

## CTCP Đầu tư Nam Long

(HOSE: NLG)

## Lợi thế của niềm tin

Tăng tỷ trọng  
(cập nhật)Giá mục tiêu:  
VND47.027  
(Upside: +12,5%)Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)  
Trần Duy Lam, lam.td@miraeeasset.com.vn

## KQKD 2023

- Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long (NLG) báo cáo doanh thu năm 2023 là 3.181 tỷ đồng (-27% YoY) và LNST của công ty mẹ VN484 tỷ (-12% YoY), trong đó căn hộ chung cư từ Akari chiếm phần lớn doanh thu (91%)
- Trong 1Q24, công ty báo cáo doanh thu 204 tỷ đồng (-13% YoY) và LNST -77 tỷ đồng (-1.200% YoY).

## 2024: Dự phóng &amp; Định giá

## Triển vọng

- Chúng tôi dự báo doanh số presales vào khoảng 5.000 tỷ đồng-6.000 tỷ đồng, tương đương 55%-65% kế hoạch của công ty, nhờ quỹ đất đa dạng bao gồm các sản phẩm từ bình dân đến cao cấp và hạng sang. Doanh số presales đến từ Akari (Giai đoạn 3), Southgate (Valora, Ehome), Mizuki Park và Cần Thơ (đất nền, Ehome).

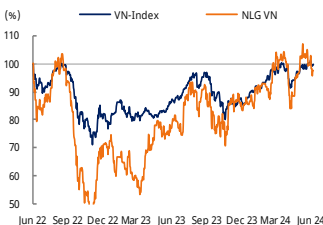
## Rủi ro

- Presales từ Izumi có thể bị trì hoãn đến năm 2025 hoặc cho đến khi các vấn đề pháp lý được giải quyết.
- Mặc dù giảm mạnh nhưng doanh số presales tại Akari, Mizuki (căn hộ phân khúc trung cấp) vẫn ổn. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại hơn về Izumi, Southgate (biệt thự, nhà phố: phân khúc cao cấp), khi nhu cầu tiếp tục suy yếu và các vấn đề pháp lý vẫn chưa được giải quyết.

## Định giá

- Cho năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt là 5.508 tỷ đồng (+73% YoY) và 517 tỷ đồng (+7% YoY), với EPS là 1.343 đồng (+13% YoY%).
- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá RNAV cho các thành phần của từng dự án hiện đang được phát triển, đã có giá trị presales và có lịch thanh toán từ khi khởi công đến khi bàn giao tài sản. Chúng tôi áp dụng phương pháp BV cho những dự án còn lại. Chúng tôi cũng điều chỉnh tài sản và nợ phải trả để phản ánh thực tế quá trình phát triển dự án đang diễn ra.
- Chúng tôi nâng mức khuyến nghị cho NLG lên Tăng tỷ trọng (từ Giữ) và tăng giá mục tiêu lên 47.027 đồng/cổ phiếu (từ 40.389 đồng), dựa trên sự kết hợp giữa phương pháp định giá RNAV và giá trị sổ sách.

## Các chỉ số chính



Giá hiện tại (19/6/2024)	41,800	Vốn hóa (tỷ đồng)	16,084
LNST (2024E, tỷ đồng)	517	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	385
Kỳ vọng thị trường (2024E, tỷ đồng)	1,167	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	55.9
Tăng trưởng EPS (2024E, %)	13	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	49.3
P/E (2024, x)	35	Beta (12M)	1.4
P/E thị trường (x)	15.1	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	29,200
Vn-Index	1,283	Cao nhất 52 tuần (đồng)	46,150

## Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-5.2	13.9	22.9
Tương đối	-5.6	-2.4	13.5

## Các chỉ tiêu tài chính và định giá

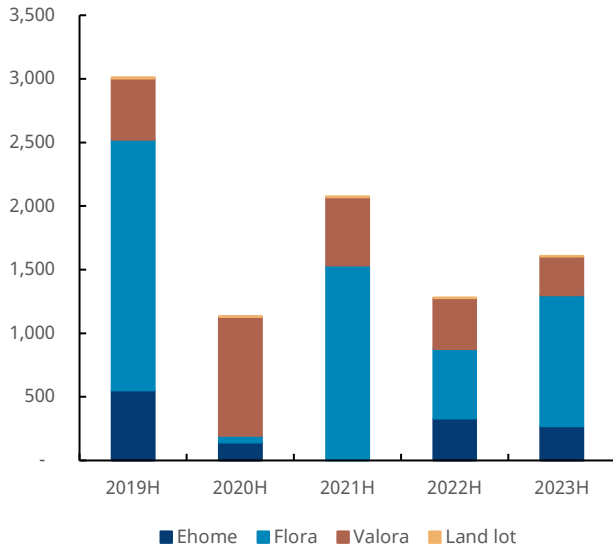
Năm tài chính	2019H	2020H	2021H	2022H	2023H	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,546	2,217	5,206	4,339	3,181	5,508
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1,066	671	1,778	1,984	1,562	2,318
Biên lợi nhuận gộp (%)	42%	30%	34%	46%	49%	42%
LNR CTM (tỷ đồng)	961	835	1,071	556	484	517
EPS (VND/CP)	4,479	3,078	3,099	1,345	1,187	1,343
ROE (%)	18%	13%	15%	6%	6%	7%
P/E (x)	7.3	9.9	8.2	22.9	30.9x	35.0x
P/B (x)	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5x	1.9x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

## KQKD 2023

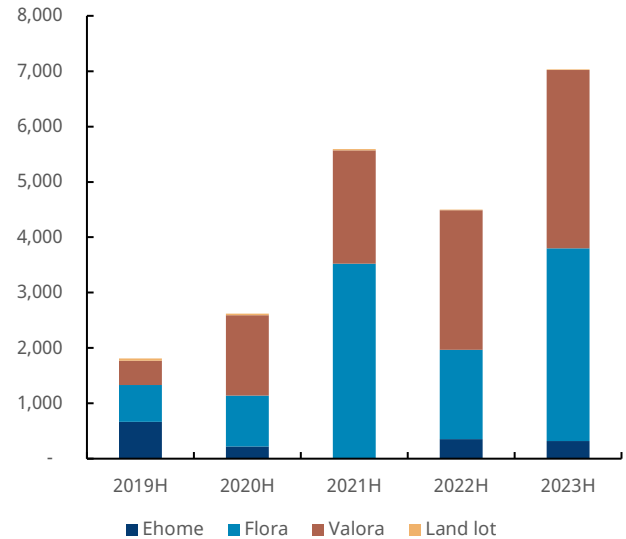
## KQKD 2023

Hình 1: Số lượng nhà ở bàn giao (bao gồm CTLDLK)



Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

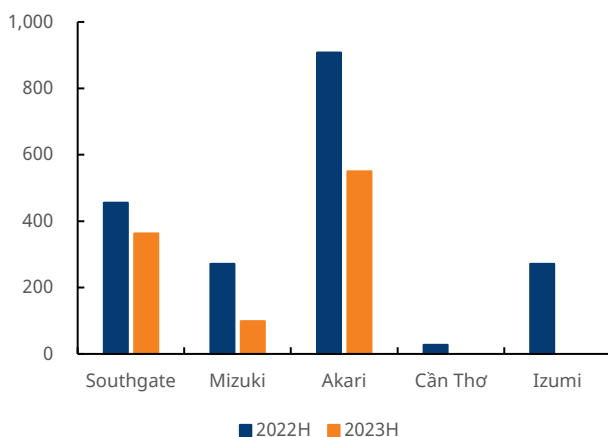
Hình 2: Doanh thu theo sản phẩm (Tỷ đồng, bao gồm CTLDLK)



Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

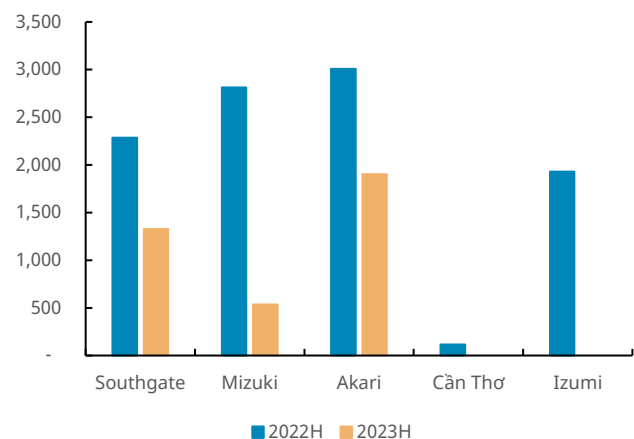
Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long (NLG) báo cáo doanh thu năm 2023 là 3.181 tỷ đồng (-27% YoY) và LNST của công ty mẹ VN484 tỷ (-12% YoY), trong đó căn hộ chung cư từ Akari chiếm phần lớn doanh thu (91%). Ngoài ra, công ty còn ghi nhận khoản lãi 416 tỷ đồng từ công ty liên doanh (dự án Mizuki), một con số đáng kể khi dự án bắt đầu bàn giao vào năm 2019. Mặc dù giảm về mặt tuyệt đối nhưng chi phí bán hàng & quản lý vẫn ở mức cao trong tỷ trọng doanh thu với 31%. Một trong những nguyên nhân là do chi phí từ các chương trình thúc đẩy bán hàng, trong đó công ty tài trợ một phần lãi vay để hỗ trợ khách hàng, với mức lãi suất thế chấp dưới mức trung bình trong hai năm đầu. Kết quả là doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt thấp hơn kế hoạch 34% và 17%.

Hình 3: Presales theo dự án (căn)



Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 4: Presales theo giá trị (tỷ đồng)



Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

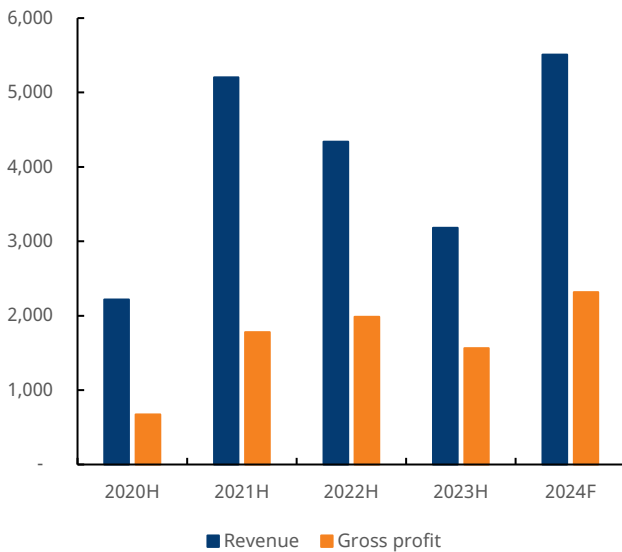
Mặt khác, Presales lại giảm mạnh (-62% YoY) từ 10.152 tỷ đồng xuống 3.847 tỷ đồng. Trong đó, Akari tiếp tục là nguồn đóng góp đáng kể nhất cả về số lượng và giá trị. Presales sụt giảm do chậm thanh toán tiền quyền sử dụng đất tại dự án Cần Thơ Central Lake và những vướng mắc pháp lý chưa được giải quyết tại dự án Izumi. Vì thế, presales không phát sinh tại 2 dự án này trong 2023.

## 2024: Dự phóng & Định giá

### Triển vọng

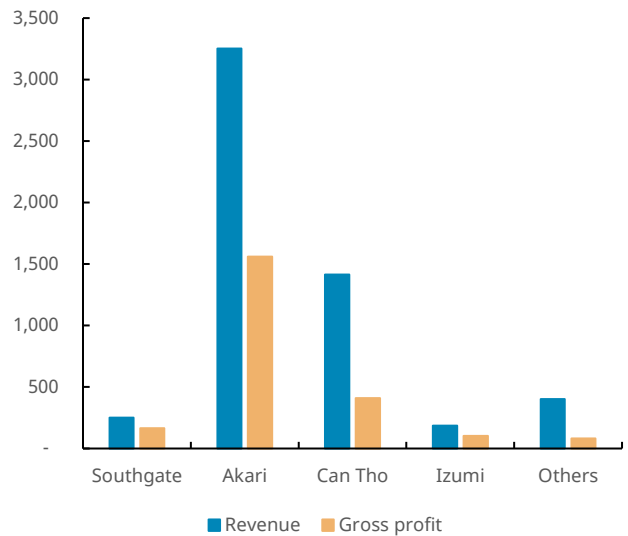
- Chúng tôi dự báo doanh số presales vào khoảng 5.000 tỷ đồng–6.000 tỷ đồng, tương đương 55%–65% kế hoạch của công ty, nhờ quỹ đất đa dạng bao gồm các sản phẩm từ bình dân đến cao cấp và hạng sang. Doanh số presales đến từ Akari (Giai đoạn 3), Southgate (Valora, Ehome), Mizuki Park và Cần Thơ (đất nền, Ehome).
- Chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất là 5.508 tỷ đồng (+73% YoY) và LNST của công ty mẹ là 517 tỷ đồng (+7% YoY), lần lượt thấp hơn 17% và cao hơn 2% so với kế hoạch năm của công ty. Doanh thu đến từ việc bàn giao dự án Akari (chiếm 59%), đất nền dự án Cần Thơ Central Lake (26%), trong khi Izumi, Southgate và các sản phẩm khác chiếm phần còn lại (15%). Mặc dù doanh thu được dự báo sẽ tăng 73% nhưng tốc độ tăng trưởng thu nhập của lợi nhuận ròng không tăng trưởng tương ứng do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 49% xuống 41%. Điều này được giải thích là do việc bàn giao từ các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn (đất nền, căn hộ Ehome) tại Cần Thơ Central Lake.

Hình 5: Doanh thu & Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)



Source: NLG, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 6: Dự phóng DT & LNG 2024 theo dự án (tỷ đồng)



Source: Mirae Asset Vietnam Research

### Rủi ro

- Presales từ Izumi có thể bị trì hoãn đến năm 2025 hoặc cho đến khi các vấn đề pháp lý được giải quyết.
- Mặc dù giảm mạnh nhưng doanh số presales tại Akari, Mizuki (căn hộ phân khúc trung cấp) vẫn ổn. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại hơn về Izumi, Southgate (biệt thự, nhà phố: phân khúc cao cấp), khi nhu cầu tiếp tục suy yếu và các vấn đề pháp lý vẫn chưa được giải quyết.

### Định giá

- Cho năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt là 5.508 tỷ đồng (+73% YoY) và 517 tỷ đồng (+7% YoY), với EPS là 1.343 đồng (+13% YoY%).
- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá RNAV cho các thành phần của từng dự án hiện đang được phát triển, đã có giá trị presales và có lịch thanh toán từ khi khởi công đến khi bàn giao tài sản. Chúng tôi áp dụng phương pháp BV cho những dự án còn lại. Chúng tôi cũng điều chỉnh tài sản và nợ phải trả để phản ánh thực tế quá trình phát triển dự án đang diễn ra.
- Chúng tôi nâng mức khuyến nghị cho NLG lên Tăng tỷ trọng (từ Giữ) và tăng giá mục tiêu lên 47.027 đồng/cổ phiếu (từ 40.389 đồng), dựa trên sự kết hợp giữa phương pháp định giá RNAV và giá trị sổ sách.

**Bảng 1: RNAV (Tỷ đồng)**

Dự án	Sở hữu	PP Định giá	2023H	2024F	2025F	2026F
Mizuki	50%	RNAV	234	30	8	-
Southgate	60%	RNAV	478	62	3	5
Akari	50%	RNAV	433	828	188	406
Cần Thơ	100%	RNAV	112	39	2	-
Izumi City	65%	RNAV	451	286	41	-
<b>Tổng</b>			<b>1,473</b>	<b>1,214</b>	<b>234</b>	<b>411</b>
DP				0.8	1.8	2.8
DF				1.0	0.9	0.9
<b>Tổng cộng</b>				<b>1,783</b>		

Source: Mirae Asset Vietnam Research

**Bảng 2: Điều chỉnh giá trị sổ sách (Tỷ đồng)**

Dự án	Sở hữu	PP Định giá	Điều chỉnh giá trị sổ sách
Paragon Dai Phuoc	50%	Giá trị sổ sách	1,520
Izumi City	65%	Giá trị sổ sách	7,192
Southgate	60%	Giá trị sổ sách	3,459
Waterpoint	50%	Giá trị sổ sách	1,608
Others	100%	Giá trị sổ sách	2,294
Tổng			16,074

Source: Mirae Asset Vietnam Research

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

Tổng RNAV	17,857
Cộng	
Tiền & Tương đương tiền	5,238
Khoản PT (trừ KPT KH)	2,747
TSNH khác	548
TSDH	3,322
Trừ	
Tổng khoản phải trả điều chỉnh	4,337
Tổng khoản phải trả	8,590
(-) Điều chỉnh KPT cho người bán	940
(-) Điều chỉnh ứng trước từ KH	3,806
Tổng nợ điều chỉnh	2,714
Tổng nợ	6,525
Điều chỉnh cho nợ dài hạn	3,811
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,566
RNAV	18,095
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	384,777,471
RNAV/cp	47,027
Giá thị trường	41,800
Upside	12.5%

Source: Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)

Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh

(Tỷ đồng)	2021H	2022H	2023H	2024F
Doanh thu	5,206	4,339	3,181	5,508
Giá vốn hàng bán	3,427	2,355	1,619	3,190
Lợi nhuận gộp	1,778	1,984	1,562	2,318
Thu nhập tài chính	445	386	238	144
Chi phí tài chính	112	199	296	316
Lãi/Lãi từ Công ty LDLK	91	25	418	52
Chi phí Bán hàng & QLDN	997	1,155	980	1,074
Lợi nhuận hoạt động	1,205	1,041	942	1,124
Lợi nhuận khác	435	29	(20)	-
Lợi nhuận trước thuế	1,640	1,070	968	1,124
Thuế TNDH	162	204	168	191
Lợi nhuận sau thuế	1,478	866	800	933
Lợi ích cổ đông thiểu số	407	309	317	416
Lợi ích cổ đông công ty mẹ	1,071	556	484	517
EBITDA	902	890	1,049	1,345
EBITDA Margin (%)	17%	21%	33%	24%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	23%	24%	30%	20%
Biên lợi nhuận ròng (%)	28%	20%	25%	17%

Bảng Cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2021H	2022H	2023H	2024F
Tài sản ngắn hạn	21,784	23,720	25,313	26,066
Tiền & Tương đương tiền	3,112	3,773	2,540	4,187
ĐTTT ngắn hạn	744	987	1,050	1,050
Phải thu ngắn hạn	720	1,310	1,526	1,311
Chi phí trả trước ngắn hạn	524	1,232	966	1,242
Khoản phải thu ngắn hạn khác	690	1,028	1,144	1,505
Hàng tồn kho	15,490	14,830	17,353	16,221
TSNH khác	505	559	733	548
Tài sản dài hạn	1,833	3,365	3,298	3,322
Đầu tư tài dạn	873	2,136	2,220	2,293
Tài sản dài hạn khác	961	1,229	1,078	1,029
Khoản phải trả	10,090	13,770	15,078	15,115
Phải trả ngắn hạn cho người bán	585	981	1,175	940
Ứng trước ngắn hạn từ khách hàng	2,463	3,271	3,815	3,806
Thuế & Chi phí phải trả nhân viên	444	365	297	294
Chi phí phải trả ngắn hạn	767	922	946	654
Phải trả ngắn hạn khác	765	1,508	1,252	1,408
Tổng nợ	3,608	5,179	6,107	6,525
Phải trả dài hạn khác	1,457	1,543	1,487	1,487
Vốn chủ sở hữu	13,528	13,315	13,533	14,273
Vốn điều lệ	3,829	3,841	3,848	3,848
Thặng dư vốn cổ phần	2,643	2,643	2,643	2,643
LNST chưa phân phối	2,444	2,493	2,879	3,204
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,598	4,325	4,150	4,566
Tổng tài sản	23,618	27,085	28,611	29,388

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2021H	2022H	2023H	2024F
Lợi nhuận trước thuế	1,640	1,070	968	1,124
Khấu hao	30	36	49	49
Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư	(958)	(410)	(655)	(144)
Chi phí lãi vay	102	148	296	316
Thay đổi trong tài sản hoạt động và nợ phải trả	890	843	688	1,345
Tăng/Giảm khoản phải thu	53	(2,590)	85	(237)
Tăng/Giảm hàng tồn kho	1,215	(593)	(2,428)	1,132
Tăng/Giảm khoản phải trả	(582)	1,665	220	(381)
Lãi vay đã trả	(83)	(118)	(534)	(316)
Thuế TNDH đã trả	(153)	(211)	(348)	(191)
Tiền chi khác cho HĐKD	(45)	(27)	(27)	-
Lưu chuyển thuần từ HĐKD (CFO)	1,296	(1,031)	(2,343)	1,352
Đầu tư TSCĐ	(19)	(73)	381	-
Net purchase/sales of debt	(755)	(277)	-	-
Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	(1,260)	648	(138)	(73)
Lãi vay/cổ tức được nhận	28	154	338	144
Lưu chuyển thuần từ HĐĐT (CFI)	(2,006)	452	228	71
Mua cp quỹ/Phát hành cp	2,637	187	705	-
Thu/Chi nợ vay	444	1,574	3,129	418
Cổ tức đã trả	(333)	(521)	-	(192)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC(CFF)	2,749	1,241	-	225
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	2,038	662	(1,233)	1,647
Tiền & tương đương tiền đầu năm	1,073	3,112	3,773	2,540
Tiền & tương đương tiền cuối năm	3,112	3,773	2,540	4,187

Chỉ số định giá/Dự phóng

	2021H	2022H	2023H	2024F
P/E (x)	8.2	22.9	30.9x	35.0x
P/B (x)	1.5	1.5	1.5x	1.9x
EPS (VND/cp)	3,099	1,345	1,187	1,343
BVPS (VND/cp)	23,318	23,407	24,386	25,229
Tăng trưởng doanh thu (%)	135%	-17%	-27%	73%
Tăng trưởng EBITDA (%)	125%	-1%	18%	28%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp (%)	165%	12%	-21%	48%
Tăng trưởng EPS (%)	1%	-57%	-12%	13%
DSO (ngày)	47	85	163	94
DIO (ngày)	1,148	2,350	3,627	1,921
DPO (ngày)	52	121	243	121
ROE (%)	15%	6%	6%	7%
ROA (%)	8%	3%	3%	3%
ROIC (%)	11%	5%	4%	5%
Nợ/Tổng tài sản (%)	15%	19%	21%	22%
Nợ/VCSH(%)	27%	39%	45%	46%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	7.8x	4.3x	3.4x	4.1x
Khả năng thanh toán nợ (x)	1.4x	0.9x	0.6x	0.5x

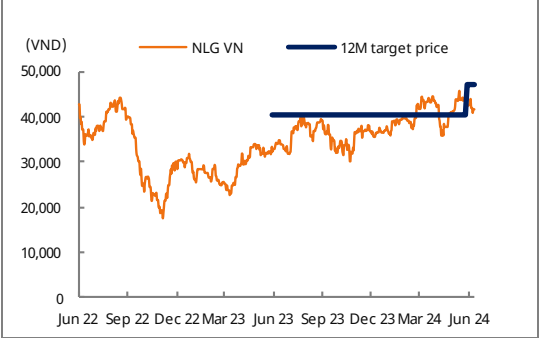
Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research forecasts

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)	20/06/2024	Tăng tỷ trọng	47.027
CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)	14/11/2023	Nắm giữ	40.389
CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)	27/07/2023	Nắm giữ	40.389
CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)	05/06/2023	Mua	40.300



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

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

Thang đánh giá ngành

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

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

Khuyến cáo

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

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn 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 thực phẩm 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 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 Securities International Network

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