiệp của BĐS đáo hạn trong nửa cuối năm 2023 có thể mang lại thách thức cho thị trường. Tuy nhiên, thực tế những người nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp của NLG là các nhà đầu tư tổ chức, vì vậy các ảnh hưởng tiêu cực lên công ty nếu xuất hiện sẽ được hạn chế.

**Định giá**

- Cho năm 2023, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt là 4.605 tỷ đồng (+6% YoY) và 695 tỷ đồng (+25% YoY), EPS là 1.810 đồng (+35% YoY).
- Chúng tôi đã áp dụng phương pháp định giá RNAV cho từng thành phần đang triển khai của từng dự án, đã có giá trị presales và có lịch thanh toán từ lúc mở bán đến khi bàn giao tài sản. Chúng tôi áp dụng phương pháp Precedent Transaction cho Paragon Đại Phước và phương thức Book Value cho các dự án còn lại.
- Chúng tôi đồng thời điều chỉnh tài sản và nợ phải trả để phản ánh thực tế quá trình phát triển dự án đang diễn ra.
- Chúng tôi cập nhật báo cáo cho NLG với khuyến nghị Mua với giá mục tiêu là 40.389 đồng, dựa trên sự kết hợp của các phương pháp định giá bao gồm RNAV, Precedent Transaction & Book Value.

**Bảng 1: RNAV (Tỷ đồng)**

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	PP Định giá	2022H	2023F	2024F	2025F	2026F
Mizuki	50%	RNAV	709	234	30	8	-
Southgate	60%	RNAV	795	441	57	3	5
Akari	50%	RNAV	176	530	1.054	254	542
Cần Thơ	100%	RNAV	257	182	63	4	-
Izumi City	65%	RNAV	369	451	286	41	-
Total			2.306	1.604	1.460	301	546
DP			-	0,5	1,5	2,5	3,5
DF (*)			-	0,9	0,7	0,6	0,4
Tổng				2.870			

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research, (\*) Tỷ suất chiết khấu = CPVCSH = 26,8%

**Bảng 2: Giá trị sổ sách hàng tồn kho điều chỉnh (Tỷ đồng)**

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	PP Định giá	Giá trị sổ sách điều chỉnh
Paragon Dai Phuoc	75%	Precedent Transaction	2.280
Izumi City	65%	Book Value	6.940
Southgate	50%	Book Value	2.804
Waterpoint	50%	Book Value	1.454
Others	100%	Book Value	668
Tổng			14.147

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research ước tính

**Bảng 3: Định giá theo RNAV (Tỷ đồng)**

Tổng cộng RNAV	17.017
<b>Cộng</b>	
Tiền & tương đương tiền	4.761
Khoản phải thu (không bao gồm phải thu khách hàng)	2.260
Tài sản ngắn hạn khác	559
Tài sản dài hạn điều chỉnh	2.113
Tài sản dài hạn	3.365
(-) Điều chỉnh cho Paragon Đại Phước	1.252
<b>Trừ</b>	
Tổng khoản phải trả điều chỉnh	3.763
Tổng khoản phải trả	8.590
(-) Điều chỉnh cho khoản phải cho nhà cung cấp	981
(-) Điều chỉnh cho khoản người mua trả tiền trước	3.271
(-) Điều chỉnh cho khoản đặt cọc của khách hàng mua nhà	575
Tổng nợ điều chỉnh	3.109
Tổng nợ	5.179
(-) Điều chỉnh cho Izumi	1.359
(-) Điều chỉnh cho Southgate	712
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.325
<b>RNAV</b>	<b>15.513</b>
Số lượng CP đang lưu hành	384.080.300
RNAV/cổ phiếu	40.389
Giá thị trường	30.000
Upside	26,2%

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

## CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)

## Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh

(Tỷ đồng)	2020H	2021H	2022H	2023F
Doanh thu	2,217	5,206	4,339	4,605
Giá vốn hàng bán	1,546	3,427	2,355	1,939
Lợi nhuận gộp	671	1,778	1,984	2,666
Thu nhập tài chính	727	445	386	375
Chi phí tài chính	103	112	199	177
Lãi/Lãi từ Công ty LDLK	142	91	25	130
Chi phí Bán hàng & QLDN	434	997	1,155	884
Lợi nhuận hoạt động	1,002	1,205	1,041	1,850
Lợi nhuận khác	13	435	29	-
Lợi nhuận trước thuế	1,015	1,640	1,070	1,850
Thuế TNDH	165	162	204	370
Lợi nhuận sau thuế	850	1,478	866	1,480
Lợi ích cổ đông thiểu số	15	407	309	785
Lợi ích cổ đông công ty mẹ	835	1,071	556	695
EBITDA	401	902	890	1,688
EBITDA Margin (%)	18%	17%	21%	37%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	45%	23%	24%	40%
Biên lợi nhuận ròng (%)	38%	28%	20%	32%

## Bảng Cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020H	2021H	2022H	2023F
Tài sản ngắn hạn	9,570	21,784	23,720	24,202
Tiền & Tương đương tiền	1,073	3,112	3,773	3,500
ĐTTT ngắn hạn	35	744	987	1,090
Phải thu ngắn hạn	610	720	1,310	925
Chi phí trả trước ngắn hạn	478	524	1,232	1,403
Khoản phải thu ngắn hạn khác	1,140	690	1,028	1,209
Hàng tồn kho	6,069	15,490	14,830	15,511
TSNH khác	164	505	559	565
Tài sản dài hạn	4,073	1,833	3,365	3,011
Đầu tư tài sản	3,262	873	2,136	1,788
Tài sản dài hạn khác	811	961	1,229	1,223
Khoản phải trả	6,922	10,090	13,770	12,610
Phải trả ngắn hạn cho người bán	390	585	981	425
Ứng trước ngắn hạn từ khách hàng	2,098	2,463	3,271	2,871
Thuế & Chi phí phải trả nhân viên	180	444	365	396
Chi phí phải trả ngắn hạn	493	767	922	824
Phải trả ngắn hạn khác	345	765	1,508	633
Tổng nợ	2,457	3,608	5,179	5,916
Phải trả dài hạn khác	958	1,457	1,543	1,543
Vốn chủ sở hữu	6,720	13,528	13,315	14,603
Vốn điều lệ	2,853	3,829	3,841	3,841
Thặng dư vốn cổ phần	989	2,643	2,643	2,643
LNST chưa phân phối	2,132	2,444	2,493	2,996
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,117	4,598	4,325	5,110
Tổng tài sản	13,643	23,618	27,085	27,213

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2020H	2021H	2022H	2023F
Lợi nhuận trước thuế	1,015	1,640	1,070	1,850
Khấu hao	23	30	36	36
Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư	(868)	(958)	(410)	(375)
Chi phí lãi vay	53	102	148	177
Thay đổi trong tài sản hoạt động và nợ phải trả	222	890	843	1,688
Tăng/Giảm khoản phải thu	(64)	53	(2,590)	29
Tăng/Giảm hàng tồn kho	(1,668)	1,215	(593)	(681)
Tăng/Giảm khoản phải trả	683	(582)	1,665	(1,897)
Lãi vay đã trả	(48)	(83)	(118)	(177)
Thuế TNDH đã trả	(198)	(153)	(211)	(370)
Tiền chi khác cho HĐKD	(38)	(45)	(27)	-
Lưu chuyển thuần từ HĐKD (CFO)	(1,111)	1,296	(1,031)	(1,408)
Đầu tư TSCĐ	(44)	(19)	(73)	(30)
Net purchase/sales of debt	(40)	(755)	(277)	(103)
Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	(1,076)	(1,260)	648	348
Lãi vay/cổ tức được nhận	118	28	154	375
Lưu chuyển thuần từ HĐĐT (CFI)	(1,043)	(2,006)	452	590
Mua cp quỹ/Phát hành cp	(6)	2,637	187	-
Thu/Chi nợ vay	1,589	444	1,574	737
Cổ tức đã trả	(257)	(333)	(521)	(192)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC(CFF)	1,326	2,749	1,241	545
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(827)	2,038	662	(273)
Tiền & tương đương tiền đầu năm	1,901	1,073	3,112	3,773
Tiền & tương đương tiền cuối năm	1,073	3,112	3,773	3,500

## Chỉ số định giá/Dự phóng

	2020H	2021H	2022H	2023F
P/E (x)	9.9	8.2	22.9	22.3
P/B (x)	1.4	1.5	1.5	1.6
EPS (VND/cp)	3,078	3,099	1,345	1,810
BVPS (VND/cp)	19,641	23,318	23,407	24,717
Tăng trưởng doanh thu (%)	-13%	135%	-17%	6%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-49%	125%	-1%	90%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp (%)	-37%	165%	12%	34%
Tăng trưởng EPS (%)	-31%	1%	-57%	35%
DSO (ngày)	88	47	85	89
DIO (ngày)	1,224	1,148	2,350	2,856
DPO (ngày)	67	52	121	132
ROE (%)	13%	15%	6%	11%
ROA (%)	7%	8%	3%	5%
ROIC (%)	10%	11%	5%	8%
Nợ/Tổng tài sản (%)	18%	15%	19%	22%
Nợ/VCSH(%)	37%	27%	39%	41%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	3.7x	7.8x	4.3x	9.4x
Khả năng thanh toán nợ (x)	2.1x	1.4x	0.9x	1.1x

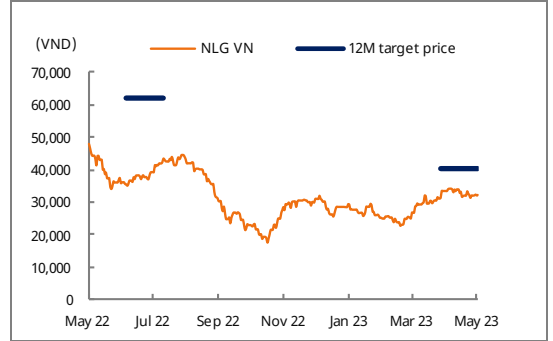
Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research forecasts

# 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
CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)	05/06/2023	Mua	40.300
CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)	9/11/2022	N/A	N/A
CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)	11/07/2022	Mua	62,000



### 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 phỏng 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 nhắm 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 đưa vào để thay thế cho việc phân tích quyết định 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 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 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 (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