

CTCP Thép Nam Kim

(HSX: NKG)

Hẹn ngày vượt đỉnh

Mua

(Cập nhật)

TP VND39,100
(Upside: 23.2%)

Công ty TNHH chứng khoán Mirae Asset Việt Nam.
Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeasset.com.vn

Cập nhật 1Q21

Kết quả kinh doanh của NKG trong 1Q21 rất tích cực với doanh thu và lợi nhuận ròng (LNR) lần lượt đạt VND4,852 tỷ (+98% YoY) và VND318 tỷ (+668% YoY). Trong đó, thị trường toàn cầu phục hồi mạnh giúp sản lượng tăng trưởng mạnh hơn dự đoán của chúng tôi 15% trong 1Q21. Sản lượng tôn mạ và ống thép trong 1Q21 lần lượt đạt 195,992 tấn (+40% YoY) và 52,013 tấn (+73.4% YoY). Trong 1Q21, giá HRC trung bình đạt USD734/tấn (+15% QoQ/+76% YoY). Biên lợi nhuận gộp của NKG trong 1Q21 được mở rộng lên mức 12.6% (sv. 9% trong 4Q20, 8.6% trong 1Q20) nhờ lượng hàng tồn kho giá rẻ từ năm 2020.

Dự phóng 2021

Dự phóng lợi nhuận sau thuế (LNST) năm 2021F đạt mốc lịch sử 1,224 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng sản lượng tôn mạ và ống thép trong năm 2021F lần lượt đạt 758,700 tấn (+35% YoY) và 212,661 tấn (+50% YoY), tương ứng với dự phóng doanh thu cả năm 2021F đạt 22,012 tỷ đồng (+90% YoY).

Chúng tôi vẫn đánh giá thị trường chung vẫn có nhu cầu sản phẩm thép rất lớn trong năm 2021F, đặc biệt trong bối cảnh Mỹ và Châu Âu dần gỡ bỏ dần cách xã hội. Với kịch bản giá quặng sắt trung bình năm 2021F đạt trên USD160/tấn, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận từ HĐKD của NKG trong năm FY21 lần lượt đạt 10% và 7.3% (sv. 7.5% và 4.4% trong năm FY20), LNST đạt 1,224 tỷ đồng (+314% YoY), cao nhất trong lịch sử.

Tỷ trọng hàng tồn kho/tổng tài sản (HTK/TTS) 1Q21 tăng lên 35% nhưng vẫn ở mức an toàn. Trong quá khứ, tỷ lệ HTK/TTS cao nhất của NKG từng đạt 40% vào 4Q17 và 2Q18. Sau đó, giá HRC giảm USD673/tấn về mức USD536/tấn đã khiến biên LNG của NKG giảm về 0% trong 4Q18 và 1Q19. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro này khó có thể xảy ra với NKG ở thời điểm hiện tại khi mảng xuất khẩu, vốn chiếm 35-40%/doanh thu, đã được xác định giá hợp đồng trước 3 - 4 tháng. Cùng với việc tỷ lệ nợ ròng/EBITDA đã về mức an toàn (1Q21: 180%, 2020: 380%) (**Báo cáo cập nhật NKG - MUA**), chúng tôi cho rằng NKG vẫn duy trì được mức biên LNG trên 8% trong 2H21 kể cả trong trường hợp giá quặng giảm về mức USD140/tấn.

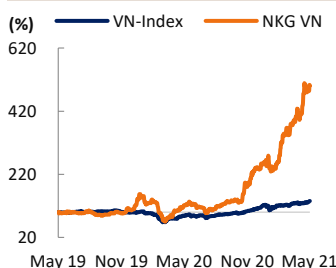
Rủi ro

Chúng tôi cho rằng rủi ro lớn nhất ngành tôn mạ nằm ở việc giá quặng sắt và HRC đảo chiều mạnh trong 2H21. Trong tháng 5/2021 giá quặng sắt đã điều chỉnh 15% do Trung Quốc đã ra chính sách giảm hoàn một số loại thuế VAT xuất khẩu thép. Chúng tôi cho rằng có thể khiến thép ở Trung Quốc sẽ điều chỉnh từ 25-35% trong 2H21 so với mức đỉnh tháng 4/2021.

Định giá

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên mức VND 39,100 (upside +23.2% - (**Báo cáo cập nhật NKG - MUA**)) với PE forward FY21 ở mức 5.8x. Sản lượng tiêu thụ và biên lợi nhuận HĐKD của công ty cải thiện nhanh hơn so với kỳ vọng của chúng tôi.

Dữ liệu



Thị giá (25/05/2021, VND)	31,700	Vốn hóa (VND tỷ)	5,435
LN HĐKD (21F, VND tỷ)	1,607	Số lượng CP lưu hành (triệu)	172
Tăng trưởng EPS (21F, %)	314%	Free Float (%)	58.2
Market EPS Growth (21F, %)	30%	Tỷ lệ sở hữu CE nước ngoài (%)	15.2
P/E (21F, x)	5.8	Beta (12M)	1.2
Market P/E (x)	14.9	Tháp 25 tuần	5,750
VN-Index	1,312	Cao 52 tuần	32,850

Thay đổi giá CP

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	27.7	159.0	308.8
Tương đối	19.8	129.1	257.8

Kết quả kinh doanh và dự phóng

	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
FY (31/12)						
Doanh thu (VND tỷ)	12,619	14,812	12,177	11,560	22,013	19,029
Lợi nhuận HĐKD (VND tỷ)	1,024	390	63	509	1,607	799
Biên Lợi nhuận HĐKD (%)	8.1%	2.6%	0.5%	4.4%	7.3%	4.2%
LNST (VND tỷ)	708	57	47	295	1,224	630
EPS (VND)	3,887	315	260	1,623	6,728	3,462
ROE (%)	24.1%	1.9%	1.6%	9.3%	27.5%	12.8%
P/E (x)	5.0x	25.1x	26.5x	8.3x	5.8x	11.3x
P/B (x)	1.3x	0.5x	0.5x	0.9x	1.7x	1.5x
Tỷ suất cổ tức (%)	4%	0%	0%	3%	4%	3%

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

Nguồn: NKG, Mirae Asset Vietnam Research

Điều chỉnh dự phóng và Cập nhật KQKD FY20

Bảng 1: Cập nhật dự phóng

Ty đồng	Dự phóng BC trước		Dự phóng cập nhật		% thay đổi		Nhận định
	21F	22F	21F	22F	21F	22F	
Doanh thu	16,766	15,969	22,013	19,029	31.3%	19.2%	<ul style="list-style-type: none"> Giá HRC tăng 37% trong 5T21 từ đầu 2021. Dự phóng cả năm 2021F giá quặng duy trì trên USD160/tấn, cao hơn 15% so với dự phóng trước. Năm 2022F, kịch bản giá quặng từ USD120-150/tấn, cao hơn 10% so với dự phóng trước. Tăng 21% sản lượng dự phóng 2021 và 15% sản lượng 2022 so với BC trước.
Lợi nhuận từ HDKD	972	671	1,607	799	65.3%	19.1%	
Biên LN HDKD (%)	5.8%	4.2%	7.3%	4.2%	25.9%	0.0%	
LNTT	791	626	1,371	715	73.3%	14.2%	
LNST	680	539	1,224	630	77.5%	16.9%	

Nguồn: Finpro, NKG, Mirae Asset Vietnam Research

Luận điểm đầu tư

Dự phóng giá quặng trung bình năm 2021 đạt trên USD160/tấn trong bối cảnh các công ty khai thác lớn trên thế giới không tăng sản lượng

Trong báo cáo [Triển vọng ngành thép năm 2021](#), chúng tôi đã nhấn mạnh sự ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại của Trung Quốc và Úc tới giá quặng sắt toàn cầu. Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu hồi phục, nhu cầu về thép tăng mạnh nhưng trong 1Q21, chúng tôi nhận thấy nguồn cung của ba tập đoàn khai thác quặng lớn trên thế giới chỉ tăng rất nhẹ, dẫn đến việc giá quặng liên tục bùng nổ. Chúng tôi ước tính sản lượng khai thác mục tiêu năm 2021 của ba nhà khai thác quặng sắt lớn nhất thế giới là Vale, Rio Tinto và BHP Group đạt 905 triệu tấn, không tăng trưởng so với năm 2020.

Nguồn cung hạn chế kết hợp với việc sản lượng quặng sắt của BHP Group chỉ đạt 59.9 triệu tấn (-0.2% YoY) trong 1Q21 do ảnh hưởng của lũ lụt trong tháng 3/2021, giá quặng trung bình trong tháng 4 và 5/2021 đã tăng mạnh lên mức USD182/tấn (+11.7% QoQ/+101% YoY). Qua đó, chúng tôi dự phóng mặt bằng giá quặng sắt trong năm 2021 sẽ duy trì ở mức trên USD160/tấn.

Bảng 2: Sản lượng khai thác các tập đoàn khai thác quặng trong 1Q21 (triệu tấn)

	1Q21	sv 4Q20	sv 1Q20	Sản lượng mục tiêu 2021	Sản lượng 2020
Rio Tinto	77.8	-12%	+7%	Từ 325 - 340 triệu tấn	333 triệu tấn
Vale SA	68	-19.5%	+14.2%	Từ 315 - 335 triệu tấn	300 triệu tấn
BHP Group	59.9	-4%	-0.2%	Từ 245 - 255 triệu tấn	248 triệu tấn

Nguồn: Rio Tinto, BHP Group, Mirae Asset Vietnam Research

Dự phóng LNST 2021F đạt VND1,224 tỷ (+315% YoY) và sản lượng cả năm 2021F tăng trưởng 38% YoY

Với lợi thế hoạt động sản xuất kinh doanh không bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19 và nền kinh tế nội địa hồi phục tích cực, chúng tôi cho rằng năm nay NKG tiếp tục duy trì kết quả kinh doanh ấn tượng. Thị trường nội địa của NKG chủ yếu trong phía Nam ít bị ảnh hưởng bởi các làn sóng dịch Covid-19 lần 3 và 4 hơn so với các công ty ống thép ở miền Bắc, kết hợp với nhu cầu lớn từ thị trường châu Âu và Bắc Mỹ (thị trường xuất khẩu chính của NKG) sẽ tạo động lực cho sự tăng trưởng của trong năm 2021.

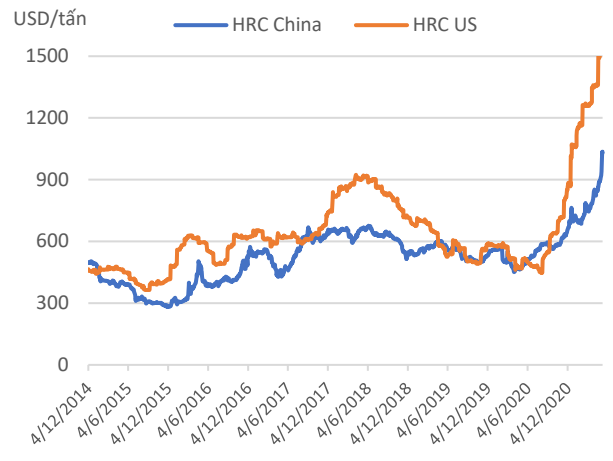
Chúng tôi nâng dự phóng sản lượng của NKG trong năm 2021 đạt 971,361 tấn (+38% YoY), tăng 21% so với dự báo cũ của chúng tôi ([Báo cáo triển vọng CTCP Thép Nam Kim 2021](#)). Trong đó, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận từ HDKD sẽ tăng mạnh trong năm 2021F, đạt 7.3% nhờ hưởng lợi từ hàng tồn kho giá rẻ trong 1Q21.

Hiện tại, tỷ trọng mảng xuất khẩu chiếm 35%-45% tổng doanh thu hàng năm. Giá bán mảng xuất khẩu được neo theo giá hiện tại của HRC và bàn giao sau từ 2 - 4 tháng sau ngày ký hợp đồng. Do đó, việc tỷ lệ hàng tồn kho/tổng tài sản của NKG trong 1Q21 tăng lên 34.7%, theo chúng tôi đánh giá vẫn ở mức an toàn. Chúng tôi dự phóng LNST và biên lợi nhuận từ HDKD của NKG năm 2021F lần lượt đạt VND1,224 tỷ (+315% YoY) và 7.3% (sv. 4.4% năm 2020).

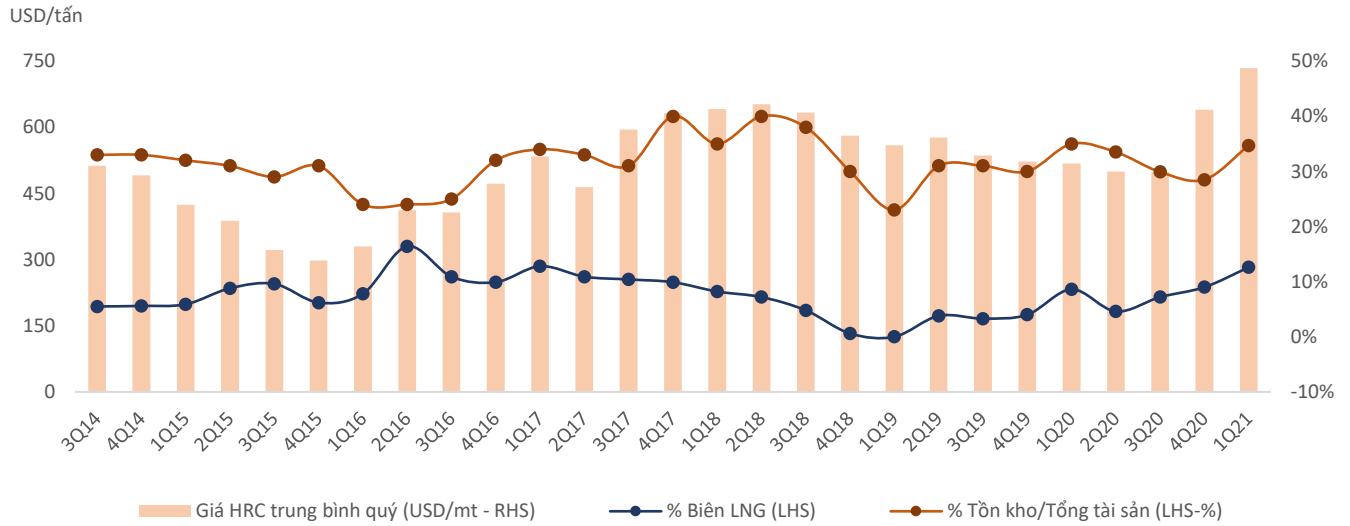
Hình 1. Giá quặng sắt FE 62% Úc giai đoạn 2014-5T21 (USD/tấn)



Hình 2. Giá HRC sản Thượng Hải và Mỹ giai đoạn 2014-5T21 (USD/tấn)

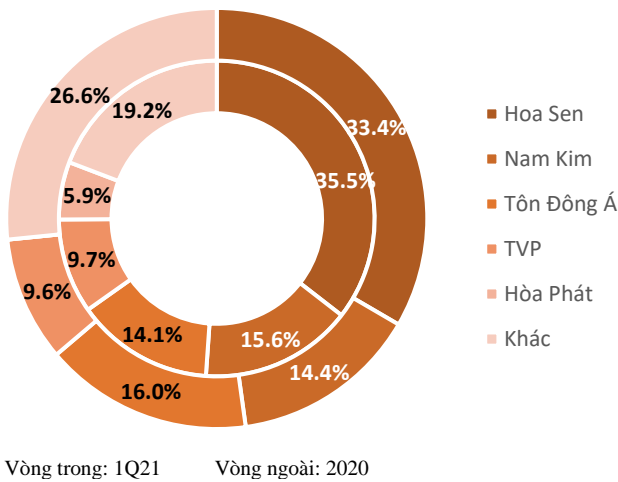


Hình 3. Tương quan giữa giá HRC, biên LNG và tỷ trọng hàng tồn kho/tổng tài sản của NKG

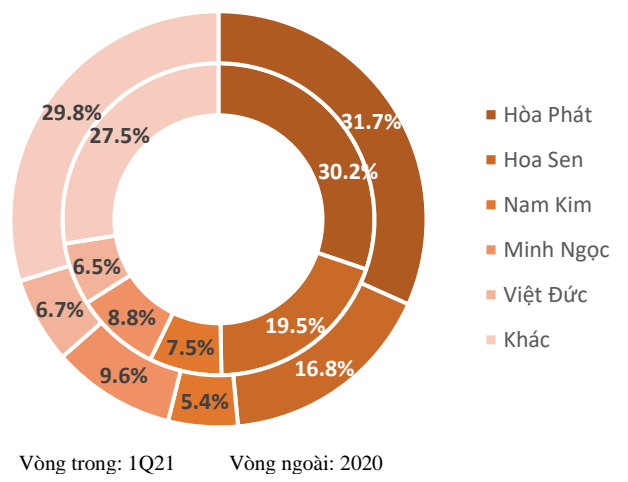


Nguồn: Fipro, Statista, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 4. Thị phần tôn của NKG 1Q21 và FY20



Hình 5. Thị phần ống thép của NKG 1Q21 và FY20



Nguồn: VSA, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)

Báo cáo kết quả HDKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	12,177	11,560	22,013	19,029
Giá vốn hàng bán	(11,835)	(10,690)	(19,812)	(17,697)
Lợi nhuận gộp	342	870	2,201	1,332
Chi phí bán hàng và QLDN	(279)	(360)	(594)	(533)
Lợi nhuận hoạt động	63	509	1,607	799
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	63	509	1,607	799
Lợi nhuận ngoài HDKD chính	(309)	(222)	(200)	(93)
Lãi/Lỗ từ hoạt động tài chính	(309)	(222)	(200)	(93)
Lãi/lỗ từ liên kết liên doanh	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	90	321	1,391	716
Thuế TNDN	(43)	(25)	(167)	(86)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	47	296	1,224	630
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	47	295	1,224	630
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	47	295	1,224	630
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	47	295	1,224	630
Cổ đông công ty mẹ	47	295	1,224	630
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	505	886	1,955	1,122
FCF (Dòng tiền tự do)	1,374	152	1,156	970
EBITDA Margin (%)	4.1%	7.7%	8.9%	5.9%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	0.5%	4.4%	7.3%	4.2%
Biên lợi nhuận ròng (%)	0.4%	2.6%	5.6%	3.3%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

LCTT từ hoạt động kinh doanh	1,210	52	1,271	1,029
LNTT	90	321	1,391	764
Chi phí không bằng tiền	448	392	364	323
Khấu hao	442	376	348	323
Khấu trừ	-	-	-	-
Khác	6	16	16	-
Thay đổi vốn lưu động	1,001	(655)	(594)	102
Tăng giảm phải thu	(147)	(156)	87	103
Tăng giảm tồn kho	93	439	(1,614)	579
Tăng giảm phải trả	1,055	(938)	933	(580)
Các khoản thay đổi khác	(329)	(6)	110	(160)
LCTT hoạt động đầu tư	(228)	334	(103)	(4)
Tăng giảm Tài sản cố định	(93)	(56)	(176)	(94)
Tăng giảm Tài sản vô hình	252	-	4	4
Tăng giảm Mua/Bán công cụ nợ	18	19	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(405)	371	69	86
LCTT hoạt động tài chính	(1,336)	(244)	(670)	(1,430)
Tăng giảm nợ phải trả	-	-	-	-
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	-	-	(237)	(182)
Khác	(1,336)	(244)	(433)	(1,248)
Tăng (Giảm) tiền thuần trong năm	(355)	142	498	(406)
Số dư đầu kỳ	1,118	447	469	967
Số dư cuối kỳ	763	589	967	561

Nguồn: NKG, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	4,159	4,273	6,164	5,102
Tiền và TDT & Đầu tư ngắn hạn	763	589	967	561
Phải thu ngắn hạn	877	1,439	1,352	1,249
Tồn kho	2,327	2,150	3,764	3,185
Khác	192	95	81	107
Tài sản dài hạn	3,643	3,271	3,212	2,897
Tài sản cố định hữu hình	3,507	3,185	3,057	2,730
Đầu tư liên kết liên doanh	63	23	23	23
Tài sản dài hạn khác	73	63	132	218
Tổng tài sản	7,802	7,544	9,376	7,999
Nợ ngắn hạn	4,081	3,878	4,525	2,800
Phải trả ngắn hạn	1,557	850	1,783	1,203
Vay nợ ngắn hạn	2,389	2,520	1,967	861
Nợ ngắn hạn khác	135	508	775	736
Nợ dài hạn	705	484	355	212
Nợ vay dài hạn	703	482	352	210
Nợ dài hạn khác	2	2	3	2
Tổng nợ	4,786	4,362	4,880	3,012
Vốn chủ sở hữu	3,017	3,181	4,497	4,987
Vốn góp chủ sở hữu	1,820	1,820	1,820	1,820
Thặng dư cổ phần	766	766	1,016	1,016
Lợi nhuận giữ lại	431	595	1,661	2,151
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	3,017	3,181	4,497	4,987

Các chỉ số chính

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	26.5x	8.3x	5.8x	10.6x
P/CF (x)	1.0x	47.2x	5.6x	6.9x
P/B (x)	0.5x	0.9x	1.7x	1.5x
EV/EBITDA (x)	9.9x	6.7x	2.7x	3.6x
EPS (VND)	260	1,622	6,728	3,693
CFPS (VND)	6,647	317	6,983	5,652
BPS (VND)	15,221	16,111	23,366	26,088
DPS (VND)	-	-	1,300	1,000
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	0.0%	0.0%	19.0%	27.0%
Lợi suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	3.3%	2.6%
Tăng trưởng doanh thu	-17.8%	-5.1%	90.4%	-13.6%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-37.8%	75.5%	120.7%	-42.6%
Tăng trưởng EBIT (x)	-83.9%	710.8%	215.5%	-50.3%
Tăng trưởng EPS (x)	-17.5%	523.8%	314.8%	-45.1%
Vòng quay phải thu (ngày)	21	38	21	22
Vòng quay tồn kho (ngày)	72	73	69	66
Vòng quay phải trả (ngày)	48	29	33	25
ROA (%)	0.6%	3.9%	13.1%	8.4%
ROE (%)	1.6%	9.3%	27.2%	13.5%
ROIC (%)	1.0%	8.2%	23.6%	13.2%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)	158.6%	137.1%	108.5%	60.4%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	100.0%	110.0%	140.0%	180.0%
Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu (%)	100.0%	90.0%	40.0%	20.0%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	0.2x	2.3x	8.0x	13.1x

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)	26/05/21	MUA	39,100
CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)	17/03/21	MUA	27,600
CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)	22/12/20	NĂM GIỮ	16,400
CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)	16/7/20	MUA	9,700

Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (→), Not covered (≡), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

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

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be NKGed by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Equity Ratings Distribution & Investment Banking Services

	Buy	Trading Buy	Hold	Sell
Equity Ratings Distribution	74.13%	15.92%	9.95%	0.00%
Investment Banking Services	75.00%	11.11%	13.89%	0.00%

* Based on recommendations in the last 12-months (as of March 31, 2016)

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

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)**

Global 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
Olímpica
Sao Paulo - SP
04551-060
Brasil
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)