

CTCP FPT

(HOSE: FPT)

Tăng trưởng cùng xu hướng ngành**Tăng Tỷ Trọng**
(Bảo cáo cập nhật)**Giá mục tiêu (12T):**
VND95.000
(Lợi nhuận kỳ vọng +14,2%)*Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam*
Trần Thị Ngọc Hòa, hoa.ttn@miraeasset.com.vn**Định giá và khuyến nghị**

Chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FPT, cập nhật giá mục tiêu 12 tháng tới là 95.000 VND (từ mức 76.600 VND trong báo cáo trước đó), trên cơ sở: 1) số lượng hợp đồng ký mới tăng mạnh trong cuối 4Q20 và 1Q21 sẽ được ghi nhận doanh thu vào các quý tiếp theo; 2) tăng tốc độ tăng trưởng của mảng CNTT trong nước so với dự phóng trước đó của chúng tôi.

Quan điểm đầu tư

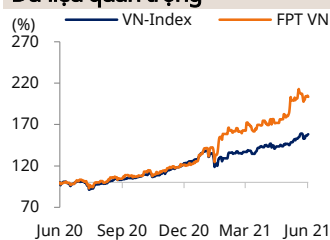
- Mảng công nghệ thông tin (CNTT) trên đà hồi phục: 1) Các thị trường nước ngoài của FPT đang dần hồi phục nhờ nhu cầu về dịch vụ CNTT gia tăng và giá trị đơn hàng ký mới của mảng công nghệ cả trong nước và quốc tế tiếp tục tăng trưởng tốt; 2) FPT đang gia tăng tỷ trọng doanh thu từ mảng chuyển đổi số và tập trung phát triển sản phẩm, giải pháp made-by-FPT, giúp cải thiện biên lợi nhuận. Gần đây nhất, FPT hợp tác với Base.vn để đẩy mạnh chuyển đổi số trong nước cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ.
- Mảng dịch vụ viễn thông kỳ vọng duy trì tăng trưởng, nhờ: 1) Nhu cầu sử dụng Internet gia tăng; 2) Mảng PayTV bắt đầu ghi nhận lợi nhuận, 3) Mở rộng trung tâm dữ liệu.
- Tài chính lành mạnh, ít vay nợ, dòng tiền dồi dào.

Rủi ro chính: 1) Sự phục hồi chậm hơn so với kỳ vọng của thị trường châu Âu và Nhật Bản; 2) Mảng viễn thông cạnh tranh gia tăng

Cập nhật kết quả kinh doanh 1Q21

Tốc độ tăng trưởng doanh thu hồi phục lại mức trước dịch. Trong 1Q21, FPT ghi nhận doanh thu đạt 7.586 tỷ VND (+14,4% YoY), lợi nhuận sau thuế 1.151 tỷ VND (+22,8% YoY), nhờ vào tăng trưởng tại thị trường Mỹ và khu vực Châu Á Thái Bình Dương (APAC), cùng với sự hồi phục đáng kể của mảng CNTT trong nước.

Biên lợi nhuận trước thuế cải thiện đạt 18,4% trong 1Q21, từ mức 17,2% trong 1Q20 và 17,6% trong 2020, nhờ vào: 1) FPT tập trung vào các dịch vụ giá trị gia tăng cao và nâng cao hiệu suất làm việc của nhân sự; 2) giảm chi phí marketing; 3) mảng PayTV bắt đầu ghi nhận lợi nhuận.

Dữ liệu quan trọng

Giá hiện tại (15/06/2021, VND)	83,200	Vốn hóa (Tỷ VND)	75,501
Lợi nhuận hoạt động (LNHĐ) (21F, Tỷ VND)	5,956	SLCP đang lưu hành (Triệu CP)	907
LNHĐ kỳ vọng thị trường (21F, Tỷ VND)	5,930	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	77.7
Tăng trưởng EPS (21F, %)	24.0	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	49.0
P/E (21F, x)	18.7	Beta (12T)	0.9
P/E thị trường (21F, x)	14.5	Giá thấp nhất 52 tuần	37,913
VN-Index	1,367	Giá cao nhất 52 tuần	88,500

Diễn biến giá cổ phiếu

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	12.8	69.3	108.0
Tương đối	4.9	39.3	43.7

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính (t)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
Doanh thu (Tỷ VND)	23,214	27,717	29,830	35,558	41,638	48,009
LNHĐ (Tỷ VND)	3,122	4,147	4,605	5,956	7,559	8,860
Biên LNHĐ (%)	13.4	15.0	15.4	16.8	18.2	18.5
Lợi nhuận ròng (Tỷ VND)	2,620	3,135	3,538	4,369	5,566	6,586
EPS (VND)	2,683	3,191	3,583	4,444	5,662	6,699
ROE (%)	20.0	21.6	21.7	22.9	24.9	25.4
P/E (x)	10.8	13.8	14.3	18.7	14.7	12.4
P/B (x)	2.1	2.8	2.9	3.5	3.1	2.7
Tỷ suất cổ tức (%)	4.7	1.7	1.5	2.4	2.4	2.4

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số
Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

Cập nhật định giá

Sử dụng kết hợp hai phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do và phương pháp P/E, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu FPT ở mức 95.000 VND, tương ứng lợi nhuận kỳ vọng 12 tháng là 14,2% từ mức giá của ngày 15/06/2021. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị Tăng Tỷ Trọng đối với cổ phiếu FPT.

Bảng 1. Cập nhật định giá

	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Phương pháp P/E
Giá trị hợp lý (VND)	105,100	84,900
Tỷ trọng	50%	50%
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	95,000	

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 2. Cập nhật kết quả kinh doanh theo quý

(Tỷ VND)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
Doanh thu	5,666	6,826	7,105	8,120	6,631	6,980	7,553	9,269	7,586
<i>Tăng trưởng (% YoY)</i>	<i>19.3</i>	<i>24.7</i>	<i>17.7</i>	<i>16.8</i>	<i>17.0</i>	<i>2.3</i>	<i>6.3</i>	<i>13.8</i>	<i>14.4</i>
Mảng công nghệ	2,984	3,980	4,105	4,714	3,594	3,933	4,184	5,183	4,155
<i>Tăng trưởng (% YoY)</i>	<i>21.6</i>	<i>32.5</i>	<i>21.5</i>	<i>3.2</i>	<i>20.4</i>	<i>-1.2</i>	<i>1.9</i>	<i>9.9</i>	<i>15.6</i>
Nước ngoài	2,303	2,629	2,864	3,052	2,891	2,919	2,969	3,694	3,169
<i>Tăng trưởng (% YoY)</i>	<i>37.5</i>	<i>38.2</i>	<i>23.2</i>	<i>20.2</i>	<i>25.5</i>	<i>11.0</i>	<i>3.7</i>	<i>21.0</i>	<i>9.6</i>
Trong nước	681	1,351	1,241	1,662	703	1,014	1,215	1,489	986
<i>Tăng trưởng (% YoY)</i>	<i>-12.5</i>	<i>22.7</i>	<i>17.9</i>	<i>-18.0</i>	<i>3.2</i>	<i>-24.9</i>	<i>-2.1</i>	<i>-10.4</i>	<i>40.1</i>
Mảng viễn thông	2,377	2,545	2,639	2,837	2,668	2,771	2,872	3,113	2,925
<i>Tăng trưởng (% YoY)</i>	<i>18.3</i>	<i>16.6</i>	<i>15.0</i>	<i>21.0</i>	<i>12.2</i>	<i>8.9</i>	<i>8.8</i>	<i>9.7</i>	<i>9.6</i>
Dịch vụ viễn thông	2,263	2,387	2,483	2,656	2,565	2,652	2,731	2,959	2,804
<i>Tăng trưởng (% YoY)</i>	<i>19.0</i>	<i>16.5</i>	<i>15.1</i>	<i>21.5</i>	<i>13.3</i>	<i>11.1</i>	<i>10.0</i>	<i>11.4</i>	<i>9.3</i>
Quảng cáo trực tuyến	115	156	157	181	103	118	143	154	121
<i>Tăng trưởng (% YoY)</i>	<i>7.2</i>	<i>16.7</i>	<i>13.8</i>	<i>13.8</i>	<i>-10.4</i>	<i>-24.4</i>	<i>-8.9</i>	<i>-15</i>	<i>18.1</i>
Giáo dục, đầu tư, và khác	305	302	360	825	368	277	497	974	506
<i>Tăng trưởng (% YoY)</i>	<i>5.5</i>	<i>4.9</i>	<i>-0.8</i>	<i>89.2</i>	<i>20.7</i>	<i>-8.3</i>	<i>38.1</i>	<i>18</i>	<i>37.4</i>

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 3. Cập nhật kết quả kinh doanh 1Q21 và triển vọng 2021

	2021F (tỷ VND)	% YoY (Cập nhật dự phóng)	% YoY (Dự phóng trước đó)	Ghi chú
Doanh thu	35.558	+19,2%	+16,8%	
Mảng công nghệ	20.517	+22,1%	+17,2%	Trong 1Q21, doanh thu từ mảng công nghệ đạt 4.155 tỷ VND (+15,6% YoY), đáng chú ý là sự tăng trưởng vượt trội của CNTT trong nước so với cùng kì. Giá trị đơn hàng công nghệ ký mới cho cả thị trường trong nước và quốc tế tăng trưởng tốt kể từ 3Q20 với tốc độ tăng trưởng trong 3Q20, 4Q20 và 1Q21 lần lượt đạt 48,4% YoY, 35,8% YoY, và 46,3% YoY. Trong các quý tới, FPT sẽ ghi nhận doanh thu của các đơn hàng này.
Nước ngoài	14.271	+18,9%	+18,1%	Trong 1Q21, doanh thu từ dịch vụ CNTT nước ngoài đạt 3.169 tỷ VND (+9,6% YoY). Tốc độ tăng trưởng doanh thu có phần chậm lại so với sự hồi phục của quý trước đó (4Q20 tăng 21% YoY). Sự tăng trưởng của thị trường Mỹ và APAC nhờ vào các hợp đồng từ khách hàng lớn tại Mỹ đã ký kết trước đó và nhu cầu số hóa đang gia tăng ở thị trường APAC đã bù đắp phần nào cho sự tăng trưởng nhẹ của thị trường chính là Nhật Bản (đạt 1.556 tỷ VND; +2% YoY) và thị trường Châu Âu đi ngang so với cùng kì (đạt 247 tỷ VND). Biên LNTT của CNTT nước ngoài tăng từ 14,7% trong 1Q20 lên 15,6% trong 1Q21. Chúng tôi kì vọng doanh thu từ mảng CNTT ở các thị trường nước ngoài sẽ tiếp tục đà hồi phục trong bối cảnh gia tăng nhu cầu sử dụng dịch vụ CNTT và khả năng thích ứng linh hoạt của FPT trong mùa COVID. Trong đó, thị trường Mỹ và APAC đóng vai trò động lực tăng trưởng. Riêng đối với thị trường Nhật Bản và châu Âu, đà hồi phục có thể sẽ chậm hơn so với Mỹ và APAC.
Trong nước	6.246	+30%	+15%	CNTT trong nước ghi nhận sự hồi phục trong 1Q21 từ mức cơ sở thấp, với doanh thu đạt 986 tỷ VND (+40,1% YoY), sau khi chững lại vào 2019 (-0,5% YoY) và 2020 (-2,6% YoY), và lợi nhuận trước thuế đạt 59 tỷ VND (+1.828,7% YoY), nhờ vào quá trình đẩy mạnh số hóa của các doanh nghiệp trong nước. Mảng CNTT trong nước còn rất nhiều dư địa tăng trưởng. Nhu cầu về dịch vụ CNTT tại Việt Nam ngày càng gia tăng trong mùa COVID-19 và cùng với mục tiêu số hóa nền kinh tế của Chính phủ. FPT đặt mục tiêu thúc đẩy chuyển đổi số cho hơn 200 doanh nghiệp lớn tại Việt Nam. Gần đây nhất, FPT đã hợp tác cùng Base.vn (công ty công nghệ trong lĩnh vực xây dựng nền tảng quản trị doanh nghiệp Software-as-a-Service (SaaS) tại Việt Nam) với mục tiêu chuyển đổi số cho khoảng 800.000 doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam.
Viễn thông	12.939	+12,8%	+14%	Trong 1Q21, mảng viễn thông có sự cải thiện tích cực về biên lợi nhuận trước thuế (tăng từ 20% trong 1Q20 lên 23,4% trong 1Q21), nhờ vào mảng PayTV bắt đầu ghi nhận lợi nhuận và chi phí marketing giảm. Mảng dịch vụ viễn thông kì vọng duy trì tăng trưởng, nhờ: 1) Nhu cầu sử dụng Internet gia tăng; 2) Mảng PayTV bắt đầu ghi nhận lợi nhuận, 3) Mở rộng trung tâm dữ liệu.
Giáo dục, đầu tư, khác	2.734	+25%	+25%	Doanh thu từ giáo dục tăng mạnh lên 698 tỷ VND (+57% YoY) trong 1Q21. Mảng giáo dục kì vọng tiếp tục tăng nhờ vào: 1) nhu cầu lực lượng lao động trong ngành CNTT gia tăng, 2) FPT mở rộng các cơ sở giáo dục.

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

CTCP FPT (HOSE: FPT)

Báo cáo kết quả kinh doanh (Tóm tắt)

(Tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	29,830	35,558	41,638	48,009
Giá vốn hàng bán	(18,017)	(21,042)	(24,056)	(27,592)
Lợi nhuận gộp	11,813	14,516	17,582	20,417
Chi phí hoạt động	(7,209)	(8,560)	(10,023)	(11,557)
Lợi nhuận HĐSXKD (điều chỉnh)	4,604	5,956	7,559	8,860
Lợi nhuận HĐSXKD	4,604	5,956	7,559	8,860
Thu nhập khác	586	392	549	746
Thu nhập tài chính thuần	274	392	549	746
Lãi (lỗ) từ công ty liên kết	312	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	5,263	6,421	8,181	9,680
Thuế TNDN	(840)	(1,027)	(1,309)	(1,549)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	4,423	5,394	6,872	8,131
Lợi nhuận từ hoạt động không thường xuyên	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	4,423	5,394	6,872	8,131
Cổ đông công ty mẹ	3,538	4,369	5,566	6,586
Cổ đông thiểu số	886	1,025	1,306	1,545
Lợi nhuận sau thuế	4,423	5,394	6,872	8,131
Cổ đông công ty mẹ	3,538	4,369	5,566	6,586
Cổ đông thiểu số	886	1,025	1,306	1,545
LN trước thuế, lãi vay, khấu hao (EBITDA)	6,095	7,736	9,598	11,160
Dòng tiền tự do	3,606	3,733	5,747	6,840
Biên EBITDA (%)	20.4	21.8	23.1	23.2
Biên Lợi nhuận hoạt động (%)	15.4	16.8	18.2	18.5
Biên lợi nhuận ròng (%)	14.8	15.2	16.5	16.9

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tóm tắt)

(Tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
Dòng tiền hoạt động kinh doanh	6,340	5,333	7,745	9,244
Lợi nhuận trước thuế	5,263	6,421	8,181	9,680
Chi phí không bằng tiền	-292	-252	-400	-457
Khấu hao	1,491	1,780	2,038	2,299
Khấu trừ	0	0	0	0
Khác	-259	0	0	0
Thay đổi trong vốn lưu động	1,368	-836	-36	22
Tăng/giảm phải thu	312	-1,654	-1,354	-1,419
Tăng/giảm tồn kho	-55	-298	-272	-284
Tăng/giảm phải trả	1,061	459	470	552
Thuế TNDN đã nộp	-778	-1,027	-1,309	-1,549
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-8,144	-1,149	-1,376	-1,585
Chi cho TSCĐ	-3,018	-2,140	-2,506	-2,793
Tăng/giảm TS vô hình	-99	0	0	0
Thu lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	894	991	1,130	1,208
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	3,038	-311	-4,905	-6,125
Tăng/giảm nợ phải trả	4,879	1,661	-2,624	-3,844
Thay đổi vốn chủ sở hữu	60	0	0	0
Cổ tức đã trả	-1,899	-1,972	-2,281	-2,281
Khác	-2	0	0	0
Tăng/giảm tiền	1,233	3,873	1,463	1,534
Tiền mặt đầu kỳ	3,453	4,686	8,560	10,023
Tiền mặt cuối kỳ	4,686	8,560	10,023	11,557

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng cân đối kế toán (Tóm tắt)

(Tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	25,612	31,870	33,836	35,720
Tiền & tương đương tiền	4,686	8,560	10,023	11,557
Khoản phải thu	6,265	7,920	9,274	10,693
Hàng tồn kho	1,290	1,588	1,859	2,144
Tài sản ngắn hạn khác	13,371	13,802	12,680	11,326
Tài sản dài hạn	16,122	16,396	16,863	17,357
Đầu tư	2,581	2,581	2,581	2,581
Tài sản cố định ròng	7,220	6,274	6,048	5,918
Tài sản vô hình	1,095	1,095	1,095	1,095
Tổng tài sản	41,734	48,266	50,699	53,077
Nợ ngắn hạn	22,365	25,662	25,300	23,953
Khoản phải trả	2,825	3,283	3,753	4,305
Vay ngắn hạn	12,062	13,724	11,100	7,256
Nợ ngắn hạn khác	7,478	8,655	10,447	12,392
Nợ dài hạn	764	764	764	764
Nợ dài hạn	678	678	678	678
Nợ dài hạn khác	86	86	86	86
Tổng nợ	23,129	26,426	26,064	24,717
Cổ phần kiểm soát	15,746	18,980	21,775	25,500
Vốn góp chủ sở hữu	7,840	9,076	9,076	9,076
Thặng dư vốn cổ phần	50	50	50	50
Lợi nhuận giữ lại	6,391	8,403	11,198	14,923
Cổ đông thiểu số	2,860	2,860	2,860	2,860
Vốn chủ sở hữu	18,606	21,840	24,635	28,360

Các chỉ số chính (Tóm tắt)

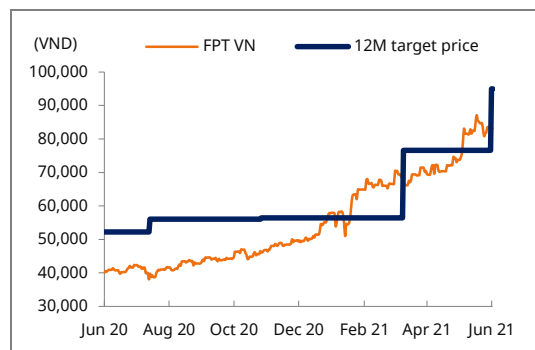
	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	14.3	18.7	14.7	12.4
P/CF (x)	6.4	14.2	9.8	8.2
P/B (x)	2.9	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA (x)	7.4	5.4	3.9	2.9
EPS (VND)	3,598	4,444	5,662	6,699
CFPS (VND)	9,238	5,877	8,533	10,185
BPS (VND)	20,086	24,064	27,144	31,248
DPS (VND)	2,000	2,000	2,000	2,000
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	55.6	45.0	35.3	29.9
Tỷ suất cổ tức (%)	1.5	2.4	2.4	2.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	7.6	19.2	17.1	15.3
Tăng trưởng EBITDA (%)	10.8	26.9	24.1	16.3
Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động (%)	11.0	29.4	26.9	17.2
Tăng trưởng EPS (%)	12.8	23.5	27.4	18.3
Vòng quay khoản phải thu (x)	5.6	5.0	4.9	4.8
Vòng quay hàng tồn kho (x)	14.0	14.6	14.0	13.8
Vòng quay khoản phải trả (x)	6.6	7.0	6.9	6.9
ROA (%)	9.4	9.7	11.2	12.3
ROE (%)	21.7	22.9	24.9	25.4
ROIC (%)	13.3	18.4	23.5	29.1
Nợ vay/Vốn CSH (%)	146.9	65.9	47.8	28.0
Tỷ lệ thanh toán hiện thời (%)	1.1	1.2	1.4	1.6
Nợ ròng/Vốn CSH (%)	-23.6	-30.2	-43.4	-56.6
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	11.9	11.9	15.6	24.3

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company	Date	Rating	TP (VND)
CTCP FPT (HOSE: FPT)	06/15/2020	Tăng Tỷ Trọng	VND95,000
CTCP FPT (HOSE: FPT)	03/23/2021	Năm Giữ	VND76,600
CTCP FPT (HOSE: FPT)	11/10/2020	Năm Giữ	VND56,400
CTCP FPT (HOSE: FPT)	07/28/2020	Mua	VND56,000
CTCP FPT (HOSE: FPT)	03/09/2020	Mua	VND52,200



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)
