[Thực phẩm & Đồ uống]

03 tháng 02, 2021

Tổng CTCP Bia - Rượu – Nước giải khát Sài Gòn

(HOSE: SAB)

Lợi nhuận giảm nhẹ trong năm COVID thứ nhất

Tăng Tỷ Trọng
(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu:
VND 207.000
(Upside +15.7%)

Công ty Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)
Nguyễn Tiến Đức,

Định giá và khuyến nghị

- **Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng Tỷ Trọng** với giá mục tiêu 207.000 đồng/CP (xác định bằng phương pháp P/E với hệ số mục tiêu 27,5x áp dụng trên EPS 2021 dự phóng đã trừ quỹ khen thưởng là 7.530 đồng).

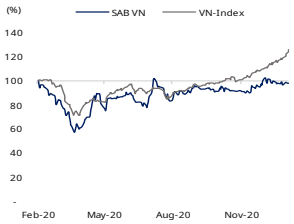
LN ròng Q4/2020 tăng mạnh hơn so với kỳ vọng

- **Lợi nhuận Quý 4/2020 lội ngược dòng.** SAB công bố doanh thu quí 4/2020 đạt 7.865 tỷ đồng, giảm 19,2% so CK do tác động của luật phòng chống tác hại của rượu bia, ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 và lũ lụt tại miền Trung Việt Nam. Tuy nhiên, LNST của doanh nghiệp trong kỳ ghi nhận mức tăng 40,6% so với CK, đạt 1.534 tỷ đồng nhờ biên lợi nhuận gộp tăng 5,2 điểm phần trăm lên mức 31,4% và chi phí BH&QLDN so với doanh thu giảm 3,2 điểm phần trăm xuống 11,4%. Theo chúng tôi quan sát, biên LNG quý 4/2020 cải thiện là hệ quả của giá nguyên liệu sản xuất bia thấp khi đại dịch COVID-19 đang hoành hành trên thế giới (giá malt đại mạch, giá nhôm, hoa bia), đồng thời SAB đã tăng giá bán một số mặt hàng chủ đạo lên khoảng 2% trong nửa đầu năm 2020. Chi phí quản lý doanh nghiệp khác giảm từ 517 tỷ tại Q4/2019 xuống 140 tỷ trong Q4/2020 là nhân tố chủ yếu giúp chi phí BH&QLDN giảm. Kết quả, LNST phân bổ cho cổ đông kiểm soát của SAB quý 4/2020 đạt 1.466 tỷ đồng, tăng 45,4% so với CK.
- **Lợi nhuận ròng chỉ giảm 6,5% trong năm 2020 bão táp.** Chúng tôi cho rằng năm 2020 là năm kinh doanh gian nan nhất của SAB trong 20 năm trở lại đây do bị ảnh hưởng cùng lúc 3 khó khăn khách quan là đại dịch, luật phòng chống tác động rượu bia và thiên tai dẫn đến doanh thu thuần, giảm 26,2% so với CK xuống 27.961 tỷ đồng (Thấp hơn 6,1% so với dự phóng của MAS). Mặc dù vậy, doanh nghiệp đã chứng tỏ được năng lực hoạt động vượt trội khi thực hiện thành công các biện pháp giảm chi phí kinh doanh giúp LNST trong năm chỉ giảm 8.1% so CK, xuống 4.937 tỷ đồng. Nhờ đó, LN ròng cho cổ đông kiểm soát chỉ giảm 6.5% so với CK, xuống 4.723 tỷ đồng. EPS của doanh nghiệp năm 2020 đạt 7.366 đồng.

Giảm dự phóng LN ròng 2021

- **Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận ròng năm 2021.** Đại dịch COVID-19 tái bùng phát tại Việt Nam mạnh mẽ hơn dự kiến với 300 ca nhiễm cộng đồng mới được phát hiện trong 5 ngày từ 27/1/2021 làm tăng lo ngại các biện pháp cách ly phòng dịch sẽ được tái áp dụng. Chúng tôi giảm tốc độ dự báo tăng trưởng doanh thu của SAB xuống 23,4% so CK từ mức 32,9% so CK trong dự báo đưa ra ngày 16/11/2020. Chúng tôi giữ nguyên dự báo biên lợi nhuận gộp 2021 ở mức 26,2% (thấp hơn 4,2 điểm phần trăm so với TH 2020) để phản ánh xu hướng tăng của giá nguyên liệu sản xuất bia trong những tháng cuối năm 2020. Kết quả, LN ròng cho cổ đông kiểm soát 2021 được điều chỉnh giảm 6,3% so với dự báo trước, xuống mức 5.144 tỷ đồng, tương đương tăng trưởng 8,9% so với kết quả TH2020. EPS dự phóng 2021 ở mức 8.021 đồng.

Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (02/02/2021, VND)	179.000	Vốn hoá (tỷ đồng)	114,789
Lợi nhuận sau thuế (21F, tỷ đồng)	5,144	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	641
Kỳ vọng thị trường (21F, tỷ đồng)	N/a	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	10.4
Tăng trưởng EPS (21F, %)	10.2	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	63.1
P/E (21F, x)	27.5	Beta (12M)	1.1
P/E thị trường hiện tại (x)	16.0	Giá thấp nhất 52 tuần	111,500
VN-Index	1,075.5	Giá cao nhất 52 tuần	216,000

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-10.2	-3.0	-7.7
Tương đối	-6.2	-17.7	-23.9

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính (31/12)	2018A	2019A	2020A	2021F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	35,949	37,899	27,961	34,490
EBIT (Tỷ đồng)	4,440	5,499	4,940	5,434
Tăng trưởng EBIT	-13.2%	23.9%	-10.2%	10.0%
LNST (Tỷ đồng)	4,403	5,370	4,724	5,144
Tăng trưởng LNST	-11.0%	22.0%	-6.5%	8.9%
EPS pha loãng (đồng) (*)	6,514	7,880	6,914	7,530
Tăng trưởng EPS pha loãng	-11.3%	21.0%	-6.5%	8.9%
ROE%	25.9%	26.7%	23.5%	22.8%
ROA%	18.8%	19.0%	17.6%	16.9%
Cổ tức/mệnh giá (%)	35	35	35	35

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số, EPS Pha loãng đã trích quỹ khen thưởng phúc lợi
Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

MIRAE ASSET
Building on principles

Hình 1: Tóm tắt so sánh kết quả kinh doanh quý 4/2020 và điều chỉnh dự báo 2021

	Thực hiện quý 4			Thực hiện cả năm			Dự báo 2020		Dự báo 2021 cũ		Dự báo 2021 điều chỉnh	
Đơn vị: Tỷ đồng	**2020A**	**2019A**	**Thay đổi**	**2020A**	**2019A**	**Thay đổi**	**2020F**	**20A/20F**	**2021**	**21/20A**	**2021**	**21/20A**
Doanh thu thuần	**7,865**	**9,729**	**-19.16%**	**27,961**	**37,899**	**-26.22%**	**29,771**	**-6.08%**	**37,163**	**32.91%**	**34,490**	**23.35%**
Lợi nhuận gộp	2,468	2,547	-3.10%	8,501	9,551	-10.99%	8,447	0.64%	9,731	14.47%	9,025	6.16%
Biên LNG	31.4%	26.2%	5.2%pts	30.4%	25.2%	5.2%pts	28.4%	2.0%pts	26.2%	-4.2%pts	26.2%	-4.2%pts
Chi phí BH & QLDN	894	1,421	-37.09%	3,561	4,051	-12.10%	3,100	14.87%	3,870	8.68%	3,591	0.85%
% so với DTT	11.4%	14.6%	-3.2%pts	12.7%	10.7%	2.0%pts	10.4%	2.3%pts	10.4%	-2.3%pts	10.4%	-2.3%pts
EBIT	**1,574**	**1,126**	**39.79%**	**4,940**	**5,499**	**-10.17%**	**5,347**	**-7.61%**	**5,861**	**18.64%**	**5,434**	**9.99%**
Biên EBIT	20.0%	11.6%	8.4%pts	17.7%	14.5%	3.2%pts	18.0%	-0.3%pts	15.8%	-1.9%pts	15.8%	-1.9%pts
Lãi/lỗ khác	297	303	-1.92%	1172	1175	-0.28%	1,210	-3.16%	1,399	19.39%	1372	17.10%
% so với DTT	3.8%	3.1%	0.7%pts	4.2%	3.1%	1.1%pts	4.1%	0.1%pts	3.8%	-0.4%pts	4.0%	-0.2%pts
LN trước thuế	**1,872**	**1,429**	**30.94%**	**6,112**	**6,675**	**-8.43%**	**6,557**	**-6.79%**	**7,260**	**18.79%**	**6,806**	**11.36%**
Biên LNTT	23.8%	14.7%	9.1%pts	21.9%	17.6%	4.2%pts	22.0%	-0.1%pts	19.5%	-2.4%pts	19.7%	-2.1%pts
Chi phí thuế	338	339	-0.20%	1,175	1,304	-9.93%	1,291	-8.99%	1,429	21.62%	1,340	14.01%
Thuế suất	18.1%	23.7%	-5.6%pts	19.2%	19.5%	-0.3%pts	-19.7%	38.9%pts	-19.7%	-38.9%pts	19.7%	0.5%pts
LN Sau thuế	**1,534**	**1,091**	**40.61%**	**4,937**	**5,370**	**-8.07%**	**5,267**	**-6.27%**	**5,831**	**18.11%**	**5,466**	**10.73%**
Biên LNST	19.5%	11.2%	8.3%pts	17.7%	14.2%	3.5%pts	17.7%	0.0%pts	15.7%	-2.0%pts	15.8%	-1.8%pts
LNST cổ đông kiểm soát	**1,466**	**1,008**	**45.36%**	**4,723**	**5,053**	**-6.53%**	**4,956**	**-4.69%**	**5,487**	**16.16%**	**5,144**	**8.90%**
EPS pha loãng (VND)				7,366	7,880	-6.53%	7,728	-4.69%	8,557	16.17%	8,021	8.90%
EPS đã trích quỹ khen thưởng phúc lợi (VND)				**6,914**	**7,397**				**7,791**		**7,530**	

Nguồn: SAB, Mirae Asset Vietnam Research
Lưu ý: Pts = Điểm phần trăm

Hình 2. So sánh doanh nghiệp – Ngành sản xuất bia và đồ uống có cồn

Tên công ty	Mã Bloomberg	Vốn hóa	Giá cổ phiếu	TT EPS	P/E	EV/ EBITDA	P/B	Nợ vay/ Vốn CSH	ROE	ROA
		Triệu US$	*US$*	*% so ck*	*Lần*	*Lần*	*Lần*	*%*	*%*	*%*
AMBEV SA	ABEV3 BZ	45,826	2.7	(9.0)	28.3	11.3	3.2	9.5	12.2	7.7
THAI BEVERAGE PCL	THBEV SP	15,442	0.5	(13.0)	20.5	15.0	3.3	131.3	18.2	5.6
BECLE SAB DE CV	CUERVO* MM	8,120	2.3	190.0	28.4	20.4	2.9	23.9	11.0	7.6
ROYAL UNIBREW	RBREW DC	5,029	109.2	(9.0)	26.2	20.3	9.2	57.5	38.0	14.1
SAIGON BEER ALCOHOL BEVERAGE	**SAB VN**	**4,985**	**7.9**	**(0.8)**	**25.3**	**20.1**	**5.8**	**4.6**	**23.5**	**17.6**
TAKARA HOLDINGS INC	2531 JP	2,476	11.7	(32.6)	35.1	11.8	1.8	24.7	5.3	2.8
CARLSBERG BREWERY MALAYSIA B	CAB MK	1,630	5.6	(41.3)	34.1	25.0	50.2	92.8	146.8	29.2
GRUPA ZYWIEC SA	ZWC PW	1,344	126.2	8.0	25.7	12.2	19.5	491.0	87.7	7.2
MULTI BINTANG INDONESIA PT	MLBI IJ	1,326	0.6	(67.0)	31.0	16.4	14.3	53.9	57.3	20.0
Average					**28.3**	**16.9**	**12.2**	**98.8**	**44.5**	**12.4**
Median					**28.3**	**16.4**	**5.8**	**53.9**	**24.4**	**7.7**

Nguồn: Bloomberg – ngày 03/02/2021

Tổng Công ty Cổ phần Rượu - Bia - Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020A	2021F
Doanh thu thuần	35,949	37,899	27,961	34,490
Giá vốn hàng bán	(27,864)	(28,348)	(19,460)	(25,465)
Lợi nhuận gộp	8,084	9,551	8,501	9,025
Chi phí bán hàng và QLDN	(3,644)	(4,051)	(3,561)	(3,591)
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	4,440	5,499	4,940	5,434
Lợi nhuận hoạt động	4,440	5,499	4,940	5,434
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	911	1,175	1,137	1,361
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	556	797	869	1,018
Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh	355	378	267	343
Lợi nhuận trước thuế	5,351	6,675	6,077	6,794
Thuế TNDN	(988)	(1,316)	(1,175)	(1,340)
LN từ hoạt động thường xuyên	4,363	5,359	4,902	5,455
Lợi nhuận khác	39	12	35	12
Lợi nhuận sau thuế	4,403	5,370	4,937	5,467
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	4,177	5,053	4,724	5,144
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	(225)	(317)	(213)	(322)

Bảng cân đối kế toán hợp nhất (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020A	2021F
Tài sản ngắn hạn	14,690	19,165	19,977	21,760
Tiền và tương đương tiền	4,467	4,116	4,505	4,931
Đầu tư ngắn hạn	7,544	12,393	12,801	13,796
Phải thu ngắn hạn	244	158	124	143
Tồn kho	1,814	1,967	1,995	2,302
Khác	621	531	552	587
Tài sản dài hạn	7,677	7,798	8,396	10,449
Đầu tư liên kết liên doanh	2,119	2,163	2,545	4,088
Tài sản cố định hữu hình	3,615	3,744	3,852	4,014
Tài sản dài hạn khác	1,943	1,891	1,999	2,347
Tổng tài sản	**22,367**	**26,962**	**28,372**	**32,209**
Nợ ngắn hạn	5,926	6,088	5,657	5,923
Phải trả ngắn hạn	2,027	2,427	1,786	2,069
Vay nợ ngắn hạn	594	561	893	1,035
Nợ ngắn hạn khác	3,304	3,100	2,978	2,819
Nợ dài hạn	329	798	239	499
Nợ vay dài hạn	15	494	0	0
Nợ dài hạn khác	315	304	239	499
Tổng nợ	**6,255**	**6,886**	**5,896**	**6,422**
Vốn chủ sở hữu	15,046	18,805	20,960	23,979
Vốn góp chủ sở hữu	6,413	6,413	6,413	6,413
Thặng dư cổ phần	3	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	8,630	12,392	14,547	17,566
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,065	1,271	1,516	1,808
Tổng nguồn vốn	**22,367**	**26,962**	**28,372**	**32,209**

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020A	2021F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	4,207	5,091	4,927	5,109
LNTT	5,390	6,686	6,058	6,806
Chi phí không bằng tiền				
Khấu hao	635	647	593	636
Thuế	(1,141)	(1,399)	(1,175)	(1,340)
Điều chỉnh khác	(678)	(844)	(550)	(993)
Thay đổi vốn lưu động	309	(84)	(757)	(272)
Tăng giảm phải thu	120	96	12	(7)
Tăng giảm tồn kho	36	(109)	(28)	(307)
Tăng giám phải trả	324	11	(641)	283
Tăng giảm khác	(171)	(82)	(100)	(241)
LCTT hoạt động đầu tư	-311	-4,109	-1,376	-2,309
Mua sắm tài sản cố định	(290)	(269)	(280)	(574)
Thu từ thanh lý tài sản	2	5	1	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(23)	(3,845)	(1,098)	(1,734)
Khác	-	-	-	-
LCTT hoạt động tài chính	(4,005)	(1,247)	(2,406)	(2,103)
Tăng giảm nợ phải trả	(116)	(111)	(162)	142
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(3,889)	(1,137)	(2,244)	(2,244)
Khác	-	-	-	-
LCTT trong kỳ	200	(349)	387	426
Số dư đầu kỳ	4,269	4,467	4,118	4,505
Số dư cuối kỳ	4,468	4,118	4,505	4,931

Các chỉ số chính

	2018	2019	2020A	2021F
EPS pha loãng (VND)	6,514	7,880	7,282	8,022
Giá trị sổ sách/CP (VND)	23,463	29,325	32,685	37,392
Nợ ròng/CP (VND)	949	1,645	1,393	1,614
Tỉ lệ lợi nhuận trả cổ tức	51.0%	41.8%	45.5%	41.1%
Tăng trưởng doanh thu	5.1%	5.4%	-26.2%	23.4%
Tăng trưởng EBITDA	-11.6%	21.1%	-10.0%	9.7%
Tăng trưởng LN hoạt động	-13.2%	23.9%	-10.2%	10.0%
Tăng trưởng EPS pha loãng	-11.3%	21.0%	-6.5%	8.9%
Vòng quay phải thu (x)	147	240	240	240
Vòng quay hàng tồn kho (x)	15	14	10	11
Vòng quay phải trả (x)	18	16	17	17
ROA	19.7%	19.9%	23.8%	17.0%
ROE	27.8%	28.6%	32.2%	22.8%
ROIC	99.5%	131.8%	86.6%	69.4%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company	Date	Rating	TP (VND)
CTPC Rượu – Bia và NGK Sài Gòn	16/11/2020	Tăng Tỷ Trọng	214.000
CTPC Rượu – Bia và NGK Sài Gòn	03/02/2021	Tăng Tỷ Trọng	207.000

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.

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.

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 (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 Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil
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