Dược phẩm

05 tháng 3, 2021

CTCP Dược phẩm Imexpharm

(HOSE: IMP)

Kỳ lân ngành Dược phẩm

MUA

(Báo cáo cập nhập)

Giá mục tiêu VND79,600
(Upside +26.3%)

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

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu IMP và điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên mức VND79,600 (Báo cáo cập nhập IMP - MUA) với PE forward FY21 ở mức 19.8x. Giai đoạn 2021 – 2022, chúng tôi điều chỉnh dự phóng lợi nhuận ròng (LNR) tăng trung bình 8%, dựa trên tiềm năng của các dòng kháng sinh gốc Cefa, sự đóng góp của nhà máy IMP 4 và thực phẩm chức năng.

Luận điểm đầu tư

Kết quả đấu thầu thuốc kênh bệnh viện nhóm 1 và 2 thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận bền vững. Theo thông tư 15/2019/TT-BYT, các dòng thuốc đầu thầu cho nhóm 1 và 2 kênh bệnh viện (ETC) sẽ được ưu tiên cho các công ty dược phẩm nội địa thông qua cơ chế cộng điểm. Trong năm 2020, các sản phẩm của IMP được sản xuất ở các dây chuyền EU-GMP đã thắng thầu liên tục trong nhóm 2 kênh ETC, đạt mức VND426 tỷ (sv. VND25 tỷ trong năm 2019). Tổng hợp kết quả đầu thầu trên Cổng thông tin đấu thầu quốc gia, lũy kế cả năm 2020, IMP đã trúng thầu VND555 tỷ (+393% YoY) trên kênh ETC. Chúng tôi dự phóng doanh thu kênh ETC năm 2021f và 2022f lần lượt đạt VND782 tỷ (+39.4% YoY) và VND969 tỷ (+23.8% YoY), chiếm 46% và 50% tổng doanh thu của IMP trong năm 2021 và 2022 (2020 ~ 41%).

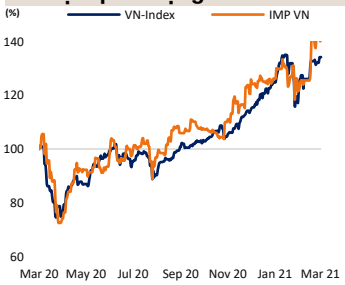
Dự kiến nhà máy IMP 4 sẽ chính thức được công nhận tiêu chuẩn EU-GMP trong năm 2021. Do tác động của dịch Covid-19, tiến độ xét duyệt tiêu chuẩn EU-GMP cho nhà máy IMP4 đã bị đình trệ từ 2Q20. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng việc dịch bệnh đã dần được kiểm soát sẽ giúp IMP hoàn tất chứng nhận EU-GMP trong 6T21, qua đó các dòng kháng sinh non-betalactam có thể tham gia đấu thầu vào kênh ETC từ 4Q21.

Cập nhật và dự phóng kết quả kinh doanh

IMP công bố kết quả kinh doanh 2020 với doanh thu đạt VND1,369 tỷ (-2.4% YoY) và LNR đạt VND210 tỷ (+29.1% YoY). Tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu giảm về 20.8% trong 2020 (sv. 23.3% trong 2019) nhờ chuyển sang đấu thầu thuốc kênh ETC. Theo đó, biên LNG và LNR của IMP được cải thiện rất mạnh, lần lượt đạt 40% (sv. 37.6% năm 2019) và 15.3% (sv. 11.6% năm 2019).

Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng IMP sẽ quay trở lại đà tăng trưởng ở cả hai kênh OTC lẫn ETC. Đối với kênh OTC, năm 2020 doanh thu suy giảm do sự hạn chế đi lại nên khi dịch bệnh được kiểm soát, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2021f sẽ quay lại đà tăng trưởng, đạt VND918 tỷ (+13.8% YoY), chiếm 54% tổng doanh thu. Cho tổng doanh thu và LNR của IMP năm 2021f, chúng tôi dự phóng lần lượt đạt VND1,702 tỷ (+24.3% YoY) và VND269 tỷ (+28.1% YoY). Trong đó, dự phóng chi phí SG&A/doanh thu năm 2021f tiếp tục giảm xuống 20.8% nhờ tăng tỷ trọng doanh thu kênh ETC.

Dữ liệu quan trọng



Thị giá (04/03/2021, đồng)	63,000	Vốn hóa (tỷ đồng)	4,227
Lợi nhuận HĐKD (21F, tỷ đồng)	348	Số lượng CP lưu hành (triệu)	67
Tăng trưởng EPS (21F, %)	28.7	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	32.4
Tăng trưởng EPS thị trường (21F, %)	20	Tỷ lệ sở hữu CĐ nước ngoài (%)	49.0
P/E (21F, x)	19.8x	Beta (12M)	0.8
P/E thị trường (x)	18.3x	Thấp 25 tuần	30,115
VN-Index	1,187	Cao 52 tuần	65,000

Thay đổi giá CP

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	17	34	41
Tương đối	3	3	7

Kết quả kinh doanh và dự phóng

FY (31/12)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
Doanh thu (tỷ đồng)	1,165	1,185	1,402	1,369	1,702	1,938
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	141	169	203	263	348	407
Biên Lợi nhuận HĐKD (%)	12.1%	14.3%	14.5%	19.2%	20.4%	21.0%
LNST (tỷ đồng)	117	139	162	210	269	325
EPS (VND)	1,748	2,046	2,332	3,015	3,998	4,847
ROE (%)	10.1%	11.7%	11.6%	15.3%	15.8%	16.8%
P/E (x)	12.5x	22.0x	16.6x	17.8x	19.8x	16.3x
P/B (x)	1.6x	2.7x	2.6x	2.4x	2.3x	2.1x
Tỷ suất cổ tức (%)	-15%	0%	3%	2%	5%	5%

Ghi chú: Kết quả kinh doanh ghi nhận theo chuẩn mực kế toán VAS; LNST thể hiện LNST của cổ đông công ty mẹ
Nguồn: IMP, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

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

Điều chỉnh dự phóng kết quả kinh doanh FY21

1. Lợi nhuận năm 2020 ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ nhờ kênh ETC

Năm 2020, IMP ghi nhận sự tăng trưởng ngược chiều trong doanh thu và lợi nhuận. Trong đó, doanh thu đạt VND1,369 tỷ (-2.4% YoY), thấp hơn 7.9% so với dự phóng của chúng tôi. Tuy nhiên, LNR của IMP tăng trưởng mạnh lên mức VND210 tỷ (+29% YoY), tương đương với dự phóng của chúng tôi. Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNR của IMP lần lượt đạt VND1,702 tỷ (24.3% YoY) và VND269 tỷ (28.1% YoY).

Bảng 1: Cập nhật dự phóng

Tỷ đồng	Dự phóng BC trước		Dự phóng cập nhập		% thay đổi		Nhận định
	20	21F	20A	21F	20	21F	
Doanh thu	1,486	1,694	1,369	1,702	-7.9%	0.5%	Kỳ vọng phục hồi kênh OTC từ FY21 nhờ thuốc mới từ nhà máy IMP 2&4 và nhà máy thực phẩm chức năng.
Lợi nhuận từ HDKD	246	303	263	348	6.9%	14.9%	Biên lợi nhuận gộp tăng nhờ các dòng thuốc ETC của IMP có thể tăng nhóm đấu thầu lên nhóm 2 nhờ TT15/2019/TT-BYT ưu tiên cho các dòng thuốc nội địa. Kỳ vọng với việc tăng tỷ trọng kênh ETC sẽ tiếp tục làm giảm chi phí SG&A.
Biên LN HDKD (%)	16.6%	17.9%	19.2%	20.4%	15.7%	14.0%	
LNTT	257	313	255	336	-0.8%	7.3%	
LNST	205	250	210	269	2.4%	7.6%	

Nguồn: Fiinpro, IMP, Mirae Asset Vietnam Research

2. Kỳ vọng thị trường OTC sẽ hồi phục từ nền tăng trưởng thấp năm 2020

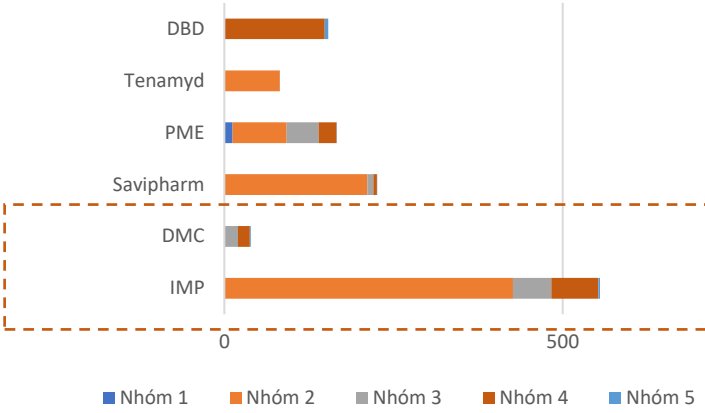
Chúng tôi dự phóng kênh OTC quay lại đà tăng trưởng từ năm FY21 nhờ các dòng thuốc mới từ nhà máy IMP 2 và IMP 4. Từ năm 2021, chúng tôi cho rằng nhà máy Dược CNC Bình Dương (IMP 4) và nhà máy Vĩnh Lộc (IMP 2) sẽ bắt đầu vận hành thương mại. Tuy nhiên, một số sản phẩm thuốc tiêu chuẩn EU-GMP chưa đủ thời gian lưu hành ba năm cần tiêu thụ ở thị trường OTC, tạo động lực tăng trưởng trở lại cho kênh OTC. Chúng tôi ước tính doanh thu kênh OTC năm 2021 và 2022 lần lượt đạt VND919 tỷ (+13.7% YoY) và VND969 tỷ (+5.5% YoY).

3. Thông tư 15/TT-BYT/2019 tạo lợi thế về đấu thầu thuốc cho các doanh nghiệp dược nội địa

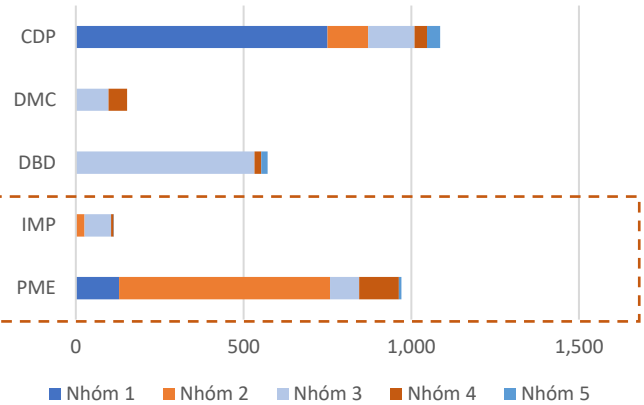
Trong báo cáo Triển vọng ngành Dược phẩm năm 2020 của chúng tôi, chúng tôi đã dự báo về tín hiệu tích cực cho các công ty dược nội địa khi đấu thầu vào kênh bệnh viện (ETC) thông qua việc Bộ Y tế chính thức công bố danh mục 640 loại thuốc ưu tiên cho doanh nghiệp dược phẩm nội địa. Thông tư 15/2019/TTBYT đã mở ra triển vọng tươi sáng cho các doanh nghiệp sản xuất thuốc chất lượng cao trong nước khi tiếp tục mở rộng các chính sách ưu tiên cho các doanh nghiệp dược nội địa

- Doanh nghiệp nội được cộng 7.5 điểm (TT10/2016/TT-BYT cộng 5 điểm) khi đấu thầu cùng hoạt chất so với thuốc ngoại.
- Đối với thuốc generic nhóm 5 và nhóm 2, trong trường hợp các công ty trong nước có đủ khả năng sản xuất cùng một hoạt chất chính (API) và đáp ứng được tiêu chuẩn thuốc chất lượng cao như EU-GMP hay WHO-GMP thì các dòng thuốc nhập khẩu sẽ không được chào thầu.
  - ⇨ IMP đi đầu trong việc hưởng lợi với lợi thế có 3 nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP và nhà máy IMP4 dự kiến hoàn tất thủ tục đánh giá tiêu chuẩn EU-GMP trong năm 2021.
- Sự ưu tiên cho các dòng thuốc nội địa được áp dụng cho tất cả các bệnh viện và phòng khám công lập ở Việt Nam. Đặc biệt với các dòng thuốc được chi trả bằng bảo hiểm y tế, nếu có ít nhất 3 công ty dược phẩm nội địa có thể cung cấp và sản xuất với chất lượng tương đương thì các cơ sở khám bệnh công lập sẽ không chào đấu thầu thuốc nhập khẩu.

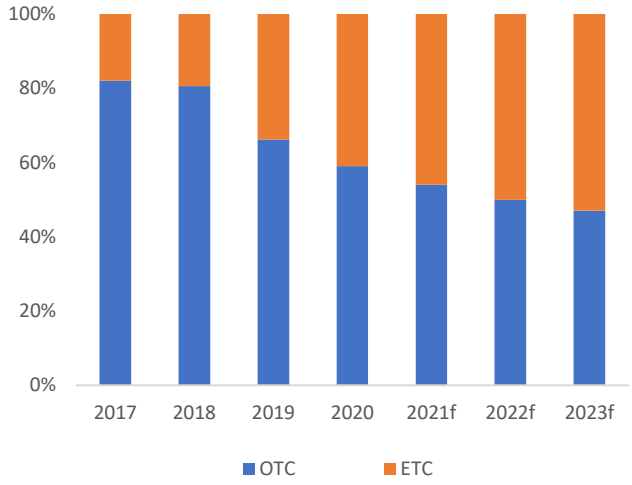
Hình 1a. Kết quả đấu thầu kênh ETC trong 2020 (tỷ đồng)



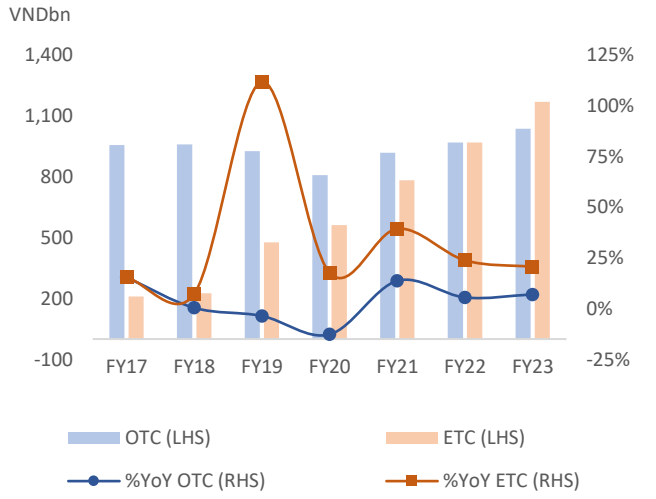
Hình 1b. Kết quả đấu thầu kênh ETC trong năm 2019 (tỷ đồng)



Hình 2a. Tỷ trọng doanh thu kênh ETC và OTC của IMP

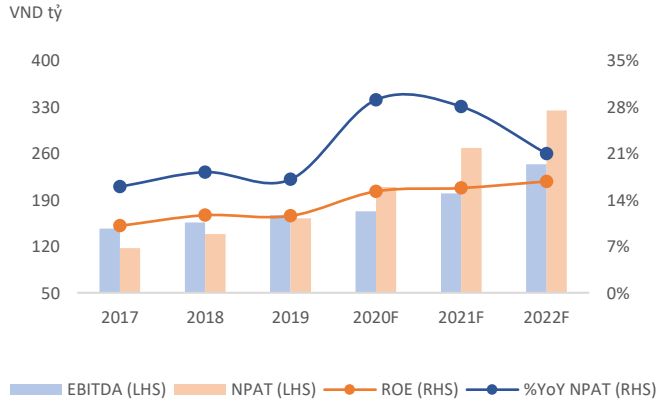


Hình 2b. Tăng trưởng doanh thu kênh OTC vs ETC của IMP



Hình 3a. Lịch sử giao dịch theo P/E của IMP

Hình 3b. Tăng trưởng lợi nhuận và ROE của IMP qua các năm



Nguồn: Statista, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Dược phẩm Imexpharm (HOSE: IMP)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	**1,402**	**1,369**	**1,702**	**1,938**
Giá vốn hàng bán	**(875)**	**(822)**	**(995)**	**(1,125)**
Lợi nhuận gộp	**527**	**547**	**707**	**813**
Chi phí bán hàng và QLDN	**(325)**	**(284)**	**(359)**	**(407)**
Lợi nhuận hoạt động	**203**	**263**	**348**	**407**
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	**203**	**263**	**348**	**407**
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	**(4)**	**(5)**	**(10)**	**(10)**
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	(4)	(5)	(10)	(10)
Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	202	255	336	406
Thuế TNDN	(40)	(46)	(67)	(81)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	162	209	269	325
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	162	210	269	325
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	162	210	269	325
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	**162**	**210**	**269**	**325**
Cổ đông công ty mẹ	162	210	269	325
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	244	316	439	502
FCF (Dòng tiền tự do)	316	303	390	296
EBITDA Margin (%)	17%	23%	26%	26%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	15%	19%	20%	21%
Biên lợi nhuận ròng (%)	12%	15%	16%	17%

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	**780**	**982**	**1,293**	**1,530**
Tiền và tương đương tiền	75	85	300	406
Phải thu ngắn hạn	330	398	485	543
Tồn kho	352	428	440	513
Khác	23	71	68	68
Tài sản dài hạn	**1,067**	**1,114**	**1,068**	**1,012**
Tài sản cố định hữu hình	967	1,026	981	922
Đầu tư liên kết liên doanh	51	51	51	51
Tài sản dài hạn khác	49	37	36	39
Tổng tài sản	**1,847**	**2,096**	**2,361**	**2,542**
Nợ ngắn hạn	**262**	**347**	**529**	**576**
Phải trả ngắn hạn	91	60	146	174
Vay nợ ngắn hạn	38	131	200	201
Nợ ngắn hạn khác	133	156	183	201
Nợ dài hạn	**26**	**19**	**21**	**22**
Nợ vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	26	19	21	22
Tổng nợ	**288**	**366**	**550**	**598**
Vốn chủ sở hữu	**1,559**	**1,730**	**1,812**	**1,944**
Vốn góp chủ sở hữu	494	667	667	667
Thặng dư cổ phần	601	507	502	502
Lợi nhuận giữ lại	464	556	643	775
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	**-**	**-**	**-**	**-**
Tổng nguồn vốn	**1,847**	**2,096**	**2,361**	**2,542**

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

LCTT từ hoạt động kinh doanh	69	73	395	333
LNTT	202	255	336	406
Chi phí không bằng tiền	(1)	12	24	14
Khấu hao	41	53	91	95
Khấu trừ	-	-	-	-
Khác	(42)	(41)	(67)	(81)
Thay đổi vốn lưu động	(79)	(177)	(12)	(103)
Tăng giảm phải thu	(71)	(70)	(87)	(58)
Tăng giảm tồn kho	(25)	(75)	(12)	(73)
Tăng giám phải trả	17	(32)	87	28
Các khoản thay đổi khác	149	238	383	422
LCTT hoạt động đầu tư	**(123)**	**(136)**	**(89)**	**(36)**
Tăng giảm Tài sản cố định	(133)	(90)	(74)	(36)
Tăng giảm Tài sản vô hình	9	5	-	-
Tăng giảm Mua/Bán công cụ nợ	7	7	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(6)	(58)	(15)	-
LCTT hoạt động tài chính	**(61)**	**74**	**(92)**	**(192)**
Tăng giảm nợ phải trả	(38)	(93)	(69)	37
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(99)	(49)	(161)	(193)
Khác	76	216	138	(36)
Tăng (Giảm) tiền thuần trong năm	**(115)**	**10**	**215**	**106**
Số dư đầu kỳ	190	75	85	300
Số dư cuối kỳ	75	85	300	406

Các chỉ số chính

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	16.6x	17.8x	19.8x	16.3x
P/CF (x)	57.3x	72.9x	13.4x	15.9x
P/B (x)	2.6x	2.4x	2.3x	2.1x
EV/EBITDA (x)	11.2x	12.4x	12.7x	7.9x
EPS (VND)	2,332	3,015	3,998	4,847
CFPS (VND)	1,092	5,921	4,999	6,304
BPS (VND)	23,372	25,944	27,160	29,144
DPS (VND)	1,430	1,000	2,500	3,000
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	61.0%	24.0%	60.0%	59.0%
Lợi suất cổ tức (%)	2.6%	1.8%	4.5%	5.4%
Tăng trưởng doanh thu	18.4%	-2.4%	24.3%	13.9%
Tăng trưởng EBITDA (%)	22.2%	29.3%	39.0%	14.3%
Tăng trưởng EBIT (x)	19.9%	29.3%	32.5%	16.9%
Tăng trưởng EPS (x)	17.1%	28.5%	28.7%	21.0%
Vòng quay phải thu (ngày)	66.0	89.0	73.0	72.0
Vòng quay tồn kho (ngày)	147.0	190.0	161.0	166.0
Vòng quay phải trả (ngày)	38.0	27.0	54.0	57.0
ROA (%)	8.8%	10.0%	11.4%	12.8%
ROE (%)	11.6%	15.3%	15.8%	16.8%
ROIC (%)	12.7%	14.1%	17.3%	19.0%
Nợ/ Vốn chủ sỡ hữu (%)	18.5%	21.1%	30.3%	30.8%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	300.0%	280.0%	240.0%	270.0%
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu (%)	2.4%	7.6%	11.0%	10.3%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	54.5x	48.6x	34.8x	40.5x

Nguồn: IMP, Mirae Asset Vietnam Research

APPENDIX 1

IMPortant Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP VN Equity)	03/05//21	Buy	VND79,600
CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP VN Equity)	11/19/20	Buy	VND62,500
CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP VN Equity)	07/11/20	Trading Buy	VND55,800
CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP VN Equity)	04/27/20	Buy	VND66,600
CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP VN Equity)	12/20/19	Trading Buy	VND60,500
CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP VN Equity)	10/20/19	Trading Buy	VND57,500
CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP VN Equity)	04/27/19	Buy	VND66,600

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 IMPeded 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 (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
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