

CTCP Dược phẩm Imexpharm

(HSX: IMP)

Quả ngọt từ chiến lược đầu tư bài bản

MUA

(Cập nhật)

Giá mục tiêu:
VND72,300
(Upside: +29.1%)

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam.
Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeasset.com.vn

Cập nhật KDKQ 9T2023

Trong 9T2023, doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế (LNTT) của IMP tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ, lần lượt đạt 1,385 tỷ (+27.6% CK) và đạt 285.8 tỷ (+44.7% CK). Chúng tôi đánh giá điểm nổi bật nhất của IMP nằm ở việc doanh thu kênh ETC tăng trưởng từ năm 2018 (tỷ trọng đóng góp doanh thu ETC 2018 sv. 2022: 19% / 36.7%), góp phần mở rộng biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (EBIT). Biên EBIT liên tục gia tăng trong 3 năm qua (9M23: 19.8%, 9M22: 18.5%, 9M21: 17.4%).

Dự phóng 2023-2024

Các nhà máy EU-GMP tạo động lực tăng trưởng dài hạn ở kênh ETC

Dựa trên số liệu của Bộ Y Tế, IQVIA và Fitch Solutions, chúng tôi ước tính thị trường Dược phẩm Việt Nam năm 2023 đạt doanh thu 7.24 tỷ USD (+3.4% CK). Trong đó, kênh nhà thuốc (OTC) và bệnh viện lần lượt đạt mức 1.8 tỷ USD (+2.5% CK) và 5.4 tỷ USD (+3.7% CK). Với độ phủ của bảo hiểm y tế cao (93%), cũng như sự bùng nổ của bảo hiểm tư nhân, chúng tôi cho rằng trong tương lai kênh ETC sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao hơn kênh OTC từ 1% - 2%/năm.

Hiện nay, IMP đang có 11 dây chuyền sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP, nằm trong top 8% các nhà sản xuất thuốc nội địa đáp ứng được tiêu chuẩn đầu thầu vào nhóm 1 & 2 ở kênh ETC tại Việt Nam. Trong bối cảnh Thông tư 15/2019/TT-BYT ưu tiên sử dụng thuốc nội địa chất lượng cao, chúng tôi đánh giá cao dư địa tăng trưởng cả về doanh thu lẫn lợi nhuận của IMP trong giai đoạn 2023 – 2028. Đặc biệt, với sự tham gia của cổ đông lớn SK Investment Vina III Pte Ltd, chúng tôi kỳ vọng IMP sẽ có sự hỗ trợ đáng kể về quá trình R&D thuốc, qua đó sẽ hoàn thiện các dòng sản phẩm dịch truyền lẫn uống viên.

Dựa trên số liệu của Cục quản lý Dược Việt Nam, kết quả trúng thầu kênh ETC của IMP trong 9T2023 đạt 845 tỷ, gần tương đương với kết quả cả năm 2022 là 894 tỷ đồng. Đây cũng là lần đầu tiên kết quả trúng thầu của IMP vượt Tenamyl, và chúng tôi kỳ vọng kết quả này sẽ tiếp tục tăng trưởng khi nhà máy IMP 4 đã được chứng nhận EU-GMP từ tháng 11/2022. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng ETC năm 2023F/2024F lần lượt đạt 823 tỷ (+37% CK) và 968 tỷ (+17.5% CK).

Ngược lại, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng OTC sẽ có mức tăng trưởng chậm hơn do yếu tố cạnh tranh thị trường. Doanh thu dự phóng mảng OTC năm 2023F/2024F lần lượt đạt 1,137 tỷ (+10% CK) và 1,232 tỷ (+8.3% CK). Dựa trên giả định mảng ETC tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ, chúng tôi dự phóng LNR của IMP năm 2023F/2024F lần lượt đạt 325 tỷ (+45.6% CK) và 389 tỷ (+20% CK).

Dữ liệu



Lợi nhuận HĐKD (23F, tỷ đồng)	480	Vốn hóa (tỷ đồng)	3,913
Kỳ vọng thị trường LN HĐKD (23F, tỷ đồng)	NA	Số lượng CP lưu hành (triệu)	70
Giá hiện tại (27/11/2023)	55,000	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	12%
EPS (23F, %)	45.6%	Tỷ lệ sở hữu CĐ nước ngoài (%)	49.6
P/E (23F, x)	15.5	Beta (12M)	0.8
P/E thị trường (23F, x)	12.8	Thấp 25 tuần	44,762
VN-Index	1,088	Cao 52 tuần	71,429

Thay đổi giá CP

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-7.6	7.9	10.7
Tương đối	-6.0	5.6	-4.3

Kết quả kinh doanh và dự phóng

FY (31/12)	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Doanh thu thuần (VND tỷ)	1,402	1,369	1,267	1,644	1,962	2,201
Lợi nhuận HĐKD (VND tỷ)	203	263	234	297	397	480
Biên Lợi nhuận HĐKD (%)	14.5%	19.2%	18.5%	18.0%	20.2%	21.8%
LNST (VND tỷ)	162	210	189	224	325	390
EPS (VND)	2,222	2,886	2,680	3,322	4,642	5,572
ROE (%)	11.6%	15.3%	14.9%	13.6%	16.6%	17.7%
P/E (x)	16.6x	17.8x	25.1x	16.8x	15.6x	13.0x
P/B (x)	2.4x	2.3x	2.8x	2.1x	2.4x	2.1x
Tỷ suất cổ tức (%)	3%	2%	2%	2%	2%	4%

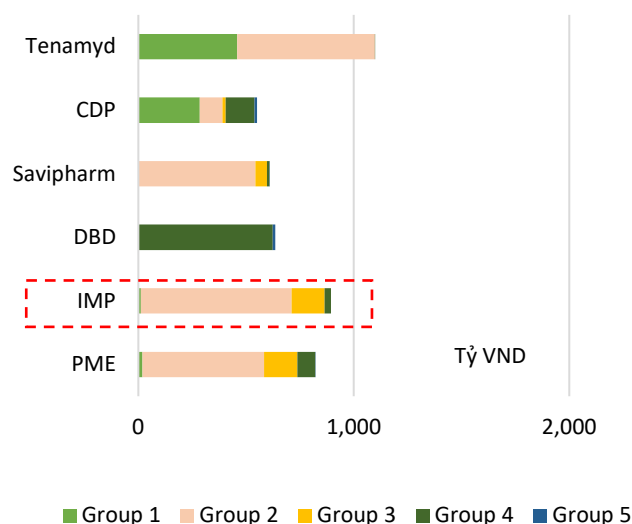
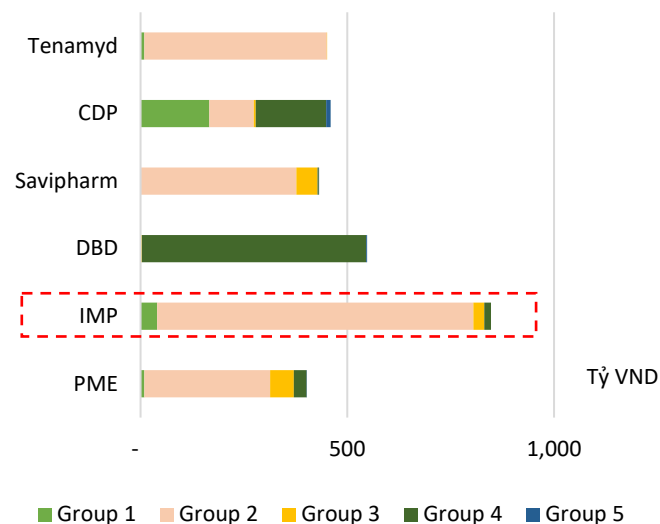
Ghi chú: LNST thể hiện LNST của cổ đông công ty mẹ đã điều chỉnh

Nguồn: IMP, Mirae Asset Vietnam Research

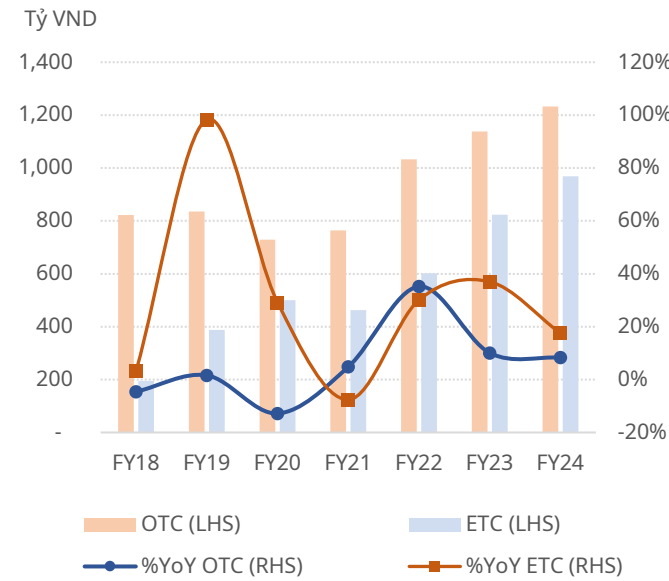
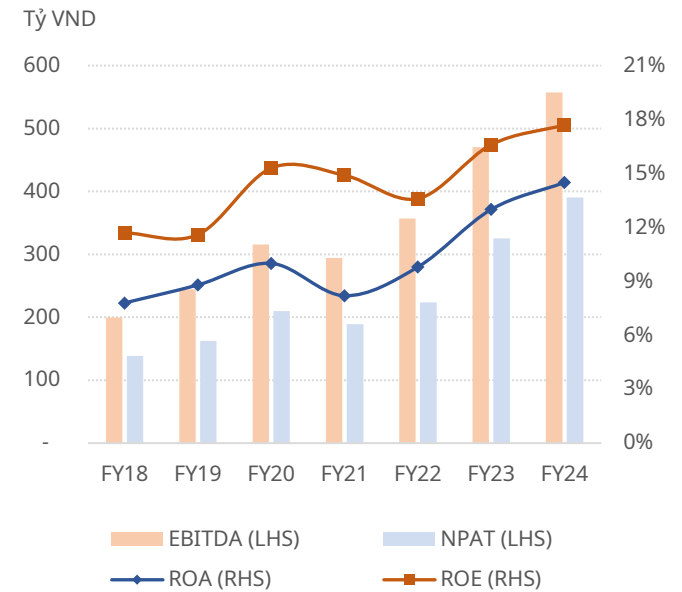
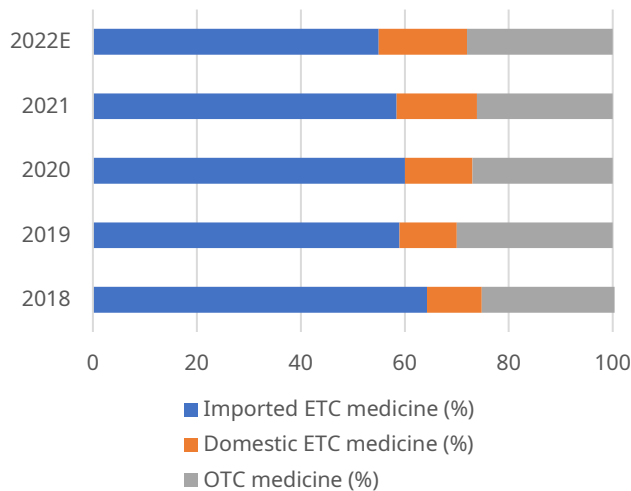
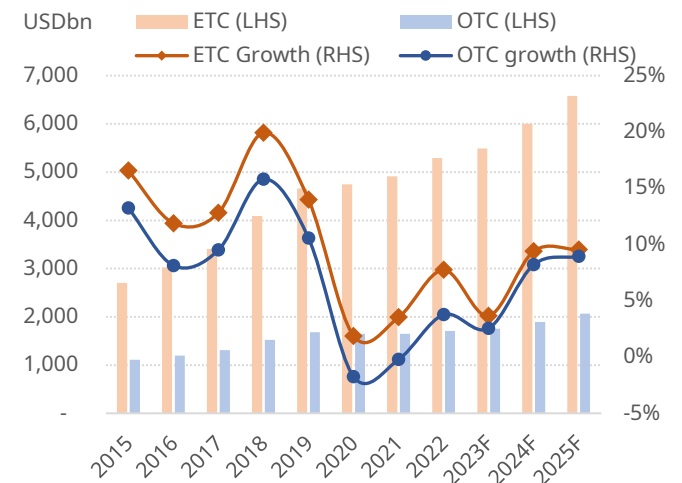
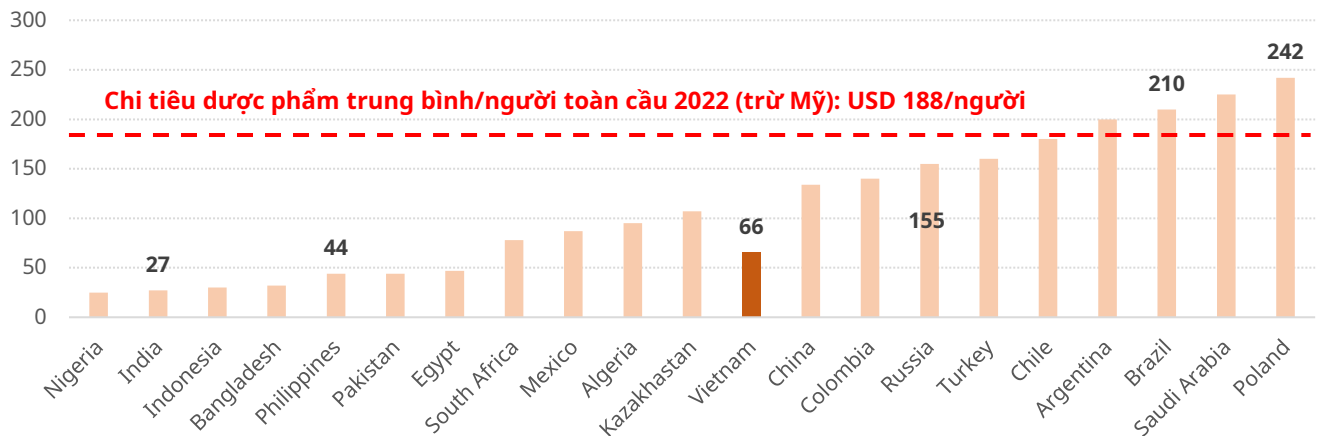
Bảng 1: Cập nhật dự phóng FY23

Tỷ đồng	Kết quả KD		% CK	Dự phóng 2023	Nhận định
	9T2022	9T2023			
Doanh thu	1,091.6	1,438.5	31.8%	1,961.5	Tăng trưởng doanh thu đến phần lớn từ kênh đấu thầu (ETC) <ul style="list-style-type: none"> Thế mạnh của IMP nằm ở các dòng thuốc kháng sinh dạng tiêm và dạng uống gốc Penicillin và Cephalosporin, trong đó đặc biệt là các dòng thuốc tiêm sử dụng ở bệnh viện. IMP đã tận dụng rất thành công cơ hội tham gia vào nhóm 2 của kênh ETC khi kịp thời hoàn tất kiểm định nhà máy IMP 4 đạt tiêu chuẩn EU-GMP từ Q4/2022. Thông tư 15/2019/TT-BYT rất ưu tiên cho các dòng thuốc nội. Tuy nhiên, theo công bố của DAV, tỷ lệ trúng thầu của các công ty dược phẩm nội địa trong 9T2023 ở nhóm 1 chỉ đạt 1.82%, biệt dược gốc là 0.001%. Ở nhóm 2, tỷ lệ thuốc nội địa đã được nâng lên từ 20% trước năm 2016 lên 53% trong 9T2023. Chúng tôi cho rằng nếu thuốc nhóm 1 được các công ty dược phẩm nội địa nghiên cứu và bán được qua châu Âu, thì cơ hội để gia tăng mạnh doanh thu trúng thầu ở nhóm 1 sẽ tăng trưởng, tương tự câu chuyện thuốc nội địa ở nhóm 2 giai đoạn 2016 – 2023. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng ETC năm 2023 sẽ chiếm 42% tổng doanh thu của IMP, đạt 823.8 tỷ (+37% CK). Bán hàng ở kênh ETC cũng giúp IMP tiết giảm các chi phí quà tặng (giảm trừ doanh thu), cải thiện biên lợi nhuận gộp của IMP liên tục qua các năm. Chúng tôi dự phóng biên LNG của IMP năm 2023 / 2024 đạt 49.5% / 50.6% (sv. 37.6% năm 2019).
Lợi nhuận từ HDKD	201.6	284.8	41.3%	397	
Biên LN HDKD (%)	18.5%	19.8%		20.2%	
EBITDA	246.9	330.2	33.7%	495.3	
Biên EBITDA (%)	22.6%	23.0%		25.3%	
LNST	155	227.2	46.6%	325	

Nguồn: FinPro, IMP, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 1. So sánh kết quả đấu thầu thuốc của một số công ty niêm yết với IMP năm 2022**Hình 2. So sánh kết quả đấu thầu thuốc của một số công ty niêm yết với IMP 9T2023**

Nguồn: Cục quản lý Dược (DAV), Mirae Asset Vietnam Research

Hình 3. Dự phóng tăng trưởng doanh thu theo mảng IMP giai đoạn FY18-24**Hình 4. Dự phóng EBITDA, LNR và biên lợi nhuận của IMP giai đoạn 2018 – 2024F****Hình 5. Ước tính tỷ lệ giá trị thuốc tại Việt Nam theo chủng loại****Hình 6. Dự phóng giá trị ngành Dược phẩm theo kênh OTC/ETC****Hình 7: Ước tính chỉ tiêu bình quân cho Dược phẩm tại các quốc gia đang phát triển năm 2022 (USD/người)**

Nguồn: Seisa, IQVIA, Bộ Y Tế, VNEpress, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Dược phẩm Imexpharm (HOSE: IMP)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	1,267	1,644	1,962	2,201
Giá vốn hàng bán	(779)	(946)	(990)	(1,087)
Lợi nhuận gộp	488	698	972	1,114
Chi phí bán hàng và QLDN	(254)	(401)	(575)	(634)
Lợi nhuận hoạt động	234	297	397	480
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	234	297	397	480
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	(5)	(4)	(1)	(1)
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	(5)	(4)	(1)	(1)
Lãi/ Lỗ từ liên kết liên doanh	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	239	291	407	488
Thuế TNDN	(50)	(68)	(81)	(98)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	189	223	326	390
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	189	224	325	390
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	189	224	325	390
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	189	224	325	390
Cổ đông công ty mẹ	189	224	325	390
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	294	357	470	557
FCF (Dòng tiền tự do)	135	325	416	405
EBITDA Margin (%)	23%	22%	24%	25%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	18.5%	18.0%	20.2%	21.8%
Biên lợi nhuận ròng (%)	15%	14%	17%	18%

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	1,176	1,104	1,410	1,726
Tiền và TDT & Đầu tư ngắn hạn	271	179	230	440
Phải thu ngắn hạn	295	271	468	504
Tồn kho	494	441	501	578
Khác	116	213	211	204
Tài sản dài hạn	1,119	1,173	1,099	1,029
Tài sản cố định hữu hình	1,029	1,069	989	918
Đầu tư liên kết liên doanh	51	71	71	71
Tài sản dài hạn khác	39	33	39	40
Tổng tài sản	2,295	2,277	2,509	2,755
Nợ ngắn hạn	409	382	358	357
Phải trả ngắn hạn	93	86	140	123
Vay nợ ngắn hạn	172	95	22	15
Nợ ngắn hạn khác	144	201	196	219
Nợ dài hạn	91	-	-	-
Nợ vay dài hạn	92	-	-	-
Nợ dài hạn khác	(1)	-	-	-
Tổng nợ	500	382	358	357
Vốn chủ sở hữu	1,794	1,894	2,151	2,398
Vốn góp chủ sở hữu	667	667	700	700
Thặng dư cổ phần	507	507	507	507
Lợi nhuận giữ lại	620	720	944	1,191
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	2,295	2,277	2,509	2,755

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

LCTT từ hoạt động kinh doanh	235	379	166	349
LNTT	239	291	407	488
Chi phí không bằng tiền	15	-	(8)	(21)
Khấu hao	60	60	73	77
Khấu trừ	-	-	-	-
Khác	(45)	(60)	(81)	(98)
Thay đổi vốn lưu động	47	112	(202)	(130)
Tăng giảm phải thu	116	20	(197)	(36)
Tăng giảm tồn kho	(66)	52	(59)	(77)
Tăng giảm phải trả	(3)	40	54	(17)
Các khoản thay đổi khác	173	267	376	500
LCTT hoạt động đầu tư	(83)	(199)	(8)	7
Tăng giảm Tài sản cố định	(53)	(99)	(28)	(10)
Tăng giảm Tài sản vô hình	9	1	-	-
Tăng giảm Mua/Bán công cụ nợ	10	18	-	1
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(49)	(119)	20	16
LCTT hoạt động tài chính	34	(272)	(106)	(147)
Tăng giảm nợ phải trả	(135)	209	166	141
Phát hành cổ phiếu	-	-	4	1
Cổ tức đã trả	(100)	(100)	(67)	(140)
Khác	269	(381)	(209)	(149)
Tăng (Giảm) tiền thuần trong năm	186	(92)	51	210
Số dư đầu kỳ	85	271	179	230
Số dư cuối kỳ	271	179	230	440

Các chỉ số chính

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	25.1x	16.8x	15.6x	13.0x
P/CF (x)	20.5x	12.7x	30.5x	14.5x
P/B (x)	2.8x	2.1x	2.4x	2.1x
EV/EBITDA (x)	13.9x	11.3x	8.8x	7.4x
EPS (VND)	2,680	3,322	4,642	5,572
CFPS (VND)	5,676	2,371	4,991	6,472
BPS (VND)	25,634	27,064	30,728	34,258
DPS (VND)	1,000	1,000	1,000	2,000
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	53.0%	45.0%	10.0%	36.0%
Lợi suất cổ tức (%)	1.8%	1.8%	1.8%	3.6%
Tăng trưởng doanh thu	-7.5%	29.8%	19.3%	12.2%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-6.8%	21.2%	31.8%	18.5%
Tăng trưởng EBIT (x)	-10.8%	26.7%	33.9%	21.0%
Tăng trưởng EPS (x)	-9.8%	18.2%	45.6%	20.0%
Ngày phải thu (ngày)	71	51	67	69
Ngày tồn kho (ngày)	231	170	185	194
Ngày phải trả (ngày)	43	33	51	41
ROA (%)	8.2%	9.8%	13.0%	14.2%
ROE (%)	14.9%	13.6%	16.6%	17.7%
ROIC (%)	11.4%	14.9%	18.3%	19.9%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)	27.9%	20.2%	16.7%	14.9%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	290.0%	290.0%	390.0%	480.0%
Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu (%)	14.7%	5.0%	1.0%	0.6%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	42.6x	78.1x	362.3x	627.9x

Nguồn: IMP, Mirae Asset Vietnam Research

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

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

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

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu	Thang đánh giá ngành
Mua : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên	Tích Cực : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Tăng Tỷ Trọng : Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên	Trung Tính : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Nắm Giữ : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%	Tiêu Cực : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu
Bán : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống	
<p>* 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.</p> <p>* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.</p> <p>* 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, ví mô nói chung.</p>	

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 của 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 dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này. MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Disclaimers

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

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

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

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

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

Mirae Asset Vietnam International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) 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)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336