

Báo cáo lần đầu

Ngành thép

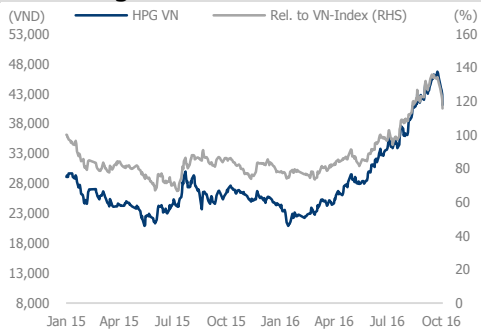
	MUA
10/10/2016	
Giá mục tiêu	VND54,500
Giá (10/10/2016)	VND39,200
Tăng/Giảm (%)	39.0
VN Index	674.19
Vốn hóa (tỷ VND)	34,638
52 tuần (VND)	20.146 – 47.000
Giá trị giao dịch TB (tỷ VND)	108.8
Sở hữu NĐTNN (%)	35.9

Nguồn: Bloomberg

Tóm tắt thu nhập & định giá

Năm tài chính	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ VND)	17,122	19,200	25,852	27,865
EBIT (tỷ VND)	1,933	3,149	4,639	4,727
Lợi nhuận (tỷ VND)	1,031	2,010	3,250	3,504
Lợi nhuận (cơ bản)	994	1,954	3,144	3,485
EPS (VND)	2,386	4,663	6,435	4,517
Tăng trưởng EPS (%)	(0.7)	95.4	38.0	(29.8)
P/E (x)	2.6	1.6	1.3	3.4
EV/EBITDA (x)	3.4	17.3	17.6	8.6
Tỷ suất cổ tức (%)	28.6	39.3	111.4	25.0
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.8
ROE (%)	17.7	22.2	29.5	26.5
Nợ ròng/vốn CSH (%)	78	80	57	47

Diễn biến giá



Diễn biến giá	1M	3M	12M
Tuyệt đối (%)	(11.5)	13.1	44.4
Tuyệt đối (USD, %)	1.1	2.3	14.9
Tương đối so với VN Index (%)	(12.6)	10.8	29.5

Nguồn: Phú Toàn

Đinh Minh Trí, Analyst *

84 8 3911 0636 tri.dinh@miraeeasset.com

* Mirae Asset Securities

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG VN)

Vị thế đầu ngành

Là doanh nghiệp dẫn đầu ngành thép với quy mô lớn cùng cơ cấu tài chính lành mạnh đã giúp cho HPG duy trì được mức lợi nhuận gộp cao hơn hẳn trung bình ngành, đây là một lợi thế lớn giúp HPG liên tục bứt phá, đặc biệt trong giai đoạn khó khăn. Với mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận dự báo tích cực ở mức 15,8% và 58,8% trong năm 2016 và 8,5% và 3,1% trong năm 2017, chúng tôi kỳ vọng HPG sẽ là một trong số nhóm các cổ phiếu khả quan trong 2016 và 2017. Chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu HPG sẽ đạt được mục tiêu 54,500 đồng/cp (+39%) trong 2017.

Biên lợi nhuận gộp dẫn đầu ngành

Hòa Phát là doanh nghiệp thép xây dựng duy nhất với công nghệ lò cao liên động khép kín từ quặng sắt đến thép thành phẩm công nghệ cao, cùng với quy mô lớn đã giúp cho HPG tiết giảm chi phí ở mức cao. HPG từ 2014 đến nay thường duy trì mức biên lợi nhuận gộp từ 20% trở lên, cao hơn hẳn trung bình ngành khoảng 7,1%.

Tiếp tục tăng trưởng tiếp tục từ thép

Nhà máy tôn thép ở Hưng Yên công suất tương đương 20% công suất hiện tại sẽ đi vào hoạt động vào cuối 2017 kỳ vọng sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng HPG trong những năm tới khi thị trường phía Bắc vẫn tiếp tục sôi động nhờ các dự án bất động sản đang phát triển cũng như dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) giải ngân vẫn đang tăng trưởng tốt, tiêu biểu như FDI giải ngân 8 tháng đầu 2016 đạt khoảng 9,8 tỷ USD, tăng 8,9% so với cùng kỳ 2015.

Cơ cấu tài chính lành mạnh

Tổng nợ vay cả ngắn và dài hạn lên đến 5.851 tỷ, nhưng tương ứng tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu cuối quý 2/2016 chỉ ở mức thấp 33%, và tỷ lệ này đã giảm mạnh so với mức 47% vào cuối 2015. Ngoài ra, việc phát triển với quy mô lớn, cơ cấu nợ vay thấp hơn hẳn trung bình ngành (tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp thép khác niêm yết trên sàn trung bình ở mức 168% vào cuối 2Q.2016) giúp cho HPG có lợi thế chi phí tài chính thấp, cũng như có nhiều động lực cho việc gia tăng đầu tư các dự án quy mô lớn, tăng mạnh tính cạnh tranh so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Kỳ vọng chuyển biến khả quan từ nông nghiệp

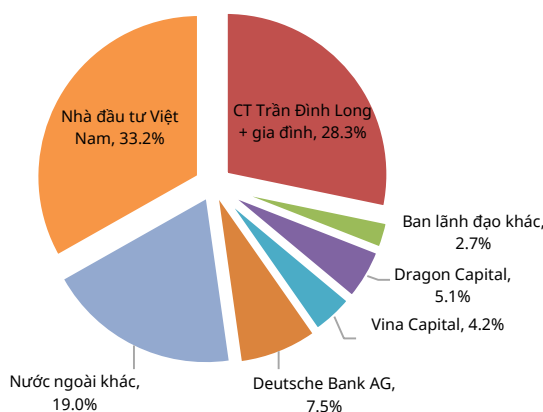
Mảng thức ăn cho gia súc kỳ vọng sẽ bắt đầu gặt hái kết quả lợi nhuận ban đầu rõ rệt từ 2017 khi 2 nhà máy Hưng Yên và Đồng Nai lần lượt vào hoạt động vào tháng 6 cũng như cuối năm 2016. Sang 2018, mảng thịt heo và bò dự kiến sẽ bắt đầu thu về doanh thu tích cực, ngoài ra mảng thịt gà và trứng gà cũng kỳ vọng sẽ tham gia đóng góp trong 2018.

I. TỔNG QUAN

Tiền thân là Công ty TNHH Thiết bị Phụ tùng Hòa Phát, được thành lập năm 1992. Sau đó, Hòa Phát lần lượt mở rộng sang các lĩnh vực Nội thất (1995), Ống thép (1996), Thép (2000), Điện lạnh (2001), Bất động sản (2001). Năm 2007, Hòa Phát tái cấu trúc theo mô hình Tập đoàn, trong đó Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát giữ vai trò là Công ty mẹ cùng các Công ty thành viên và Công ty liên kết. Ngày 15/11/2007, Hòa Phát chính thức niêm yết trên sàn Hồ Chí Minh (HOSE) với mã chứng khoán HPG.

- Sản xuất và mua bán kim loại màu các loại, phế liệu kim loại màu;
- Đầu tư và xây dựng đồng bộ hạ tầng kỹ thuật khu công nghiệp và khu đô thị
- Sản xuất hàng nội thất, chế biến gỗ
- Kinh doanh BĐS (không bao gồm hoạt động tư vấn về giá đất)
- Kinh doanh dịch vụ cho thuê nhà, văn phòng, tài sản

Đồ thị 1 Cơ cấu cổ đông HPG



Nguồn: Mirae Asset Research

II. TRIỂN VỌNG

Theo Hiệp hội Thép xây dựng Việt Nam (VSA), tính trong 5 tháng đầu 2016 thì Hòa Phát đứng thứ 2 về thị phần thép với 20,27%, thấp hơn một chút so với Tổng công ty Thép Việt Nam (Vina Steel) với 23,16% thị phần. Tuy nhiên, trong phân khúc ống thép thì HPG đang dẫn đầu với 24% thị phần. Đặc biệt, các dự án thép lớn tập trung chủ yếu ở miền nam còn tính riêng miền Bắc thì HPG là doanh nghiệp đứng vị trí số 1 về thị phần thép.

Dẫn đầu công nghệ

Hiện tại, chỉ có 3 doanh nghiệp ở Việt Nam là Hòa Phát, Thái Nguyên và Việt Trung sử dụng công nghệ lò cao. Tuy nhiên, quy mô của Hòa Phát còn lớn hơn cả tổng công suất hai doanh nghiệp còn lại nên HPG có lợi thế rõ rệt. Ngoài ra, Hòa Phát là doanh nghiệp thép xây dựng duy nhất với công nghệ lò cao liên động khép kín từ quặng sắt đến thép thành phẩm công nghệ cao, sử dụng quặng sắt, than cốc làm nguồn nguyên liệu đầu vào, thường chiếm khoảng 40% chi phí sản xuất. Những nguyên liệu này sử dụng mang lại hiệu quả cao hơn sắt vụn hoặc dùng đầu vào là phôi thép. Đây là một trong những lý do giúp HPG đạt mức biên lợi nhuận gộp thường duy trì từ 20% trở lên, cao hơn hẳn trung bình ngành khoảng 7,1%.

Bảng 1 So sánh HPG với các doanh nghiệp cùng ngành

Mã	Biên lợi nhuận gộp				Vốn hóa
	2014	2015	1Q.2016	2Q.2016	7/10/2016
HPG	20.3%	20.4%	20.0%	32.0%	28,342
HSG	11.7%	14.8%	25.0%	24.3%	7,433
NKG	5.4%	7.8%	7.8%	16.4%	1,910
POM	4.0%	5.8%	5.1%	7.9%	1,489
DTL	7.7%	6.3%	8.6%	13.1%	1,455
VIS	6.6%	5.0%	7.7%	7.9%	802
VGS	3.9%	4.5%	5.8%	6.1%	414
TKU	11.4%	7.1%	18.6%	25.7%	270
DNY	5.8%	5.5%	5.3%	7.6%	162
Trung bình ngành	7.1%	7.1%	10.5%	13.6%	1,742

Nguồn dữ liệu: Vietstock

Tiếp tục tăng trưởng tiếp tục từ thép

Nhà máy tôn thép ở Hưng Yên, theo công nghệ Châu Âu (Ý), công suất 400.000 tấn/năm – tương đương 20% công suất hiện tại, đang được xây dựng và kỳ vọng sẽ bắt đầu hoạt động chính thức vào cuối 2017. Một số sản phẩm bao gồm: tôn mạ, tấm thép tiêu chuẩn, thép tấm mạ kẽm, bọ thép, chủ yếu phục vụ thị trường bán buôn ở phía Bắc sẽ đóng góp tích cực cho đà tăng trưởng giai đoạn tới.

Trong khi, những dự án thép lớn nhất lại đang ở miền Nam thì nhóm doanh nghiệp FDI tập trung lớn ở phía Bắc, tạo lực cầu tích cực cho các doanh nghiệp thép đặc biệt ở phía Bắc. Ngoài ra, dòng tiền FDI vẫn đang duy trì tích cực, tiêu biểu FDI giải ngân năm 2015 đạt 14,5 tỷ, tăng 12,5% so với 2014. Tương tự trong 8 tháng đầu năm 2016, các dự án FDI đã giải ngân đạt khoảng 9,8 tỷ USD, tăng 8,9% so với cùng kỳ 2015.

HPG dự kiến tiếp tục có thể xây thêm nhiều nhà máy thép xây dựng lẫn thép tấm trong tương lai với tổng công suất tính toán có thể từ 2 đến 4 triệu tấn/năm. HPG cũng dự tính xây một nhà máy thép ống, công suất 400.000 ngàn tấn/năm ở Bà Rịa Vũng Tàu, vị trí dự kiến gần cảng.

Kỳ vọng chuyển biến khả quan từ nông nghiệp

Mảng thức ăn cho gia súc kỳ vọng sẽ bắt đầu gặt hái kết quả lợi nhuận ban đầu rõ rệt từ 2017 khi 2 nhà máy ở Hưng Yên và Đồng Nai lần lượt vào hoạt động vào tháng 6 và cuối năm 2016. Sang 2018, mảng thịt heo và bò dự kiến sẽ bắt đầu thu về doanh thu tích cực, ngoài ra mảng thịt gà và trứng gà cũng kỳ vọng sẽ tham gia đóng góp trong 2018.

III. KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong 6 tháng đầu năm 2016, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 15.191 tỷ và 3.048 tỷ đồng, lần lượt tăng 13% và 160% so với cùng kỳ nhờ: 1) sản lượng thép xây dựng đạt 785.000 tấn, tăng 16,1% so với cùng kỳ; 2) biên lợi nhuận gộp đạt mức trung bình 26,3% so với mức 20,1% của cùng kỳ nhờ việc hạn chế được nhập khẩu thép đã giúp cho những doanh nghiệp trong ngành như HPG giữ được giá bán khả quan, ngoài ra lượng hàng tồn kho với chi phí thấp cũng có sự đóng góp đáng kể cho sự gia tăng lợi nhuận.

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng năm 2016 sẽ đạt mức 31.797 tỷ và 5.536 tỷ đồng, lần lượt tăng 15,8% và 58,8% do các yếu tố chính sau: 1) dự kiến sản lượng thép tiêu thụ tăng trưởng 16,6% so với cùng kỳ, đạt mức 1,69 triệu tấn; 2) yếu tố hàng tồn kho chi phí thấp sẽ không còn, nhưng việc duy trì giá bán tốt hơn nhờ chính sách bảo hộ thép sẽ giúp biên lợi nhuận gộp cả năm 2016 đạt mức 24%, cao hơn mức 20,4% cùng kỳ.

IV. CƠ CẤU TÀI CHÍNH

Tài chính lành mạnh

Tổng nợ vay cả ngắn và dài hạn lên đến 5.851 tỷ, nhưng tương ứng tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu cuối quý 2/2016 chỉ ở mức thấp 33%, và tỷ lệ này đã giảm mạnh so với mức 47% vào cuối 2015. Ngoài ra, việc phát triển với quy mô lớn, cơ cấu nợ vay thấp hơn hẳn trung bình ngành giúp cho HPG có lợi thế chi phí tài chính thấp, cũng như có nhiều động lực cho việc gia tăng đầu tư các dự án quy mô lớn, tăng mạnh tính cạnh tranh so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Bảng 2 So sánh HPG với các doanh nghiệp cùng ngành

Mã	Nợ vay/Vốn chủ sở hữu		Vốn hóa
	2015	2Q.2016	7/10/2016
HPG	47%	33%	28,342
HSG	189%	126%	7,433
NKG	309%	306%	1,910
POM	184%	133%	1,489
DTL	138%	119%	1,455
VIS	167%	180%	802
VGS	71%	105%	414
TKU	31%	36%	270
DNY	401%	336%	162
Trung bình ngành	186%	168%	1,742

Nguồn dữ liệu: Vietstock

Dự án thép tại Hưng Yên có mức vốn đầu tư dự kiến là 4.000 tỷ đồng, với ước tính vay từ 20% đến 50% tổng vốn đầu tư, tương ứng mức vay từ 800 đến 2000 tỷ, còn lại tài trợ từ nguồn vốn chủ sở hữu. Với cơ cấu tài chính tốt cũng như kỳ vọng lợi nhuận khả quan thì việc triển khai dự án này sẽ không gặp nhiều áp lực.

HPG đang duy trì mức cổ tức hấp dẫn khi vừa thực hiện trả cổ tức 30% của năm 2015 (15% tiền và 15% cổ phiếu) vào ngày 25/08/2016 vừa qua. Năm 2016, HPG dự kiến tiếp

tục chi trả cổ tức ở mức 30%, so với thị giá hiện tại thì cổ tức/thị giá (Dividend Yield) ở mức hấp dẫn 7,3%.

V. RỦI RO HOẠT ĐỘNG

Dự án thép Formosa mặc dù đang gặp áp lực từ dư luận về vấn đề bảo vệ môi trường nhưng có công suất thiết kế lên đến 7,5 triệu tấn, bằng khoảng hơn 4 lần công suất hiện tại của HPG sẽ tạo một áp lực không nhỏ nếu doanh nghiệp có hoạt động mạnh mẽ trong thời gian tới. Hiện tại, câu chuyện hoạt động của Formosa tại Việt Nam vẫn tiếp tục là ẩn số khó đoán.

Các dự án bất động sản nói chung và các dự án căn hộ đang được triển khai mạnh giúp cho sản lượng thép tiêu thụ mạnh. Tuy nhiên, sang 2016 số lượng bán căn hộ đang giảm tốc trong quý 2 so với cùng kỳ và nếu việc giảm tốc này kéo dài thì các dự án bất động sản căn hộ có thể bị đình trệ trong thời gian tới.

Dự án nhà máy thép Quang Lian Dung Quất được UBND tỉnh Quảng Ngãi giao lại cho Tập đoàn Hoà Phát tiếp quản đầu tư sau hơn 10 năm đình trệ. Hiện tại, thông tin chi tiết chưa được công bố cụ thể, vì vậy sẽ khó đánh giá cơ hội và thách thức của dự án này đối với hoạt động sắp tới của HPG. Chúng tôi sẽ cập nhật trong báo cáo cập nhật tới sau khi có thông tin chi tiết hơn.

VI. ĐỊNH GIÁ

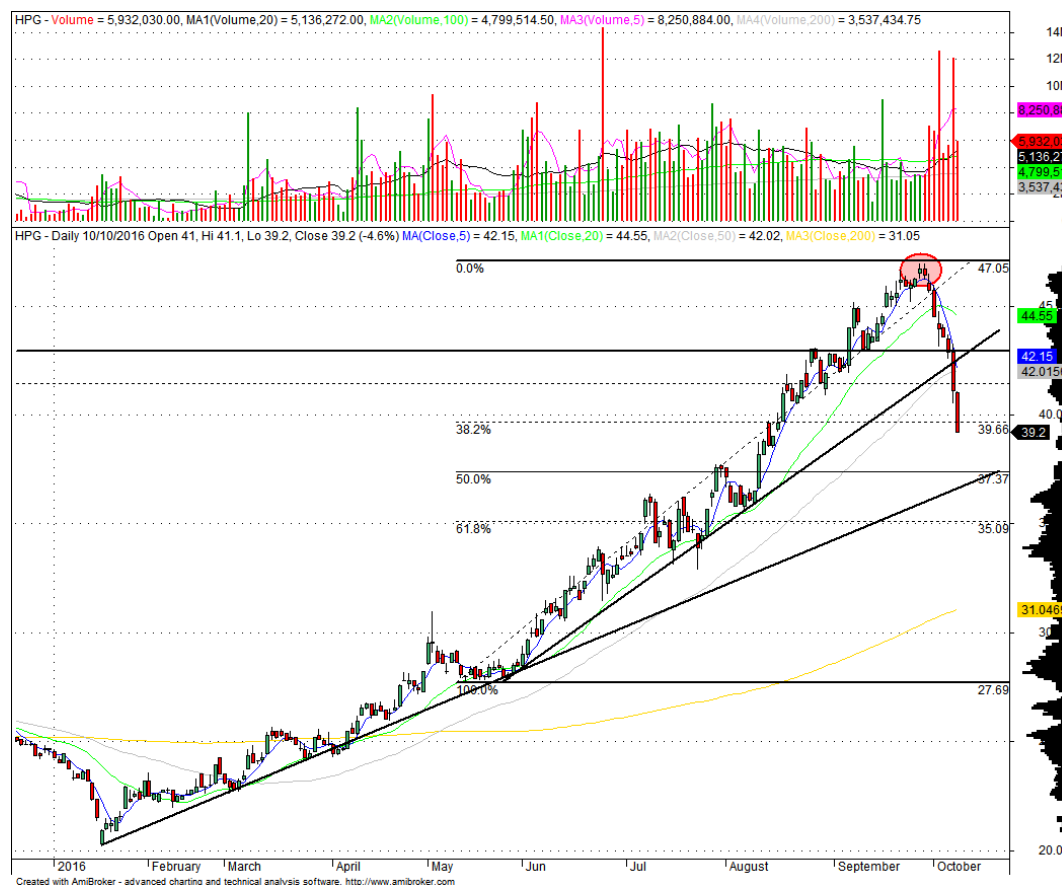
Với mức tăng trưởng dự kiến khả quan, chúng tôi kỳ vọng HPG sẽ là một trong số nhóm các cổ phiếu có triển vọng tích cực trong 2016 và 2017. Chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu HPG sẽ đạt được mục tiêu 54,500 đồng/cp (+39,0%) trong 2017, tương đương với mức 2017E P/E 7 lần, thấp hơn 2% so với mức P/E hiện tại 7,1 lần của công ty.

VII. GÓC NHÌN KỸ THUẬT

HPG vẫn đang dịch chuyển trong xu hướng tăng dài hạn. Tuy nhiên, HPG đang gặp áp lực chốt lời mạnh trong ngắn hạn sau khi đã có mức tăng trên 100% tính từ đầu năm.

2 vùng hỗ trợ đáng chú ý của HPG lần lượt là 40.000 và 37.000 đ/cp, tương ứng mức hỗ trợ Fibonacci 38.2% và 50%. Trong một xu hướng tăng dài thì việc điều chỉnh chốt lời là điều khá phổ biến.

Đồ thị 2 Đồ thị giá theo ngày của HPG



Nguồn: Mirae Asset Research

Báo cáo tài chính tóm tắt

Kết quả kinh doanh

Year end Dec 31 (VND bn)	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	16,827	18,934	25,525	27,453
Giá vốn hàng bán	14,342	15,651	20,338	21,859
Lợi nhuận gộp	2,485	3,284	5,187	5,594
Chi phí hoạt động	861	670	973	1185
EBIT (Adj.)	1,933	3,149	4,639	4,727
EBIT	1,933	3,149	4,639	4,727
Thu nhập tài chính thuần	(420)	(252)	(404)	(318)
Lãi (lỗ) từ công ty liên kết	(1)	(0)	(0)	-
Khác	15	33	(40)	(101)
Lợi nhuận trước thuế	1,218	2,394	3,770	3,990
Thuế TNDN	188	384	519	485
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	1,031	2,010	3,250	3,504
LNST cho cổ đông kiểm soát	994	1,954	3,144	3,485
EPS (Cổ đông kiểm soát, VND)	2,386	4,663	6,435	4,517

Tăng trưởng & tỷ suất (%)	2012	2013	2014	2015
Tăng trưởng doanh thu	33.0	12.5	34.8	7.6
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	(10.0)	32.1	58.0	7.8
Tăng trưởng EBIT	4.3	62.9	47.3	1.9
Tăng trưởng EPS	(0.7)	95.4	38.0	(29.8)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.8	17.3	20.3	20.4
Tỷ suất EBIT	11.5	16.6	18.2	17.2
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	(0.1)	96.6	60.9	10.9

Nguồn: HPG, Dự phóng của Mirae Asset Research

Báo cáo dòng tiền

Year end Dec 31 (VND bn)	2012	2013	2014	2015
Dòng tiền từ HD kinh doanh	2,269	3,234	2,682	4,543
Lợi nhuận trước thuế	1,218	2,394	3,770	3,990
Khấu hao và giảm trừ	596	720	1,106	1,282
Khác	(1,976)	(3,264)	(7,933)	(6,539)
Thay đổi vốn lưu động	(161)	(149)	(3,058)	(1,268)
Dòng tiền từ HD đầu tư	(1,660)	(3,252)	(1,170)	(3,764)
Đầu tư vốn	355	116	2	-
Khác	(2,014)	(3,369)	(1,171)	(3,764)
Dòng tiền từ HD tài chính	(380)	850	(1,611)	(433)
Cổ tức	(362)	(420)	(681)	(541)
Thay đổi về vốn	100	1	0	0
Thay đổi về nợ	(118)	1,269	(930)	108
Tiền đầu kỳ	1,064	1,294	2,125	2,026
Tiền cuối kỳ	1,294	2,125	2,026	2,373

Nguồn: HPG, Dự phóng của Mirae Asset Research

Bảng cân đối kế toán

Year end Dec 31 (VND bn)	2012	2013	2014	2015
Tài sản ngắn hạn	10,221	12,403	11,746	11,915
Tiền & tương đương tiền	1,294	2,125	2,026	2,373
Tài sản tài chính ngắn hạn	220	388	507	758
Khoản phải thu	1,646	1,629	1,720	1,608
Hàng tồn kho	6,822	8,030	7,386	6,937
Tài sản ngắn hạn khác	238	230	107	239
Tài sản dài hạn	8,795	10,674	10,343	13,592
Tài sản cố định ròng	4,296	8,864	8,548	8,047
Đầu tư	93	83	259	295
Tài sản dài hạn khác	394	381	545	635
Tổng tài sản	19,016	23,076	22,089	25,507
Nợ ngắn hạn	7,362	11,143	9,017	9,993
Khoản phải trả	1,638	4,373	2,079	2,744
Vay ngắn hạn	4,850	5,744	5,737	6,117
Nợ ngắn hạn khác	1	1	1	1
Nợ dài hạn	3,076	2,347	1,107	1,047
Vay dài hạn	1,456	1,832	1,011	739
Nợ dài hạn khác	2	1	0	0
Tổng nợ	10,438	13,489	10,124	11,040
Cổ phần cổ đông kiểm soát	4191	4191	4819	7330
Cổ đông thiểu số	492,422	86,633	169,356	-
Vốn chủ sở hữu	8,085	9,500	11,796	14,467
Giá trị sổ sách (VND)	19,294	22,671	24,478	19,738

Nguồn: HPG, Dự phóng của Mirae Asset Research

Phân tích chỉ số

Year end Dec 31	2012	2013	2014	2015
ROE (%)	17.7	22.2	29.5	26.5
ROA (%)	3.4	9.3	13.9	14.6
Số ngày hàng tồn kho	21	173	138	120
Số ngày khoản phải thu	52	40	27	22
Số ngày khoản phải trả	67	80	52	37
Nợ ròng/vốn (%)	78	80	57	47
Khả năng thanh toán lãi (x)	3.3	7.5	11.8	16.9

Nguồn: HPG, Dự phóng của Mirae Asset Research

Khuyến nghị**Đối với cổ phiếu (12 tháng)**

MUA: Giá mục tiêu cao hơn + 10% hoặc nhiều hơn so với thị giá hiện tại,

GIỮ: Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ - 10% đến +10% thị giá hiện tại

BÁN: Giá mục tiêu thấp hơn -10% so với thị giá hiện tại

Đối với ngành

TĂNG TỶ TRỌNG: cao hơn +10% so với mức chỉ số ngành hiện tại

NEUTRAL: -10% đến +10% so với mức chỉ số ngành hiện tại

UNDERWEIGHT: -10% or less than the current industry index

Phân bổ khuyến nghị

MUA: 83.2%

GIỮ: 15.5%

BÁN: 1.3%

TỔNG CỘNG: 100%

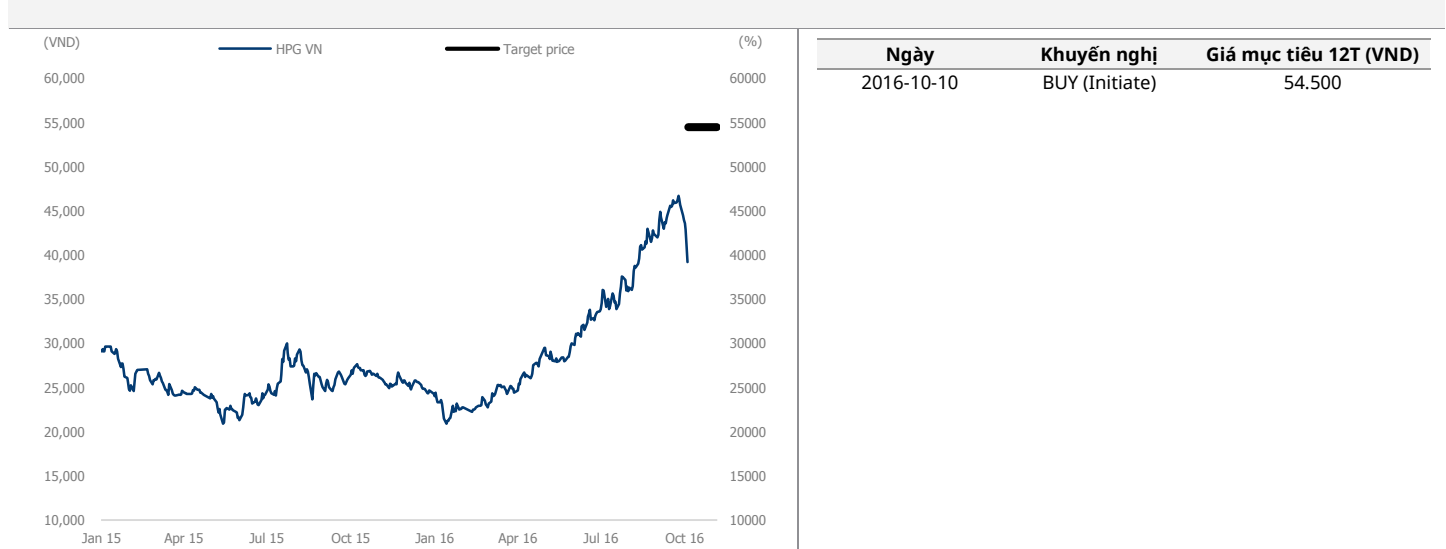
(Dữ liệu cập nhật đến 20/09/2016)

Important Compliance Disclaimer and Disclosures

- Neither the author(s) of this report nor their spouses have any financial interest in the company(ies) covered herein.
- Mirae Asset Securities is neither an issuer nor a distributor of ELWs that have been issued based on shares of the companies discussed in this report.

This research report is distributed to our clients only, and none of the research report material may be copied or distributed to any other party. While Mirae Asset Securities Co., Ltd. has taken all reasonable care to ensure its reliability, we do not guarantee that it is accurate or complete. Therefore, Mirae Asset Securities Co., Ltd. shall not be liable for any results from the use of this research report. This research report has never been provided to any institutional investor or third party. This research report has been prepared without any undue external influence or interference, and accurately reflects the personal views of the analyst on the company herein. No part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the research report or in public appearances. The views expressed by the analyst in all public appearances during the calendar quarter accurately reflected the analyst's personal views at that time about any and all of the subject securities or issuers [Analyst: Tri Dinh]

Securities Held by the Analyst						Holdings of share of over 1%	Participation in Issuance of Securities	Involvement with Affiliates	Treasury Stock Held
Stock	Analyst	Type	Number of Shares	Purchase Price	Purchase Date				
Note: The Korea securities in this research report are only covered by the analysts of Mirae Asset Securities Co., Ltd.									

Biểu đồ Giá mục tiêu và Khuyến nghị

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

Mirae Asset Wealth Management (HK) Limited Analyst Certification

The analysts of this research report hereby declare that: (i) all of the views expressed in this research report accurately reflect their personal views about any and all of the subject issuer(s) or new listing applicant(s); and (ii) no part of any of their compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report or in their public appearances; (iii) no insider information/ non-public price-sensitive information in relation to the subject issuer(s) or new listing applicant(s) which may influence the recommendations were being received by the analysts; and (iv) the views expressed by the analysts in all public appearances during the calendar quarter accurately reflected the analysts' personal views at that time about any and all of the subject issuers or new listing applicant(s).

The analysts of this research report further confirm that (i) neither they nor their respective associates have dealt in or traded in the stock(s) covered in this research report within 30 calendar days prior to the date of issue of the research report; (ii) neither they nor their respective associates serve as an officer of any of the Hong Kong subject issuer(s) or new listing applicant(s) covered in this research report; and (iii) neither they nor their respective associates have any financial interests in the stock(s) covered in this research report.

Mirae Asset Wealth Management (HK) Limited Compliance Disclosure

MAWMHK and its affiliates and/or its employees may participate or invest in financing transactions with the covered issuer(s) and/or new listing applicant(s), and/or have proprietary trading positions or effect transactions in the securities or other financial instruments and related derivatives of covered issuer(s) or new listing applicants thereon. MAWMHK confirms that it (i) does not own 1% or more aggregate financial interests of market capitalization in any of the issuer(s) or new listing applicant(s) reviewed; (ii) has no investment banking relationship with the issuer(s) or new listing applicant(s) covered within the preceding 12 months; (iii) is not involved in market-making activities in the securities of the covered issuer(s) or new listing applicant(s); or (iv) does not have any Individual employed by or associated with MAWMHK serving as an officer of any issuer(s) or new listing applicant(s) reviewed. The aforesaid "Individual" means any individual (i) employed by MAWMHK in accordance with whose directions or instructions the analyst is accustomed or obliged to act; (ii) employed by MAWMHK who has influence on the subject matter or content, or the timing of distribution, of research report; or (iii) who is responsible for determining the remuneration of the analyst.

The above terms of Hong Kong Analyst Certification and Compliance Disclosure are defined pursuant to the "Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission" (hereinafter the "Code of Conduct") issued by the Securities and Futures Commission in Hong Kong.

MAS Group Compliance Disclaimer

The research report is originally prepared and issued by Mirae Asset Securities Co, Ltd. and its subsidiaries ("MAS Group") for distribution to its professional, accredited and institutional clients. It is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to such law or regulation or which would restrict MAS Group to any registration or licensing requirement within such jurisdictions. It is not permitted to alter, transmit, copy or distribute any materials, contents and copies of the research report to any other persons or entities without the prior express written permission of MAS Group. MAS Group owns all property rights of trademarks, service marks and logos used in the research report.

The research report for Korea securities has been prepared and issued by the analyst(s) who is/are licensed and regulated by the Korea Financial Investment Association in Korea only. MAWMHK has not reviewed or changed the contents of Korean research reports before distribution and is not obligated to check any Korean research report which has complied with the Code of Conduct.

The information, opinion and material presented in the research report are provided for general information purposes only. The document is not and should not be construed as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for any investments of securities, financial instruments or related derivatives. MAS Group may not have taken any steps to ensure that the securities referred to in the research report are suitable for any particular investor.

The contents of the research report do not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS Group by virtue of receiving the research report.

Information and opinions presented in the research report have been obtained or derived from Nguồns believed by MAS Group to be reliable, but MAS Group makes no representation or warranty, express or implied as to their accuracy, fairness or completeness and MAS Group accepts no liability for any direct or consequential loss arising from the use of the material presented in the research report unless such liability arises under specific statutes or regulations. The research report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. MAS Group may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this research report. The research report reflects the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. For the avoidance of doubt, views expressed in the research report do not necessarily represent those of MAS Group and may not imply comparable future performance. The research report may provide the addresses of, or contain hyperlinks to, various websites. To the extent that the research report refers to material outside MAS Group's own websites, MAS Group has not reviewed the linked sites and takes no responsibility for the content contained herein. Such an address or hyperlink (including addresses or hyperlinks to MAS Group's own website materials) is provided solely for the user's convenience and the information and content of the linked sites does not in any way form part of the research report. Accessing such websites shall be at the user's own risk.

MAS Group may, to the extent permitted by law, participate or invest in financing transactions with the covered issuer(s) and/or the new listing applicant(s) referred to in the research report, perform services for or solicit business from such covered issuer(s) or new listing applicant(s), have proprietary positions or effect transactions in the securities or other financial instruments and derivatives of the covered issuer(s) and new listing applicant(s) thereon. MAS Group may have investments of less than 1% in securities, financial instruments or derivatives of reviewed issuer(s) and new listing applicant(s) that may be traded in different ways from those discussed/recommended in the research reports. Employees of MAS Group who were not involved in the preparation of the research report may have investments in securities, financial instruments or derivatives of reviewed issuer(s) or the new listing applicant(s) and may also trade in different ways from those discussed/ recommended in the research reports.

MAS Group may, to the extent permitted by law, act upon or use the information or opinions presented herein, or the research or analysis on which they are based, before the material is published. MAS Group, its officers or directors and the analysts preparing the research report may have relationships with, financial interests in or business relationships with any or all of the covered issuer(s) and new applicant(s) mentioned in the research report. As a result of abovementioned matters, the users should be aware that MAS Group may have conflicts of interest that could affect the objectivity of MAS Group's research reports. The users should consider the research reports produced by MAS Group as only a single factor in making investment decisions. Information, opinions and estimates are provided on an "as if" basis without warranty of any kind and may be changed at any time without prior notice. There is no assurance that future events or results will be consistent with any such opinions. Nothing in the research report constitutes investment, legal, accounting or tax advice nor representation that any investment or strategy is suitable or appropriate for the individual circumstances. Nothing in the research report constitutes a personal recommendation to the user. The research report has been prepared by the analyst(s) who is/are licensed and regulated by the Securities and Futures Commission in Hong Kong or Korea Financial Investment Association in Korea who is/are not associated person(s) of any issuers or new listing applicants mentioned in the research report.

The research report is distributed in Hong Kong by MAWMHK; in Korea by its holding company named Mirae Asset Securities Co., Ltd.; in Vietnam by its subsidiary named Mirae Asset Wealth Management Securities (Vietnam) Limited Liability Company (hereinafter "MAWMSVN"); and in the United States by the subsidiary named MAWMUS. The information may only be issued or passed on to any person in the United Kingdom if that is the kind of authorized persons or otherwise pursuant to the exemptions or circumstances where the restriction in section 21 does not apply, described in the Perimeter Guidance of the Financial Conduct Authority Handbook. In addition, no person who is an authorized person may issue or pass on this information, or otherwise promote MAS Group, to any person in the United Kingdom other than under the rules of the Financial Conduct Authority applicable to such authorized persons. The research report and any information, material and contents herein are intended for general circulation only and do not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs or any particular person. Any United States user of the research report that would like further information regarding herein should contact MAWMUS. Furthermore, any user of the research report that would like to effect any transaction in any security discussed herein should contact and place the orders with MAWMUS, which, without in any way limiting the foregoing, accepts responsibility (solely for purposes of and within the meaning of Rule 15a-6 under the SEC Act of

1934) for the research report and its dissemination in the United States.

If the research report is being distributed by a financial institution other than the MAS Group, MAWMUS or MAWMSVN, that financial institution should take sole responsibility for its distribution. The research report does not constitute any investment advice by MAS Group, MAWMUS or MAWMSVN to users who receive this research report from the other financial institutions (hereinafter the “non-intended users”). If any non-intended users wish to effect transactions in any securities referred to within this research report, they should contact directly the financial institution(s) that distributed this research report to them. The MAS Group, MAWMUS and MAWMSVN, and their officers, directors and employees do not accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of the contents of the research report.

Investments in general and, derivatives, in particular, involve numerous risks, including, inter alia, market risk, counterparty default risk and liquidity risk. The price of securities may go up, as well as down. Investors may incur the loss of invested capital. The past performance presented is not indicative of future performance. In some cases, securities and other financial instruments may be difficult to value or sell and reliable information about the value or risks related to the security or financial instrument may be absent. The investment(s) mentioned in the research report may not be suitable for all investors and a person receiving or reading the research report should seek advice from an independent financial adviser regarding the suitability of such investment(s), taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to purchase any of such investment(s). The suitability of any particular investment or strategy, whether opined on, or referred to in the research report or otherwise, will depend on a person’s individual circumstances and objectives and should be confirmed by such person with the advisers independently before adoption or implementation thereof.

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. Compliance Disclaimer and Disclosure

The research report is originally prepared and issued by Mirae Asset Wealth Management (HK) Limited (hereinafter “MAWMHK”) and/or Mirae Asset Securities Co., Ltd. (hereinafter collectively known as “MAS Group”) for distribution to their professional, accredited and institutional clients. MAS Group is not registered as a broker/dealer with FINRA or the NYSE. The research report is distributed in the United States by Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. (hereinafter “MAWMUS”).

The views expressed in the research reflect the personal views of the analysts about the subject company. The research analysts are not registered as research analysts with FINRA or the NYSE, but instead have satisfied the registration requirements of Hong Kong or Korean standards. These research analysts are not be associated persons of MAWMUS and are not be subject to FINRA Rule 2711 or NYSE Rule 472 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

MAWMUS confirms that it (i) does not own 1% or more of any class of common equity securities of the subject company; (ii) has no material conflict of interest at the time of publication of the research report; (iii) did not manage or co-manage a public offering of securities for the subject company in the past 12 months; or receive compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months; (iv) does not expect to receive or intend to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months; (v) is not involved in market-making activities in the securities of the subject company.

Copyright January 2016 MAS Group. All rights reserved.