

CTCP Xi măng Vicem Hà Tiên

(HSX: HT1)

Lợi nhuận hồi phục dưới áp lực chi phí

Tăng tỷ trọng

(Cập nhật)

TP VND17,000

(15.3%)

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam.

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeeasset.com.vn

Cập nhật Q1/2022

Kết quả doanh thu Q1/2022 của HT1 ghi nhận ở mức 1,956 tỷ (+12.4% CK) nhưng lợi nhuận ròng (LNR) giảm sâu, chỉ đạt 24.75 tỷ đồng (-73.9% CK). Trong Q1/2022, sản lượng tiêu thụ đạt 1.574 triệu tấn (+2.5% CK), do nhu cầu xây dựng dân dụng tăng chậm lại. Ngược lại, chúng tôi cho rằng việc giá than cũng như các chi phí đầu vào tăng cao như thạch cao, đá puzolan đã khiến chi phí sản xuất tăng mạnh, biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trong Q1/2022 giảm về mức 2.2% (sv. 7.3% trong Q1/2021).

Dự phóng 2022-2023

Năm 2022 chịu áp lực từ thị trường xuất khẩu và suy giảm nhu cầu bất động sản. Trung Quốc vẫn quyết liệt trong việc duy trì chính sách Zero-Covid. Ngoài ra thị trường bất động sản của Trung Quốc hiện đang trong trạng thái suy giảm, do đó sản lượng tiêu thụ xi măng tại Trung Quốc trong Q1/2022 ghi nhận kết quả kém tích cực.

Tại Việt Nam, theo ước tính của chúng tôi, hơn 55% sản lượng xi măng phụ thuộc vào ngành bất động sản. Việc thị trường bất động sản gặp khó khăn sẽ gây áp lực mạnh lên sản lượng và lợi nhuận của toàn ngành.

Dự phóng sản lượng, doanh thu và tỷ suất cổ tức 2022 - 2023

Chúng tôi dự phóng sản lượng của HT1 trong năm 2022 và năm 2023 lần lượt đạt 7.02 triệu tấn (+8% CK) và 7.63 triệu tấn (+9% CK). Năm 2022 sẽ là một năm khó khăn cho HT1 khi đối mặt với nhiều rủi ro về chi phí đầu vào và sự cạnh tranh từ các công ty chuyên xuất khẩu xi măng và clinker phía bắc như xi măng Thành Thắng, Nghi Sơn, Thăng Long etc.

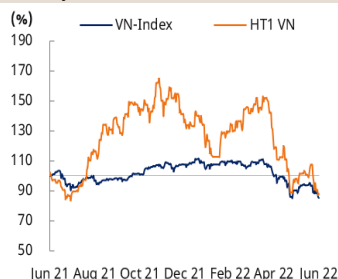
Dựa trên giả định giá xi măng năm 2022 ở mức 1.416 triệu tấn (+28% CK) và giá bán năm 2023 dự kiến giảm 13% trong giả định giá than về mức dưới USD 350/tấn, dự phóng doanh thu năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 9,138 tỷ đồng (+30.2% CK) và 8,735 tỷ đồng (-5% CK).

Tỷ suất cổ tức của HT1 năm 2022 và năm 2023 dự phóng lần lượt ở mức 3.3% và 6.5%, tương ứng với cổ tức tiền mặt năm 2023 là VND1,200 đồng/cp.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu của HT1 ở mức VND 17,000 (upside +15.3%) dựa trên phương pháp FCFE, CP HT1 hiện đang giao dịch tại mức với PE forward FY22 12.3x, cao hơn 12% so với mức bình quân giai đoạn 2017-2021. HT1 là một trong những công ty có tỷ suất cổ tức rất ổn định, có thị phần xi măng lớn nhất miền Nam và có khả năng tiếp tục cải thiện lợi nhuận khi giá than giảm.

Dữ liệu



Thị giá (21/06/2022, VND)	14,750	Vốn hóa (VND tỷ)	5,628
LN HKKD (22F, VND tỷ)	626	Số lượng CP lưu hành (triệu)	382
Tăng trưởng EPS (22F, %)	42	Free Float (%)	17.3
Market EPS Growth (22F, %)	25	Tỷ lệ sở hữu CB nước ngoài (%)	1.9
P/E (22F, x)	12.3	Beta (12M)	1.1
Market P/E (x)	13.8	Thấp 25 tuần	14,000
VN-Index	1,172	Cao 52 tuần	28,200

Thay đổi giá CP

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-10.1	-33.3	-13.7
Tương đối	-4.6	-13.7	0.8

Kết quả kinh doanh và dự phóng

FY (31/12)	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
Doanh thu (VND tỷ)	8,376.4	8,838.6	7,962.6	7,064.3	9,198.3	8,735.6
Lợi nhuận HKKD (VND tỷ)	1,080.1	1,189.1	1,004.8	570.5	748.7	937.0
Biên Lợi nhuận HKKD (%)	12.9%	13.5%	12.6%	8.1%	8.1%	10.7%
LNST (VND tỷ)	641.4	745.0	608.0	369.2	524.3	680.7
EPS (VND)	1,674	1,980	1,665	973	1,379	1,790
ROE (%)	12.4%	13.9%	11.3%	7.1%	9.6%	12.0%
P/E (x)	7.5x	7.7x	10.5x	23.1x	12.3x	9.5x
P/B (x)	0.5x	0.6x	0.6x	1.0x	0.7x	0.7x
Tỷ suất cổ tức (%)	12.0%	8.0%	7.2%	7.2%	3.6%	7.1%

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

Nguồn: HT1, Mirae Asset Vietnam Research

Ngành xi măng Việt Nam năm 2021 và triển vọng 2022

Năm 2021, sản lượng xi măng toàn ngành năm thứ 2 liên tiếp đạt trên 100 triệu tấn. Trong năm 2021, sản lượng xi măng toàn ngành đạt mức 105.6 triệu tấn (+8.2% CK). Tuy nhiên do ảnh hưởng của dịch Covid-19, giãn cách xã hội trong 6T2021 đã khiến sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa chỉ đạt 59.8 triệu tấn (-5% CK). Xuất khẩu năm 2021 là điểm sáng khi sản lượng xuất khẩu đạt 45.8 triệu tấn (+20.5% CK), trong đó sản lượng xi măng xuất khẩu ở mức 16.8 triệu tấn (+13.5% CK), chiếm tỷ trọng 36.6% tổng lượng xuất khẩu năm 2021.

Sản lượng xi măng toàn ngành trong 5T2022 chứng lại. Trong tháng 5/2022, sản lượng tiêu thụ xi măng ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu ước đạt 9.27 triệu tấn (+3% CK). Tính tổng trong 5T2022, sản lượng xi măng toàn ngành đạt 44.12 triệu tấn, tương đương so với cùng kỳ năm 2021. Trong đó, tiêu thụ nội địa đạt 26.73 triệu tấn (-2% CK) nhưng xuất khẩu vẫn tăng nhẹ ở mức 5% so với cùng kỳ năm 2021, đạt 17.39 triệu tấn.

Dự báo 2022 xuất khẩu chịu áp lực mạnh khi Trung Quốc duy trì chính sách Zero-Covid. Cụ thể, sản lượng xi măng trong Q1/2022 của Trung Quốc đạt 387 triệu tấn (-15% QoQ).

Thị trường Trung Quốc chiếm hơn 40% sản lượng xuất khẩu xi măng của Việt Nam trong 2021. Chúng tôi đánh giá với việc thị trường Trung Quốc bị ảnh hưởng, các công ty xi măng chuyên xuất khẩu như Vissai Ninh Bình, Hoàng Mai, Xuân Trường, Thành Thắng ... sẽ dồn lực vào thị trường trong nước và tạo ra áp lực lớn cho các công ty xi măng phụ thuộc chính vào thị trường nội địa như Xi măng Hà Tiên, Fico hay Holcim....

Dự phóng KQKD của HT1 năm FY22

1. Ảnh hưởng tiêu cực của giá than đối với chi phí sản xuất

Sự biến động của giá than có bắt đầu khi cuộc chiến giữa Nga và Ukraine xảy ra. Với vị thế xuất khẩu lớn thứ 3 trên thế giới, trong năm 2021 Nga đã xuất khẩu 177 triệu tấn than (+4.5% CK), chiếm 15.2% thị phần xuất khẩu than toàn cầu. Lệnh hạn chế xuất khẩu than của Nga đã khiến giá than có tăng từ mức USD213/tấn vào tháng 12/2021 lên USD635/tấn vào tháng 3/2022 và tiếp tục duy trì ở mức trên USD500/tấn trong tháng 5-6/2022.

Hiện tại, than chiếm hơn 30% chi phí sản xuất trực tiếp của xi măng. Việc giá than tăng mạnh ảnh hưởng tiêu cực cho ngành xi măng vì hiện tại nguồn cung than của Việt Nam không thể đáp ứng, còn than nhập khẩu sẽ ưu tiên dành cho sản xuất điện. Do đó chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp (LNG) của ngành xi măng có thể giảm 3-4% về mức 11-12% trong năm 2022. Ngoài ra các vòng quay khoản phải trả sẽ có thể rút ngắn từ 7-10 ngày do yêu cầu thanh toán sớm từ các nhà cung cấp than và nguyên liệu nhập khẩu.

2. Ảnh hưởng từ chính sách kiểm soát tín dụng ngành bất động sản

Chúng tôi cho rằng các công ty xi măng năm 2022 sẽ sẵn sàng giảm từ 3-4% biên lợi nhuận gộp nhằm duy trì sản lượng.

3. Dự phóng HT1 sản lượng năm 2022 - 2023

Như chúng tôi đã nêu ở phần trên, các khó khăn từ mặt thị trường xuất khẩu và lạm phát sẽ khiến thị trường bất động sản chậm lại trong năm 2022, và sẽ hồi phục mạnh hơn từ năm 2023.

Chúng tôi giả định năm 2022 giá bán xi măng của HT1 sẽ ở mức 1.4 triệu đồng/tấn (+28% CK). Nhưng qua năm 2023 giá bán sẽ giảm 13% về mức 1.23 triệu đồng/tấn do nhiên liệu và than có điều chỉnh.

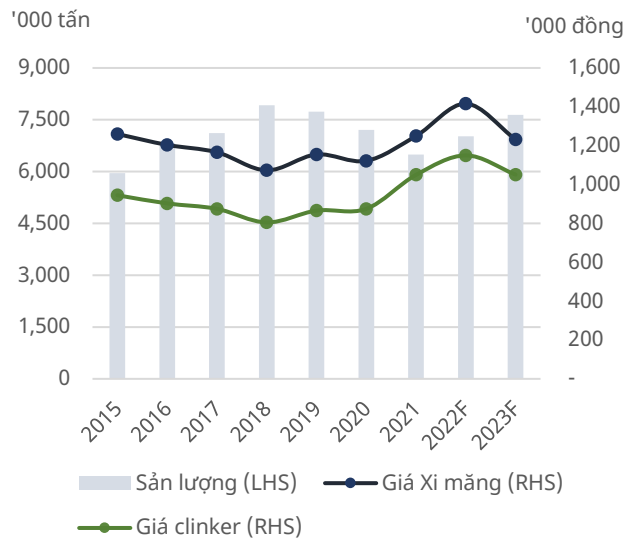
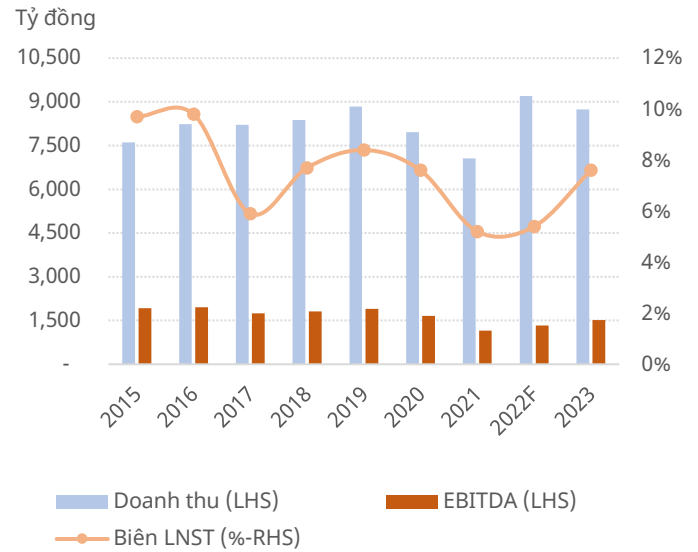
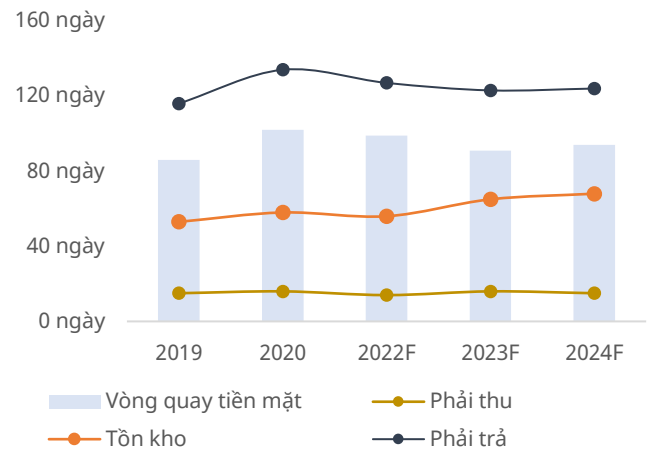
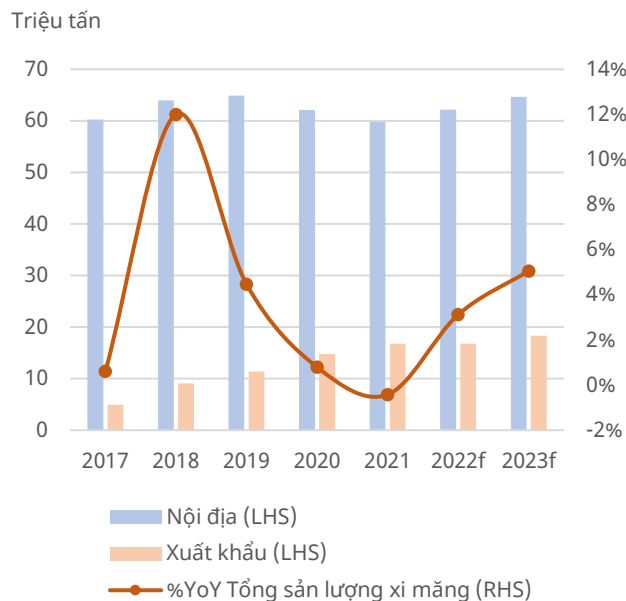
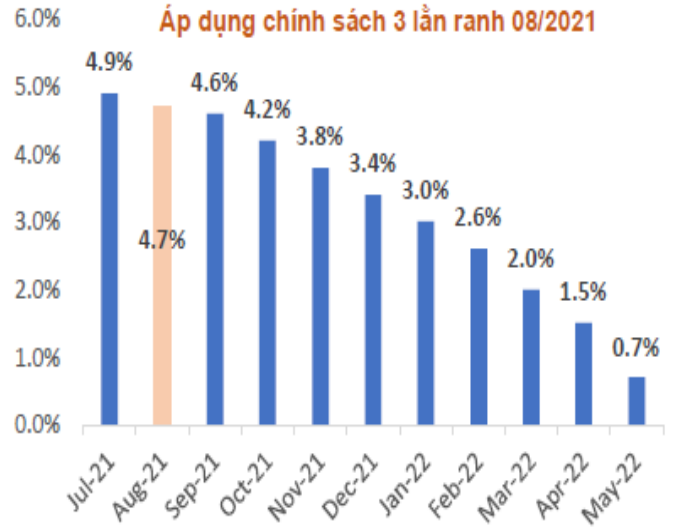
Dự phóng doanh thu tương ứng cho năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 9,138 tỷ đồng (+30.2% CK) và 8,735 tỷ đồng (-5% CK). Trong năm 2022, do giá than đã tăng trên mức USD500/tấn và chi phí giá than chiếm 30% chi phí sản xuất, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp vẫn chỉ ở mức tương đương năm 2021 là 12.1%, thấp hơn 5-6% so với trước dịch. Tuy nhiên, năm 2021 HT1 chịu ảnh hưởng mạnh do giãn cách xã hội từ tháng 4/2021 đến hết 10/2021. Do đó, dự phóng lợi nhuận sau thuế sẽ tăng trưởng từ nền lợi nhuận thấp cho năm 2022, đạt 495 tỷ đồng (+34.2% CK). Năm 2023, dự phóng lợi nhuận đạt 660 tỷ đồng (+33.3% CK).

Rủi ro

Rủi ro về chính sách. Nghị định 101/2021/NĐ-CP cho biết, thuế xuất khẩu clinker dự kiến sẽ tăng từ 5% lên 10% từ ngày 1.1.2023 nhằm hạn chế xuất khẩu khoáng sản, qua đó trực tiếp ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của các công ty xi măng phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu.

Rủi ro về biến động giá nguyên vật liệu (NVL). Ngành xi măng có rủi ro lớn do chi phí nguyên liệu chiếm 30-35% giá thành sản xuất. Việc thiếu hụt nguồn cung than và đá vôi khiến các nhà sản xuất phải mua NVL ở mức giá cao từ các nhà nhập khẩu làm giảm biên lợi nhuận.

Rủi ro về lạm phát khiến nhu cầu xây dựng giảm. Hiện tại, theo khảo sát của chúng tôi, giá xi măng và cát trong tháng 6/2022 đã tăng thêm trung bình 20% và 35% CK. Theo khảo sát của chúng tôi, chi phí xây dựng nhà thô theo hình thức trao tay đã tăng từ mức 3 – 3.5 triệu VND trong Q3/2020 lên 6.5-7.5 triệu VND trong tháng 6/2022 ở khu vực Đồng Nai và Bình Dương. Chúng tôi đánh giá trường hợp giá các loại VLXD không điều chỉnh, trong 6T cuối 2022 diện tích sàn xây dựng có thể suy giảm 3-5% CK.

Hình 1. Dự phóng sản lượng và giá xi măng và clinker HT1**Hình 2. Dự phóng doanh thu, EBITDA và biên lợi nhuận ròng****Hình 3: Giá than cốc tại Úc giai đoạn 2016 – 5T2022 (USD/tấn)****Hình 4: Số ngày vòng quay tiền của HT1 giai đoạn 2019 – 2024F****Hình 5: Sản lượng tiêu thụ xi măng trong nước và xuất khẩu của Việt Nam (Không bao gồm clinker)****Hình 6: Mức suy giảm về chỉ số tăng giá nhà ở Trung Quốc sau chính sách “3 lần ranh” được áp dụng (So với tháng trước)**

Nguồn: Bộ Công Thương – Việt Nam, Bộ Xây Dựng – Việt Nam, Bộ Kế hoạch và Đầu tư – Việt Nam, CemWeek Journal, Finpro, Vicem.vn, Global Cement, Bộ Kế hoạch và Đầu tư – Trung Quốc, CBS, Beijing News, Ximang.vn, Trading Economics, World Street Journal, Statista, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Xi Măng Vicem Hà Tiên (HOSE: HT1)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	7,963	7,064	9,198	8,736
Giá vốn hàng bán	(6,607)	(6,195)	(8,063)	(7,405)
Lợi nhuận gộp	1,356	869	1,135	1,331
Chi phí bán hàng và QLDN	(351)	(299)	(386)	(393)
Lợi nhuận hoạt động	1,005	570	749	937
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	1,005	570	749	937
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	(181)	(100)	(85)	(94)
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	(181)	(100)	(85)	(94)
Lãi/ Lỗ từ liên kết liên doanh	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	768	462	655	851
Thuế TNDN	(160)	(93)	(131)	(170)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	608	369	524	681
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	608	369	524	681
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	608	369	524	681
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	608	369	524	681
Cổ đông công ty mẹ	608	369	524	681
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	1,661	1,154	1,331	1,520
FCF (Dòng tiền tự do)	1,462	874	911	1,208
EBITDA Margin (%)	20.9%	16.3%	14.5%	17.4%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	12.6%	8.1%	8.1%	10.7%
Biên lợi nhuận ròng (%)	7.6%	5.2%	5.7%	7.8%

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	2,333	1,524	2,457	3,242
Tiền và TDT & Đầu tư ngắn hạn	1,092	311	838	1,625
Phải thu ngắn hạn	351	258	396	358
Tồn kho	763	709	1,072	1,081
Khác	127	246	151	178
Tài sản dài hạn	7,708	7,285	6,703	6,168
Tài sản cố định hữu hình	7,269	6,810	6,265	5,744
Đầu tư liên kết liên doanh	56	56	56	56
Tài sản dài hạn khác	383	419	382	368
Tổng tài sản	10,041	8,809	9,160	9,410
Nợ ngắn hạn	4,629	3,619	3,673	3,699
Phải trả ngắn hạn	1,368	1,208	1,274	1,133
Vay nợ ngắn hạn	2,377	1,611	1,544	1,709
Nợ ngắn hạn khác	884	800	855	857
Nợ dài hạn	19	16	17	18
Nợ vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	19	16	17	18
Tổng nợ	4,648	3,635	3,690	3,717
Vốn chủ sở hữu	3,807	3,807	3,807	3,807
Vốn góp chủ sở hữu	3,816	3,816	3,816	3,816
Thặng dư cổ phần	849	871	977	1,113
Lợi nhuận giữ lại	728	487	677	764
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	9	9	9	9
Tổng nguồn vốn	5,393	5,174	5,470	5,693

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

LCTT từ hoạt động kinh doanh	1,249	735	945	1,217
LNTT	768	462	655	851
Chi phí không bằng tiền	12	(13)	25	2
Khấu hao	657	584	582	583
Khấu trừ	-	-	-	-
Khác	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	2	(166)	(270)	(124)
Tăng giảm phải thu	(20)	(26)	(48)	20
Tăng giảm tồn kho	(17)	70	(363)	(9)
Tăng giảm phải trả	39	(210)	141	(135)
Các khoản thay đổi khác	(175)	(93)	(131)	(170)
LCTT hoạt động đầu tư	(84)	(114)	(107)	(138)
Tăng giảm Tài sản cố định	(93)	(125)	(38)	(62)
Tăng giảm Tài sản vô hình	2	-	7	8
Tăng giảm Mua/Bán công cụ nợ	8,659	11,645	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(8,652)	(11,634)	(76)	(84)
LCTT hoạt động tài chính	(905)	(1,404)	(296)	(293)
Tăng giảm nợ phải trả	167	(46)	(699)	(232)
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(92)	(637)	(229)	(458)
Khác	(980)	(721)	632	397
Tăng (Giảm) tiền thuần trong năm	261	(782)	542	787
Số dư đầu kỳ	818	1,079	296	838
Số dư cuối kỳ	1,079	297	838	1,625

Các chỉ số chính

	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	10.5x	23.1x	12.3x	9.5x
P/CF (x)	3.5x	6.0x	4.6x	3.6x
P/B (x)	0.6x	1.0x	0.7x	0.7x
EV/EBITDA (x)	5.3x	6.9x	5.9x	5.3x
EPS (VND)	1,665	973	1,379	1,790
CFPS (VND)	1,927	2,476	3,191	3,561
BPS (VND)	26,069	22,841	23,775	24,447
DPS (VND)	1,200	1,200	600	1,200
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	15.0%	173.0%	44.0%	67.0%
Lợi suất cổ tức (%)	7.2%	7.2%	3.6%	7.1%
Tăng trưởng doanh thu	-9.9%	-11.3%	30.2%	-5.0%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-12.4%	-30.5%	15.3%	14.2%
Tăng trưởng EBIT (x)	-15.5%	-43.2%	31.2%	25.2%
Tăng trưởng EPS (x)	-18.4%	-39.3%	41.9%	29.8%
Vòng quay phải thu (ngày)	16.0x	14.0x	16.0x	15.0x
Vòng quay tồn kho (ngày)	42.0x	42.0x	49.0x	53.0x
Vòng quay phải trả (ngày)	76.0x	71.0x	58.0x	56.0x
ROA (%)	6.1%	4.2%	5.7%	7.2%
ROE (%)	11.3%	7.1%	9.6%	12.0%
ROIC (%)	12.9%	8.4%	10.7%	12.7%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%)	86.3%	70.4%	67.6%	65.4%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	50.0%	40.0%	70.0%	90.0%
Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu (%)	-24.0%	-25.0%	-10.0%	0.0%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	5.5x	5.7x	8.8x	10.0x

Nguồn: HT1, Mirae Asset Vietnam Research

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
----------------	------	--------	--------------

--

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 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 hindered 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 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) JSC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from the subject 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) 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.

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 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 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 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 and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset International Network

Mirae Asset 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 (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olímpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brasil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) 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)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	