

CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va

(HOSE: NVL)

Vững bước đến tương lai

Tăng tỷ trọng
(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu: VND
88,200
Upside: 10.5%

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

Quan điểm đầu tư

Ảnh hưởng dịch bệnh khiến doanh thu suy giảm

- Trong 2020, NVL đã bán được 5,084 căn (-18% yoy), chủ yếu đến từ Aqua City, Novaworld Hồ Tràm và Phan Thiết. Bên cạnh đó, NVL cũng bàn giao được 503 căn hộ (-85.5% yoy), chủ yếu ở Aqua City và một số dự án nội thành TP HCM như Rivergate, The Sun Avenue, Sunrise Riverside.
- Tốc độ bán và giao hàng giảm dẫn tới doanh thu giảm đáng kể so với năm trước chỉ còn 5,241 tỷ đồng (-52.5% yoy), tuy nhiên nhờ lãi từ đánh giá lại tài sản (2,4 nghìn tỷ đồng) và thoái vốn một số công ty con (3,6 nghìn tỷ đồng) nên lợi nhuận sau thuế (LNST) 2020 vẫn đạt gần 3,919 tỷ đồng (+14,6% yoy).

Triển vọng 2021 tươi sáng hơn nhờ Aqua City và pháp lý được khơi thông

- Chúng tôi đánh giá cao khả năng bán hàng của NVL tại các dự án đang triển khai, và ước lượng trong năm 2021 NVL sẽ bán được khoảng 8,600 căn (chủ yếu tại các dự án Aqua City và các dự án ở Phan Thiết và Hồ Tràm). Chúng tôi dự phóng NVL ghi nhận 21,831 tỷ đồng doanh thu (+316.4% yoy) và 4,101 tỷ đồng LNST (+3.2% yoy) trong 2021.
- Theo chúng tôi nhận định tình hình pháp lý đang dần khởi sắc trong tương lai sẽ có lợi cho ngành bất động sản tại TP HCM nói chung và cho NVL nói riêng. Vừa qua 2 dự án Tropic garden và Lexington đã được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm dự án trong nội thành TP HCM như Sunrise Cityview, Royal Garden, Richstar cũng sẽ được khai thông pháp lý trong năm 2021.

Khuyến nghị và định giá

Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 88,200 đồng/cổ phiếu

- Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên 88,200 đồng/cổ phiếu (từ mức 64,800 đồng/cổ phiếu), tương ứng với mức P/E 18.9 (cao hơn P/E bình quân ngành là 15.2) do a) môi trường pháp lý cải thiện, b) tình hình dịch bệnh được kiểm soát, và c) tốc độ bán hàng cao hơn dự kiến của chúng tôi.

Các chỉ số chính



Thị giá (24/03/2021, VND)	79,800	Vốn hóa (tỷ đồng)	85,967
LNST (21F, tỷ đồng)	4,010	SL cổ phiếu (triệu)	1,064
Kỳ vọng thị trường (21F, tỷ đồng)	n/a	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	29.1
Tăng trưởng EPS (21F, %)	17.5	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	6.6
P/E (21F, x)	18.9	Beta (12M)	0.4
P/E thị trường (x)	15.2	Cao nhất 52 tuần (VND)	48,548
VN-Index	1,181	Thấp nhất 52 tuần (VND)	83,500

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	2.3	27.9	58.7
Tương đối	-3.7	-3.2	0.3

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	21,831	15,691	18,743	21,831	15,691	18,743
LN HĐKD (tỷ đồng)	5,604	4,439	4,866	5,604	4,439	4,866
Biên LN HĐKD (%)	25.7%	28.3%	26.0%	25.7%	28.3%	26.0%
LNST (tỷ đồng)	4,010	3,595	3,958	4,010	3,595	3,958
EPS (VND)	4,071	3,666	4,027	4,071	3,666	4,027
ROE (%)	12.3%	9.9%	9.8%	12.3%	9.9%	9.8%
P/E (x)	21.7	24.1	21.9	21.7	24.1	21.9
P/B (x)	2.7	2.4	2.1	2.7	2.4	2.1

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC TRONG NĂM 2021

Aqua City – điểm sáng khu vực Đồng Nai

Với vị trí nằm gần sân bay Long Thành (hiện đã bắt đầu thi công vào tháng 1/2021), cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, bến xe miền Đông ... cũng như gần khu đô thị mới Thủ Đức, chúng tôi cho rằng Aqua City sẽ là động lực chính góp phần vào tăng trưởng doanh thu của NVL trong 5 năm tới. Hiện nay, chúng tôi nhận thấy các phân khu Grand Villa đã bán xong, còn các phân khu The Suite, The Elite, The Stella, The Valencia cũng bán gần hết. Ngoài ra, NVL đang mở bán phân khu đảo Phục Hưng Hoàng với giá khởi điểm từ 70 triệu/m² và đã bán khoảng 700 căn.

Chúng tôi đánh giá triển vọng tích cực cho dự án Aqua City dựa trên: 1) dự án được thi công đúng tiến độ (hiện đã hoàn thành xong 60 – 70% hạng mục công trình, bao gồm các khu tiện ích, đường xá); 2) tốc độ bán trong năm 2020 rất khả quan khi đã bán được 3.500 căn, đạt tỷ lệ hấp thụ lên đến 93%, bất chấp việc giá chào bán trung bình cao hơn các dự án khác xung quanh từ 15 – 20%; và 3) pháp lý dự án đầy đủ, và dự kiến sẽ có sổ đỏ khi bàn giao nhà vào năm 2022.

Với khả năng bán hàng mạnh, chúng tôi ước tính NVL sẽ bàn giao khoảng 600 căn tại Aqua City trong năm 2021, thu về khoảng 6,100 tỷ đồng doanh thu.

Hình 1. Bản đồ phối cảnh dự án Aqua City



Nguồn: BCTC của Công ty, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

Bất động sản nghỉ dưỡng – xu thế của tương lai

Chúng tôi đánh giá cao chiến lược phát triển sang mảng bất động sản nghỉ dưỡng của NVL khi tình hình pháp lý cho các dự án bất động sản ở TP HCM chưa có nhiều cải thiện ngay. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng tình hình dịch bệnh được kiểm soát trong nước sẽ tiếp tục tạo ra nhu cầu của loại hình sản phẩm này (hơn 80% khách du lịch đến các địa phương có Novaworld là khách nội địa trong thời điểm trước dịch). Xu hướng phát triển vaccine cũng sẽ mở đường cho việc mở lại ngành du lịch, tạo thêm nhu cầu mua bán và cho thuê các sản phẩm này.

Dự án Novaworld Hồ Tràm vừa qua đã làm lễ động thổ phân khu Habana rộng 20,4 ha với 2 mặt hướng biển và hướng sông. Phân khu này chỉ có 438 căn biệt thự cùng khu khách sạn cao cấp, khu phố thương mại với giá chào bán chỉ giao động từ 110 – 140 triệu/m². Phân khu The Tropicana hiện đã hoàn thiện nhiều hạng mục như hồ bơi, công viên, cơ sở hạ tầng. Trong năm 2021, NVL cũng sẽ khởi công phân khu Wonderland với quy mô 9 ha bao gồm 140 căn biệt thự nghỉ dưỡng, tổ hợp khách sạn thương mại.

Đối với 2 dự án lớn khác là Novaworld Phan Thiết và Novahills Mũi Né, hiện nay NVL đã hoàn thành xong hơn hầu hết các hạng mục công trình, và dự kiến sẽ bắt đầu bàn giao trong 2021. Ngoài ra, trong tháng 2/2021, NVL cũng giới thiệu dự án Novaworld Đà Lạt rộng 650 ha dự kiến bàn giao vào 2025.

Tên dự án	Tình hình pháp lý	Tiến độ xây dựng	Thời gian bàn giao
Novaworld Hồ Tràm	Đã có giấy phép xây dựng toàn khu	Đã hoàn thành khu biệt thự, Ocean pool, công viên Tropicana Đang xây dựng: khu Tropicana, khu Wonderland và các khu vực tiện ích	Q2 2021
Novaworld Phan Thiết	Đã có giấy phép xây dựng khu biệt thự, Shophouse, Clubhouse	Đang xây dựng: 81% khu biệt thự và Clubhouse, 99% Shophouse và sân golf	Q1 2021
NovaHills Mũi Né	Đã có giấy phép xây dựng toàn khu	Đang xây lắp sơ bộ công trình	Q1 2021
Novaworld Đà Lạt	Chưa có thông tin cụ thể	Chuẩn bị triển khai xây dựng phân khu Spring gồm 240 căn biệt thự	2025

Các dự án tại TP HCM bắt đầu được khơi thông pháp lý

Đầu năm 2021, một loạt nghị định và bộ luật mới sẽ bắt đầu có hiệu lực, đơn cử như “Luật Đầu Tư” mới và “Luật Xây Dựng sửa đổi” (điều chỉnh quá trình phê duyệt phát triển dự án bất động sản) và Nghị định 148/2020/NĐ-CP (sửa đổi, bổ sung một số điều trong Luật Đất đai ngày 18/12/2020). Những động thái này cho thấy chính phủ đang gấp rút gỡ nhiều nút thắt trong tiến trình pháp lý, tạo điều kiện cho nhiều dự án bất động sản được triển khai trở lại. Chúng tôi đánh giá đây sẽ là tin tốt cho NVL khi nhiều dự án trong nội thành TP HCM đang bị vướng pháp lý.

Vừa qua 2 dự án Tropic Garden và Lexington đã được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất sau nhiều năm bị vướng là tín hiệu tốt cho NVL nói riêng và cho thị trường bất động sản TP HCM nói chung. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng dự kiến trong năm 2021 sẽ còn một số dự án của NVL tại TP HCM được khơi thông pháp lý như Sunrise Cityview, Richstar ...

Tên dự án	Tình hình pháp lý
Tropic Garden	Đã được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất
Lexington	Đã được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất
Grand Manhattan	Đã được cấp giấy phép xây dựng.
Rivergate	Đã được duyệt giá tiền sử dụng đất của dự án
The Water Bay	Đang được rà soát lại các thủ tục pháp lý dự án chung với dự án khu đô thị mới Thủ Thiêm
Garden Gate	Đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính nhưng chưa được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất và sổ hồng
Newton Residence	Đã hoàn tất việc tạm nộp tiền sử dụng đất
Orchard Parkview	Đã hoàn tất việc tạm nộp tiền sử dụng đất
Golden Mansion	Đã hoàn tất việc tạm nộp tiền sử dụng đất
Kingston Residence	Đã được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất nhưng chưa được cấp sổ hồng
Botanica Premier	Chưa xong định giá tiền sử dụng đất
Richstar	Đã hoàn tất việc tạm nộp tiền sử dụng đất

KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

Triển vọng tươi sáng trong năm 2021

Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng các dự án của NVL do: 1) các dự án nằm ở vị trí đắc địa hưởng lợi lớn từ các dự án giao thông lớn đã và đang triển khai; 2) môi trường pháp lý của TP HCM bắt đầu có chuyển biến tích cực; 3) nhiều dự án của NVL tại quận 2 và quận 9 được hưởng lợi từ kế hoạch phát triển thành phố Thủ Đức; và 4) xu thế bất động sản nghỉ dưỡng sẽ tạo hình trong tương lai.

Chúng tôi dự đoán NVL sẽ thu về 21,831 tỷ đồng trong năm 2021, chủ yếu đến từ dự án Aqua City (khoảng 6,100 tỷ đồng), các dự án bất động sản nghỉ dưỡng tại Novaworld Hồ Tràm và Novaworld Phan Thiết (khoảng 4,200 tỷ đồng), còn phần còn lại sẽ đến từ việc ghi nhận từ các dự án bị đình trệ pháp lý trong nội thành TP HCM như Sunrise Cityview hay Richstar. Sang năm 2022 chúng tôi kỳ vọng sẽ là năm khởi sắc với NVL khi công ty bắt đầu bàn giao phần lớn sản phẩm của Aqua City.

Rủi ro

Vấn đề pháp lý và thanh khoản luôn là rủi ro lớn nhất đối với các công ty bất động sản và NVL cũng không ngoại lệ. Những sự kiện có thể tác động tiêu cực đến 2 yếu tố trên bao gồm:

- Tình hình dịch bệnh kéo dài gây ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng bán hàng và thi công của NVL.
- Yếu tố tài chính thay đổi như tỷ giá USD tăng cao hay lãi suất vay ngân hàng tăng cao ảnh hưởng tiêu cực đến việc vay nợ của NVL.
- Lãi suất tăng lên cũng ảnh hưởng đến các yếu tố định giá cổ phiếu, khiến giá cổ phiếu NVL không còn hấp dẫn như trước.

CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL VN)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	5,026	21,831	15,691	18,743
Giá vốn hàng bán	(3,219)	(14,605)	(9,807)	(12,085)
Lợi nhuận gộp	1,808	7,226	5,884	6,658
Chi phí bán hàng và QLDN	1,453	1,384	1,510	1,695
Lợi nhuận hoạt động	5,026	5,604	5,023	5,503
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	5,026	5,604	5,023	5,503
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	4,671	(238)	649	540
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	4,674	(232)	653	546
Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh	(3)	(6)	(4)	(5)
Lợi nhuận trước thuế	4,626	5,158	5,059	5,544
Thuế TNDN	(181)	1,148	995	1,071
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	3,884	4,010	4,064	4,472
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	3,884	4,010	4,064	4,472
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	3,884	4,010	4,064	4,472
Cổ đông công ty mẹ	3,884	4,010	4,064	4,472
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	5,928	6,961	6,342	7,209
FCF (Dòng tiền tự do)	52,621	(25,561)	8,462	15,546
EBITDA Margin (%)	117.9%	31.9%	40.4%	38.5%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	100.0%	25.7%	32.0%	29.4%
Biên lợi nhuận ròng (%)	77.3%	18.4%	25.9%	23.9%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
LCTT từ hoạt động kinh doanh	(3,290)	5,058	3,304	4,315
LNTT	4,626	5,158	4,475	4,906
Chi phí không bằng tiền	(7,933)	5,808	(2,402)	6,267
Khấu hao	736	67	(4)	523
Khấu trừ	-	-	-	-
Khác	(8,669)	5,741	(2,398)	5,744
Thay đổi vốn lưu động	18	(5,494)	1,244	(7,006)
Tăng giảm phải thu	(14,453)	(1,450)	(545)	(5,264)
Tăng giảm tồn kho	(14,072)	(9,739)	4,083	(5,725)
Tăng giảm phải trả	28,861	9,982	(2,547)	4,641
Thuế TNDN	(318)	(4,287)	253	(657)
LCTT hoạt động đầu tư	(5,107)	1,750	(2,078)	3,269
Tăng giảm Tài sản cố định	(172)	5,438	(2,898)	2,583
Tăng giảm Tài sản vô hình	(3,068)	(402)	(57)	172
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(2,156)	(3,285)	877	515
Tăng giảm Tài sản dài hạn khác	288	-	-	-
LCTT hoạt động tài chính	13,490	(6,736)	(468)	(4)
Tăng giảm nợ phải trả	12,872	(3,358)	(805)	(136)
Phát hành cổ phiếu	668	-	-	-
Cổ tức đã trả	(50)	(401)	(359)	(396)
Khác	(2)	(2,977)	696	528
LCTT trong kỳ	5,094	72	758	7,580
Số dư đầu kỳ	6,466	11,559	11,631	12,389
Số dư cuối kỳ	11,559	11,631	12,389	19,969

Nguồn: BCTC Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Tài sản ngắn hạn	114,313	126,769	122,354	139,118
Tiền và tương đương tiền	11,559	11,631	12,389	19,969
Phải thu ngắn hạn	13,820	17,188	16,169	19,644
Tồn kho	86,847	96,586	92,503	98,229
Khác	2,087	1,364	1,292	1,276
Tài sản dài hạn	30,207	32,747	33,342	34,988
Đầu tư liên kết liên doanh	17,618	15,757	17,346	19,099
Tài sản cố định hữu hình	1,202	1,331	1,213	2,005
Tài sản dài hạn khác	11,387	15,660	14,783	13,884
Tổng tài sản	144,519	159,516	155,696	174,106
Nợ ngắn hạn	31,433	51,463	46,541	57,383
Phải trả ngắn hạn	8,916	18,898	16,351	20,992
Vay nợ ngắn hạn	14,512	18,712	19,408	21,801
Nợ ngắn hạn khác	8,005	13,853	10,782	14,589
Nợ dài hạn	81,177	75,512	72,682	76,160
Nợ vay dài hạn	34,357	26,799	25,298	22,768
Nợ dài hạn khác	46,820	48,714	47,384	53,392
Tổng nợ	112,610	126,975	119,223	133,543
Vốn chủ sở hữu	31,909	32,541	36,473	40,564
Vốn góp chủ sở hữu	9,863	9,863	9,863	9,863
Thặng dư cổ phần	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	12,029	15,638	18,873	22,435
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	10,018	7,041	7,737	8,265
Vốn chủ sở hữu	31,909	32,541	36,473	40,564

Các chỉ số chính

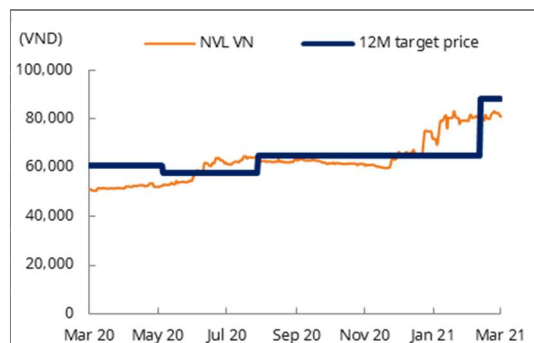
	2020	2021	2022	2023
P/E (x)	16.3	21.7	24.1	21.9
P/CF (x)	(18.4)	18.8	25.0	28.1
P/B (x)	2.0	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA (x)	17.99	5.27	6.25	4.37
EPS (W)	3,998	4,071	3,666	4,027
CFPS (W)	(3,537)	4,702	3,527	3,137
BPS (W)	32,353	32,994	36,980	41,128
DPS (W)	1,488	1,000	1,000	1,000
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	15%	10%	10%	10%
Lợi suất cổ tức (%)	2.29%	1.13%	1.13%	1.13%
Tăng trưởng doanh thu	-52.5%	316.5%	-28.1%	19.4%
Tăng trưởng EBITDA (%)	122.2%	17.4%	-17.3%	14.6%
Tăng trưởng LN HĐKD (%)	748.3%	11.5%	-20.8%	9.6%
Tăng trưởng EPS (%)	11.7%	1.8%	-10.0%	9.9%
Vòng quay phải thu (x)	0.5	1.4	0.9	1.0
Vòng quay tồn kho (x)	0.0	0.2	0.1	0.1
Vòng quay phải trả (x)	1.2	3.3	1.8	2.1
ROA (%)	2.7%	2.5%	2.3%	2.3%
ROE (%)	12.2%	12.3%	9.9%	9.8%
ROIC (%)	4.1%	4.6%	4.0%	4.2%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%)	352.9%	390.2%	326.9%	329.2%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	3.64	2.46	2.63	2.42
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu (%)	153.1%	139.9%	122.6%	109.9%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	11.46	2.43	2.28	2.72

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Tên	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL)	24/03/2021	TĂNG TỶ TRỌNG	88,200
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL)	19/11/2020	NẮM GIỮ	64,800
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL)	12/08/2020	NẮM GIỮ	64,800
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL)	20/05/2020	MUA	57,800
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL)	8/08/2019	NẮM GIỮ	61,000



Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst certification

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

Disclaimers

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

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

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

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All other jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Daewoo International Network**Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

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) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur 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)