

Ngành bán lẻ

Tích cực

Định giá phản ánh nền tảng cơ bản

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam
 Nguyen Nguyen nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

Cập nhật 9T2020

Khó khăn từ COVID-19

- Tiêu thụ nội địa là một trong những động lực chính thúc đẩy GDP phục hồi trong hai quý cuối năm. Doanh thu bán lẻ trong nước tăng trưởng thấp nhất trong 10 năm qua, +4,6% YoY trong quý 2 năm 2020 do giãn cách xã hội. Đối với năm tài chính 2021, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán lẻ sẽ tăng trưởng chậm khoảng 5-7% do dư chấn của COVID-19 đối với Việt Nam và đối tác thương mại lớn như Mỹ và Euro.
- COVID-19 đã tác động mạnh đến nền kinh tế toàn cầu do sự hội nhập cao giữa các nền kinh tế. Đại dịch không những khiến các nước phải đóng cửa biên giới mà còn phải thực hiện các biện pháp giãn cách xã hội, đóng cửa các cửa hàng không thiết yếu. Do đó, nhu cầu của khách hàng bị giảm sút nghiêm trọng.

Triển vọng 2021

Ảnh hưởng từ dịch bệnh kéo dài sang 2021

- Các thách thức dự kiến sẽ kéo dài sang 2021 do thời gian ra mắt của vắc xin COVID-19 cũng như hiệu quả vẫn chưa chắc chắn. Mặc dù Việt Nam đã đạt được thành tựu trong việc ngăn chặn vi rút, nhưng do sự hội nhập cao với các nền kinh tế lớn, kinh tế Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực ở một mức độ nhất định. Theo Ngân hàng Thế giới, 75% GDP của đất nước tăng trưởng từ động lực xuất khẩu và tiêu dùng. Trong đó, khối FDI chiếm khoảng 57,4% kim ngạch nhập khẩu và 68,8% kim ngạch xuất khẩu của cả nước trong năm 2019. Do sự hạn chế đi qua lại biên giới, vốn FDI đăng ký và vốn FDI giải ngân giảm nhẹ lần lượt 3,2% YoY và 2,4% YoY trong 11 tháng năm 2020.
- Ngoài việc nhanh chóng ban hành các biện pháp dịch tễ hiệu quả để ứng phó với đại dịch, chính phủ Việt Nam cũng đã đưa ra các gói hỗ trợ kinh tế phù hợp để kích thích nền kinh tế.
- Đồng hành với sự tăng trưởng bền vững của lực lượng lao động là triển vọng tích cực về thị trường việc làm của Việt Nam. Theo Trading Economics, kể từ khi tỷ lệ thất nghiệp đạt đỉnh 2,33% vào năm 2015, tỷ lệ này dần dần giảm xuống 2,17% - đứng top 8 trong số các quốc gia châu Á. Do COVID-19, tỷ lệ này tạm thời đạt mức cao nhất là 2,7% trong quý 2 và giảm xuống 2,5% trong quý 3. Bên cạnh GDP bình quân đầu người cải thiện, chúng ta cũng thấy rằng tỷ lệ nhân lực được đào tạo trên lực lượng lao động cũng không ngừng tăng lên. Lao động tay nghề đã qua đào tạo sẽ cải thiện năng suất cũng như thu nhập, qua đó giúp họ theo kịp với quá trình công nghiệp hóa trong trung và dài hạn.

Tình hình bước phục hồi

- Tại Việt Nam, chỉ số niềm tin người tiêu dùng vẫn duy trì được vị trí cao nhờ khả năng kiểm soát tốt đại dịch, đứng thứ 2 toàn cầu trong quý 2 năm 2020. Trong năm tài chính 2020, chúng tôi kỳ vọng chi tiêu hộ gia đình tại Việt Nam sẽ tăng hơn 7% so với cùng kỳ năm trước, thấp hơn so với năm tài chính 2019 là 7,9%. Trong giai đoạn 2021-2025, chi tiêu hộ gia đình được kỳ vọng sẽ tăng trưởng trung bình khoảng 7,4%, theo Fitch Solution.

Các phân khúc chính

Thương mại điện tử và bán lẻ FMCG hiện đại dự kiến sẽ phát triển mạnh; tiếp tục cuộc chiến tranh giành thị phần để tìm kiếm tăng trưởng

- Nhờ sự phát triển của công nghệ và mức độ phổ biến của việc sử dụng internet trên toàn thế giới, mua sắm trực tuyến có thể đạt được mức tăng trưởng hai con số trong dài hạn. Trong số sáu quốc gia Đông Nam Á hàng đầu, thương mại điện tử của Việt Nam có tốc độ tăng trưởng cao thứ hai sau Indonesia.
- Các chuỗi bán lẻ hiện đại đang dần thay thế các kênh bán lẻ truyền thống, mang lại sự tiện lợi về thời gian, chất lượng, đa chức năng, đáng tin cậy và minh bạch về giá cả. Cùng với tốc độ đô thị hóa nhanh và tầng lớp thu nhập trung bình tăng cao, thói quen mua sắm của người Việt cũng thay đổi đáng kể.

Công ty Cổ phần Thế Giới Di Động (MWG VN)

Điều chỉnh khuyến nghị về Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 134.200 đồng

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu từ 118.550 đồng lên 134.200 đồng, tương đương P/E dự phóng là 13,6 lần - mức trung bình giao dịch 5 năm. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ Mua xuống Tăng tỷ trọng do giá cổ phiếu đã tăng 53% kể từ báo cáo cập nhật vào tháng 3/2020 (VN Index + 47% trong cùng kỳ).
- Nhờ các yếu tố hỗ trợ như hợp nhất thị trường, mảng cửa hàng tạp hóa và cải thiện mức độ thâm nhập thị trường, MWG có thể duy trì mức tăng trưởng doanh thu bền vững khoảng 10%.

M Ụ C L Ụ C

Ngành bán lẻ

1. Tổng quan ngành bán lẻ	3
2. Thương mại điện tử	6
3. Chuỗi bán lẻ hiện đại	7
4. Nhà bán lẻ thuốc và chăm sóc cá nhân	11
5. Mặt hàng gia dụng	12
6. Hàng điện tử gia dụng	13
7. Giá cổ phiếu của các nhà bán lẻ được niêm yết	14

Error! Bookmark not defined.

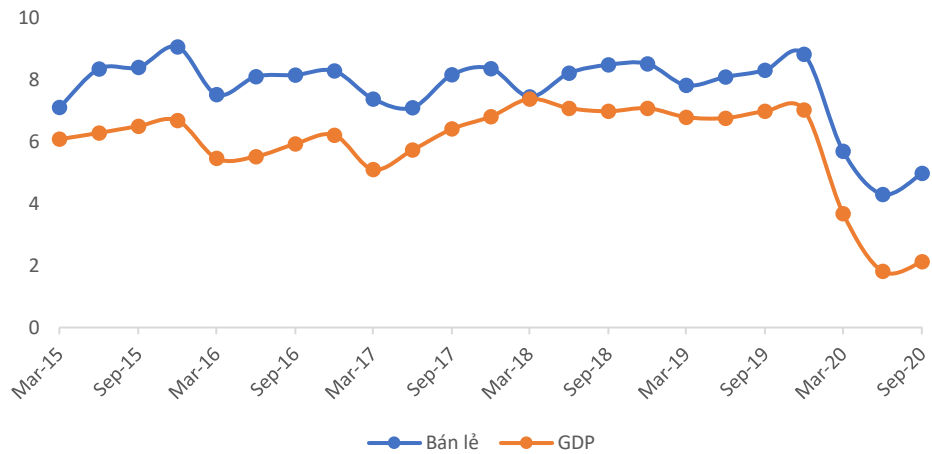
Công ty Cổ phần Thế Giới Di Động

1. Phân tích tài chính	16
2. Cập nhật KQHĐKD và định giá	19

Error! Bookmark not defined.

1. Tổng quan ngành bán lẻ

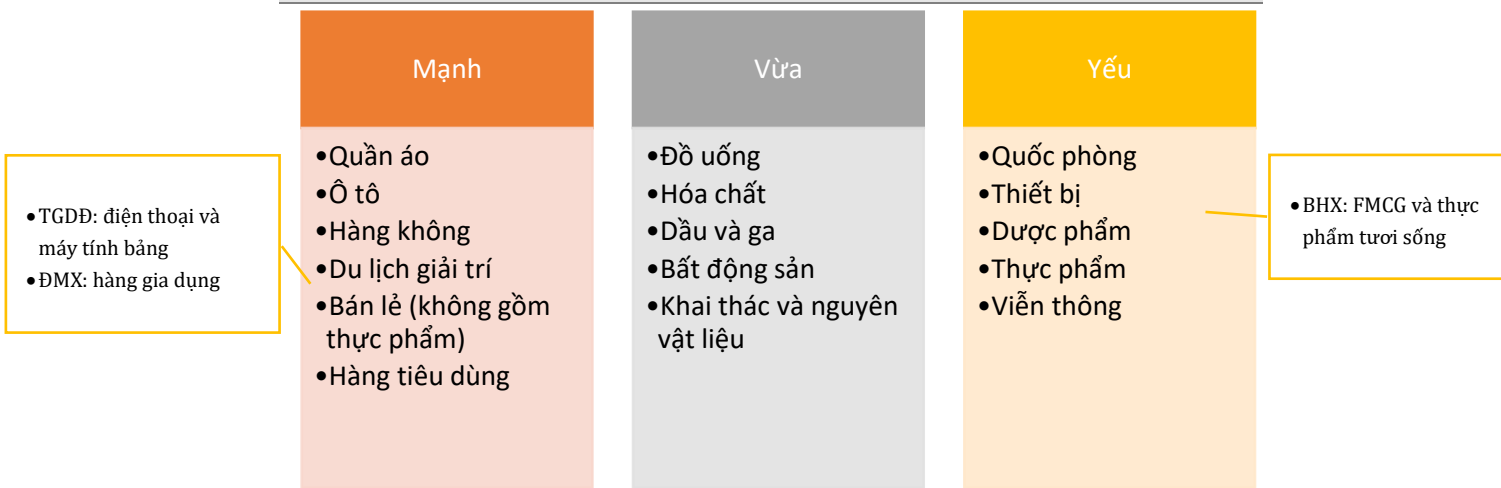
Hình 1. Tăng trưởng doanh thu ngành bán lẻ so với tăng trưởng GDP



Nguồn: GSO, Mirae Asset Research

Tiêu thụ nội địa là một trong những động lực chính thúc đẩy GDP phục hồi trong hai quý cuối năm. Doanh thu bán lẻ trong nước đạt mức thấp nhất trong 10 năm qua, +4,6% YoY trong quý 2 do giãn cách xã hội. Năm 2021, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán lẻ sẽ tăng trưởng chậm lại với mức tăng khoảng 5-7% do dư chấn của COVID-19 đối với Việt Nam cũng như các đối tác thương mại lớn như Mỹ và Euro. Về dài hạn, ngành bán lẻ được kỳ vọng sẽ hỗ trợ cho đà phục hồi chung của nền kinh tế, dựa trên các yếu tố hỗ trợ như thu nhập của hộ gia đình ổn định, thay đổi tích cực trong lao động và việc làm, và lạm phát được kiểm soát. Bên cạnh Trung Quốc, Việt Nam cũng ghi nhận mức tăng trưởng GDP tích cực so với các nước châu Á.

Hình 2. Tác động của COVID-19 tới các phân khúc

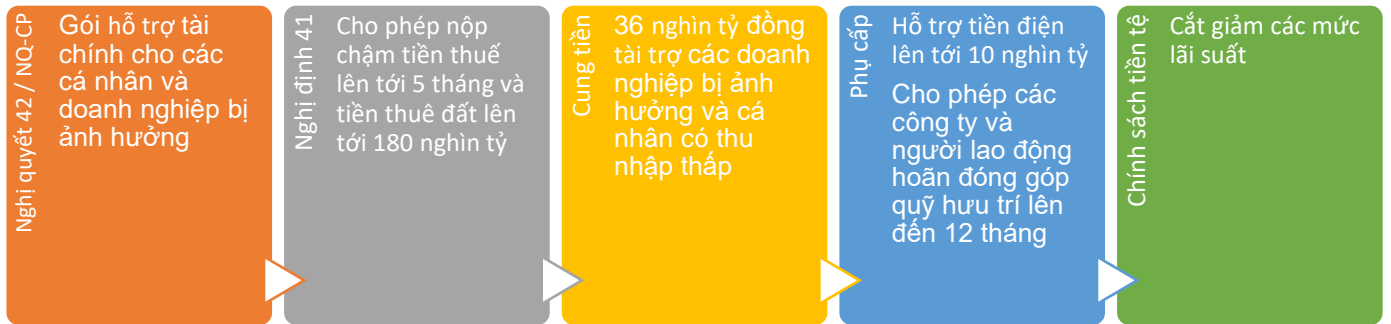


Nguồn: PWC, Mirae Asset Research

COVID-19 đã tác động mạnh đến nền kinh tế toàn cầu do sự hội nhập cao giữa các nền kinh tế. Đại dịch không những khiến các nước phải đóng cửa biên giới mà còn giãn cách xã hội, đóng cửa các cửa hàng bán lẻ và giảm mức lương. Do đó, nhu cầu của khách hàng bị giảm sút nghiêm trọng. Ngoài ra, SME phải đối mặt với những khó khăn trong việc ổn định tài chính - các vấn đề về dòng tiền - do áp lực bán hàng và chi phí tài chính, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực du lịch và các ngành liên quan. Tham khảo MWG, hai nguồn thu nhập lớn nhất là từ sản phẩm điện thoại thông minh và hàng điện tử tiêu dùng, chiếm 81,4% của tập đoàn trong 9T2020, chịu tác động mạnh mẽ từ đại dịch.

Ảnh hưởng của COVID-19 dự kiến sẽ kéo dài đến qua 2021 do thời gian sản xuất của vắc xin cũng như mức độ hiệu quả vẫn chưa chắc chắn. Dù Việt Nam đã thành công trong việc kiểm soát dịch bệnh, nhưng do sự hội nhập cao, nền kinh tế Việt Nam vẫn chịu ảnh hưởng. Theo Ngân hàng Thế giới, 75% tăng trưởng GDP nhờ sự đóng góp của xuất nhập khẩu và tiêu dùng. Trong đó, khối FDI chiếm khoảng 57,4% kim ngạch nhập khẩu và 68,8% kim ngạch xuất khẩu của cả nước năm 2019. Do sự hạn chế cấp mới thị thực, vốn FDI đăng ký và vốn FDI giải ngân giảm nhẹ lần lượt 3,2% YoY và 2,4% YoY trong 11T20.

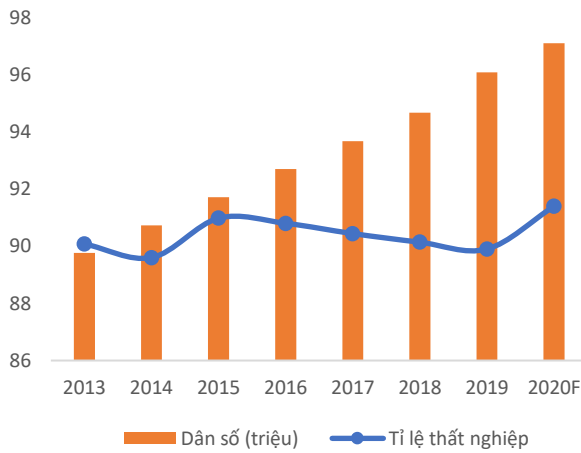
Hình 3: Các gói hỗ trợ COVID-19



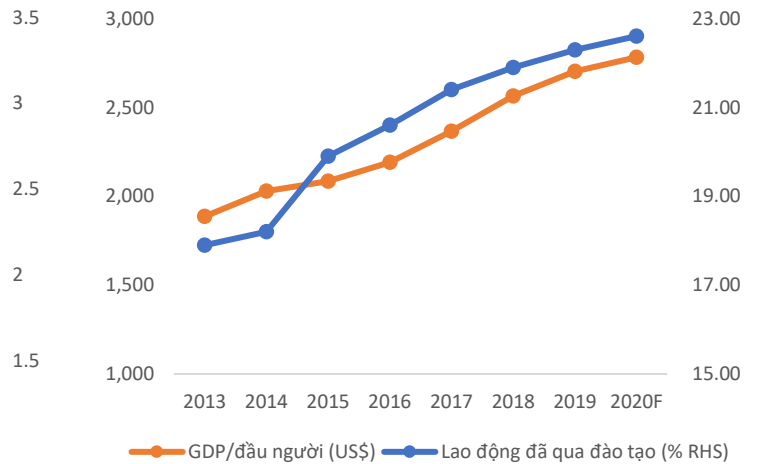
Nguồn: Mirae Asset Research

Trong và sau giai đoạn cao điểm của dịch bệnh, ngoài việc ban hành các biện pháp kiểm soát dịch tế nhằm nhanh chóng ứng phó với đại dịch, chính phủ Việt Nam cũng đã đưa ra các gói hỗ trợ kinh tế để kích thích nền kinh tế Việt Nam. Các biện pháp phòng dịch cũng như các gói hỗ trợ của nhà nước được các doanh nghiệp và chuyên gia đánh giá cao về độ hiệu quả và tính kịp thời. Nhờ đó, tăng trưởng kinh tế tiếp tục khả quan, trong khi lạm phát được kiểm soát tốt.

Hình 4: Dân số và tỷ lệ thất nghiệp



Hình 5: Thu nhập đầu người và tỷ lệ lao động được đào tạo

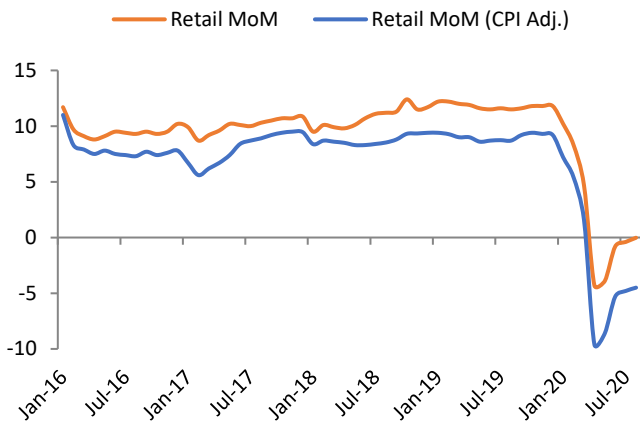


Nguồn: GSO, Mirae Asset Research

Dân số Việt Nam tăng trưởng trung bình 1.1% YoY trong giai đoạn FY2004 – FY2019, duy trì mức tăng trưởng tiêu dùng khả quan. Đến cuối năm 2018, dân số Việt Nam đạt khoảng 96.4 triệu người, đứng thứ 15 trên thế giới. Bên cạnh dân số lớn, độ tuổi trung bình của người Việt Nam tương đối trẻ (32,5 tuổi), thấp hơn so với các nước lớn ở châu Á khác như Trung Quốc (37), Thái Lan (38.3) và Hàn Quốc (40.8). Đến cuối quý 2 năm 2020, 68.9% người Việt Nam đang trong độ tuổi lao động.

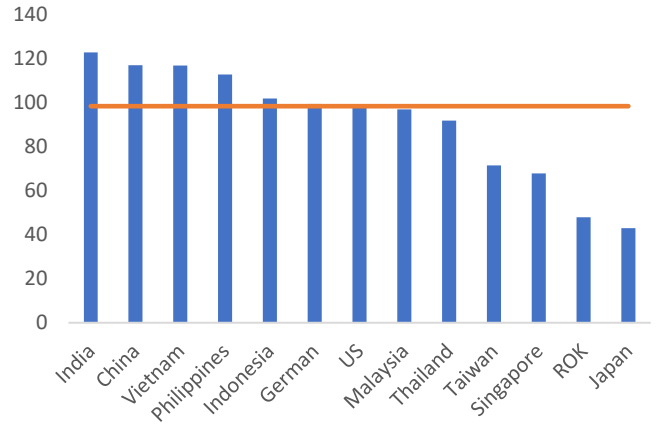
Đồng hành với sự tăng trưởng bền vững của lực lượng lao động là triển vọng tích cực về thị trường việc làm của Việt Nam. Theo Trading Economics, kể từ khi tỷ lệ thất nghiệp đạt đỉnh 2,33% vào năm 2015, tỷ lệ này dần giảm xuống 2,17% - đứng top 8 trong số các quốc gia châu Á. Do COVID-19, tỷ lệ này tạm thời đạt mức cao nhất là 2,7% trong quý 2 và giảm xuống 2,5% trong quý 3. Bên cạnh GDP bình quân đầu người tăng trưởng bền vững, có thể thấy tỷ lệ nhân lực được đào tạo trên lực lượng lao động cũng không ngừng tăng lên. Lao động tay nghề đã qua đào tạo sẽ cải thiện năng suất cũng như thu nhập, qua đó giúp họ theo kịp với quá trình công nghiệp hóa trong trung và dài hạn.

Hình 6: Doanh thu bán lẻ MoM (%)



Nguồn: GSO, Mirae Asset Research

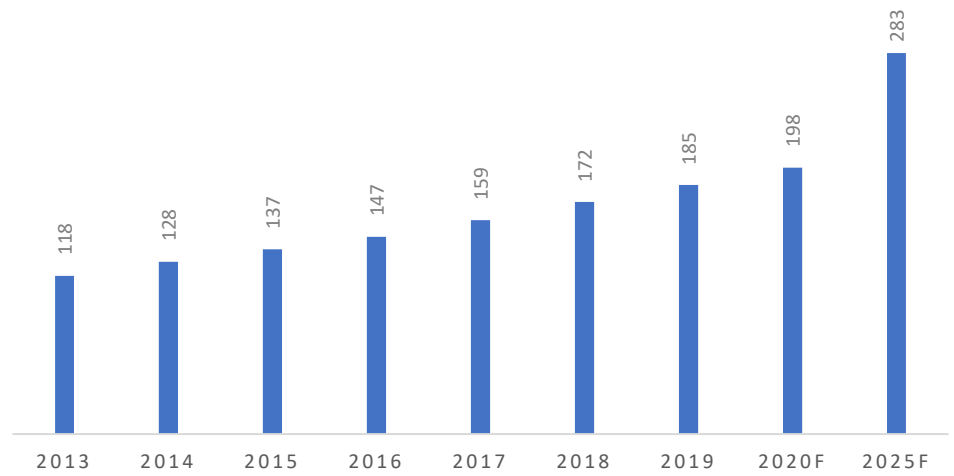
Hình 7: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng (Q2/2020)



Nguồn: The Conferences Board, Mirae Asset Research

Đối mặt với những thách thức trong các năm trở lại đây như dịch bệnh, cầu của các thị trường lớn giảm sút, căng thẳng thương mại leo thang, ngành bán lẻ của Việt Nam vẫn duy trì được sự tăng trưởng bền vững. Do giãn cách xã hội vào tháng 4 năm 2020, doanh số bán lẻ đã giảm xuống mức thấp mới gần -10% MoM trong tháng. Tuy nhiên, sự phục hồi mạnh mẽ đã diễn ra trong những tháng tiếp theo. Ngoài ra, chúng tôi cũng thấy rằng người tiêu dùng Việt Nam khá lạc quan. Chỉ số niềm tin của người tiêu dùng (CCI) cao nhờ khả năng ngăn chặn tốt đại dịch, đứng thứ 2 thế giới trong quý 2 năm 2020.

Hình 8. Chi tiêu tiêu dùng (tỷ USD)

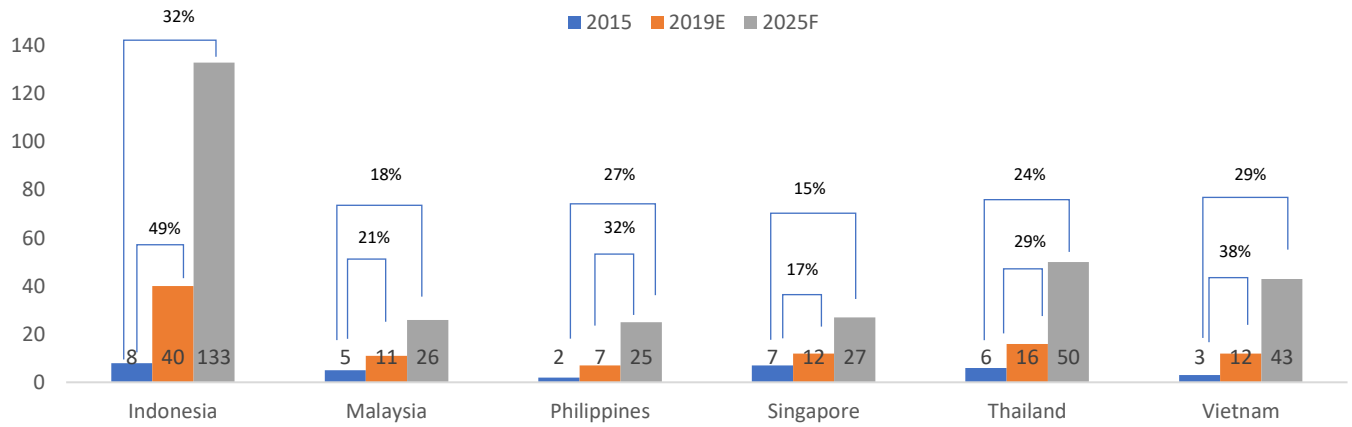


Nguồn: GSO, Mirae Asset Research

Chi tiêu tiêu dùng tại Việt Nam cao hơn các thành viên trong ASEAN. Năm 2020, chi tiêu hộ gia đình được ước tính tăng hơn 7%, thấp hơn so với năm tài chính 2019 là 7.9%. Trong giai đoạn 2021-2025, chi tiêu hộ gia đình dự kiến sẽ tăng trưởng trung bình ở mức 7.4%, theo Fitch Solution. Tốc độ tăng trưởng này cao hơn so với các nước ASEAN khác như Thái Lan (3.9%), Malaysia (6.3%), Philippines (5.5%) và Singapore (3.0%) trong 5 năm tới.

2. Thương mại điện tử

Hình 9: Thị trường trực tuyến GMV (tỷ USD) và CAGR



Nguồn: Google, Temasek, Mirae Asset Research

Dựa trên sự phát triển của công nghệ và việc sử dụng internet trên toàn thế giới, mua sắm trực tuyến có thể đạt được mức tăng trưởng hai con số trong dài hạn. Trong số sáu quốc gia đứng đầu Đông Nam Á, tốc độ tăng trưởng thương mại điện tử của Việt Nam có tốc độ tăng trưởng cao thứ hai sau Indonesia. Tổng giá trị giao dịch bao gồm doanh thu từ thương mại điện tử, du lịch trực tuyến, phương tiện truyền thông trực tuyến (quảng cáo, trò chơi, v.v.) và xe công nghệ. CAGR mảng thương mại điện tử của Việt Nam là cao nhất với 81% trong bốn năm qua, đạt khoảng 5 USD (tăng 4 lần kể từ năm 2015).

Trái ngược với bán lẻ truyền thống, COVID-19 đã đẩy nhanh tốc độ phát triển của thương mại điện tử. Theo các công ty lớn tham gia thị trường này, giá trị đơn hàng trung bình trên các trang thương mại điện tử đã tăng 31% so với cùng kỳ năm ngoái trong tháng 4 và tháng 5/2020. Đáng chú ý, phân khúc hàng tạp hóa là phân khúc tốt nhất do các biện pháp giãn cách xã hội. Theo đó, lưu lượng truy cập trang web mua sắm hàng tạp hóa tăng 41% YoY, tiếp theo là mỹ phẩm & chăm sóc sức khỏe (+21% YoY), điện tử (+8,7% YoY) và thiết bị thông minh (+0,2% YoY) trong thời gian áp dụng biện pháp giãn cách xã hội vào tháng 4 năm 2020.

Do thị trường có tốc độ tăng trưởng cao và quy mô tương đối lớn – GMV (xếp thứ 4), thương mại điện tử của Việt Nam đã nhận được dòng vốn đầu tư vào các doanh nghiệp trực tuyến trị giá 1 tỷ USD trong 4 năm từ 2016-2019. Thương mại điện tử là thị trường lớn nhất của nền kinh tế trực tuyến của Việt Nam, cả nhà đầu tư trong nước và quốc tế đều nhanh chóng nắm bắt cơ hội. Các doanh nghiệp có nền tảng thương mại điện tử và công ty khởi nghiệp fintech, chẳng hạn như Momo, Sendo và Tiki, đã nhận được đầu tư từ các nhà đầu tư quốc tế. Trong năm tài chính 2020, doanh số thương mại điện tử của phân khúc B2C dự kiến sẽ đạt 14 tỷ đô la Mỹ, tăng 20% so với cùng kỳ năm ngoái.

Bảng 1: Các công ty lớn trong ngành thương mại điện tử

Công ty	Thành lập	Chủ sở hữu	Phân khúc tập trung	Chú thích
Zalora – Robin	2014	Central Group	Thời trang hàng hiệu	Zalora được bán cho Central Group vào năm 2016. Ngừng hoạt động năm 2019
Lazada	2012	Alibaba	Thời trang điện tử, mỹ phẩm, v.v	Nền tảng thương mại điện tử lớn ở Đông Nam Á Lũy kế 5.339 tỷ đồng (231 triệu USD) cho đến năm 2018
Sendo	2012	FPT	Thời trang phụ kiện, điện tử, v.v.	Trang web thương mại điện tử top 10 SEA về lượng truy cập GMV đạt 330 triệu đô la Mỹ năm 2018 Lũy kế 229 tỷ đồng (9,9 triệu USD) cho đến năm 2018
Shopee	2016	Tencent	Thời trang điện tử, mỹ phẩm, v.v.	Lũy kế 2.708 tỷ đồng (117 triệu USD) cho đến năm 2018
Tiki	2010	VNG & JD.com	Điện tử, thời trang, v.v.	Thuộc sở hữu của nhà đầu tư Việt Nam. Lũy kế 1.395 tỷ đồng (60 triệu USD) cho đến năm 2018

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Một số vấn đề doanh nghiệp thương mại điện tử phải đối mặt khi kinh doanh tại thị trường Việt Nam.

- Theo quan điểm của chúng tôi, do thị trường đang phát triển tích cực với tiềm năng lớn nên sự cạnh tranh cao. Central Group - chủ sở hữu của Big C (35 siêu thị trên toàn quốc) và NguyenKim (55 cửa hàng điện tử tiêu dùng lớn) - đã đóng cửa các phân khúc thương mại điện tử - Zalora - sau 2 năm mua lại công ty. Mặt khác, các công ty thương mại điện tử được lựa chọn đang hoạt động thua lỗ trong nhiều năm. Những công ty mới tham gia thường áp dụng chiến lược “người dẫn đầu thua lỗ” với hàng loạt chương trình khuyến mại và truyền thông, buộc người chơi hiện tại phải lặp lại cách tiếp cận.
- Ngoài các nền tảng thương mại điện tử lớn, người Việt Nam cũng thích mua sắm qua mạng xã hội (Facebook, Instagram, Zalo, v.v.). 43% người tham gia khảo sát trong nghiên cứu của Q&Me trả lời rằng họ thích mua sắm qua các kênh trên. Động lực chính thúc đẩy mua sắm trên mạng xã hội là sự tiện lợi và tương tác. Các nền tảng này cho phép người dùng mua sắm trong khi tận hưởng các chức năng khác của mạng xã hội. Ngoài ra, người mua còn nhận được sự tư vấn trực tiếp từ người bán giống như việc mua sắm truyền thống. Tuy nhiên thị trường này có độ phân mảnh cao vì khó xây dựng theo chuỗi/hệ thống.

Nhìn chung, ngành bán lẻ tuy hấp dẫn nhưng sự cạnh tranh cao. Hiện tại, có 3 loại hình bán lẻ chính bao gồm bán lẻ truyền thống, bán lẻ hiện đại và thương mại điện tử. Do cuộc đua chạy theo thị phần, rủi ro cũng sẽ gia tăng theo. Các công ty thương mại điện tử vẫn phải tiếp tục sử dụng vốn góp (lợi nhuận âm) để cạnh tranh với các loại hình bán lẻ khác cả công ty nội và ngoại. Mặt khác, hầu hết các nhà bán lẻ hiện đại và truyền thống phải cắt giảm tỷ suất lợi nhuận để giữ được danh mục khách hàng của họ. Nhìn chung, ngoài việc khách hàng được hưởng lợi, hầu hết các nhà bán lẻ đều phải đối mặt với những tác động tiêu cực từ cuộc chiến thị phần.

3. Chuỗi bán lẻ hiện đại

Thay đổi hành vi khách hàng sẽ hỗ trợ chuỗi bán lẻ phát triển mạnh

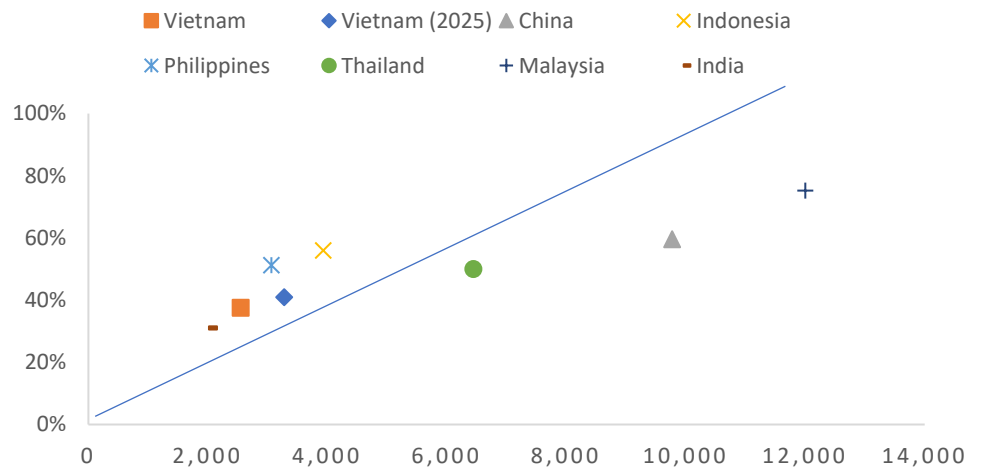
Khi nền kinh tế đang chuyển dần sự phụ thuộc từ nông nghiệp sang công nghiệp, tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam cũng giữ được mức tăng tốt. Việt Nam là một trong những nước có tốc độ đô thị hóa nhanh so với các nước trong khu vực trong 7 năm qua, trung bình 3.2% hàng năm, dự kiến đạt 50% vào năm 2025 theo Ngân hàng Thế giới. Như hình 10, tỷ lệ đô thị hóa và GDP bình quân đầu người thể hiện sự liên kết chặt chẽ. Tốc độ đô thị hóa nhanh sẽ hỗ trợ thu nhập bình quân hộ gia đình, từ đó thúc đẩy tiêu dùng.

Các chuỗi bán lẻ hiện đại đang dần thay thế các kênh bán lẻ truyền thống, mang lại sự tiện lợi về thời gian, chất lượng, đa chức năng, đáng tin cậy và minh bạch về giá cả. Cùng với tốc độ đô thị hóa nhanh và tầng lớp thu nhập trung bình tăng cao, thói quen mua sắm của người Việt cũng thay đổi đáng kể.

- Có thể thấy rằng cuộc sống hiện đại đang làm người tiêu dùng bận rộn hơn. Tỷ lệ tham gia của lao động ở giới nữ Việt Nam, những người thường chịu trách nhiệm mua sắm chính, ở mức cao là 74% so với mức trung bình của thế giới là 49.5%. Người tiêu dùng hiện nay có ít thời gian hơn cho việc mua sắm hàng tiêu dùng, đặc biệt là thể hệ trẻ, do đó, nhu cầu về các sản phẩm sử dụng nhanh sẽ hưởng lợi. Ngoài ra, thể hệ này sẵn sàng chi cao hơn để có được sự tiện lợi, thể hiện qua sự bùng nổ của dịch vụ giao đồ ăn nhanh và tiêu thụ FMCG (ví dụ: đồ ăn nhẹ, ngũ cốc, mì ăn liền, v.v.). Số lượng cửa hàng tiện lợi cũng ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ. Nhìn chung, ngành hàng FMCG cũng như các nhà bán lẻ FMCG được đánh giá là thị trường rất tiềm năng.
- Số lượng cửa hàng tạp hóa và tiện lợi tăng gần gấp đôi trong giai đoạn 2017 - 2019, trong khi số lượng nhà bán lẻ truyền thống bao gồm chợ ẩm thực và cửa hàng tạp hóa truyền thống hầu như không thay đổi trong 10 năm qua. Theo Euromonitor và McKinsey, Việt Nam được xếp hạng là thị trường phát triển nhanh nhất về hàng tạp hóa hiện đại trong nhóm Đông Nam Á. Dự kiến tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 26% cho lĩnh vực này trong 5 năm tới với quy mô thị trường cơ sở là 47.5 tỷ USD tính đến năm 2018.
- Theo khảo sát mới nhất của Conference Board và Nielsen, sức khỏe là mối quan tâm nhất của người Việt Nam do COVID-19. Đại dịch đã làm thay đổi thói quen mua sắm của khách hàng, họ chuyển sang mua sắm hàng tiêu dùng nhanh trực tuyến mà chỉ các chuỗi bán lẻ mới có thể cung cấp. Trong thời gian COVID-19 lan rộng (tháng 3 - tháng 5 năm 2020), các chuỗi cửa hàng tạp hóa lớn như Saigon Co.op (chuỗi cửa hàng tạp hóa lớn nhất Việt Nam) chia sẻ rằng doanh số bán thực phẩm tươi sống và thực phẩm khô đều đạt đỉnh. Ngoài khẩu trang, doanh thu từ nước rửa tay, nước sát trùng cũng tăng mạnh. Thu nhập ngày của các cửa hàng tiện lợi cũng tăng mạnh, đạt mức cao nhất là tăng 40% trong dịch. Hơn nữa, việc giãn cách xã hội đã

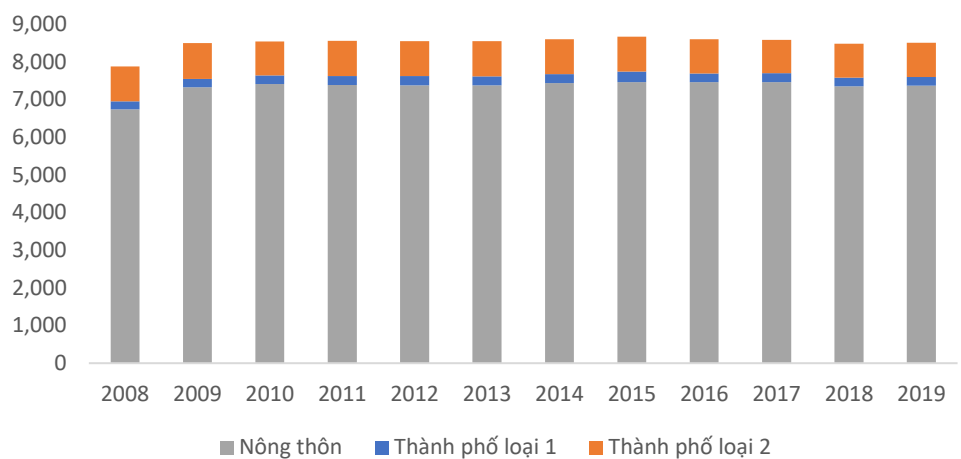
thúc đẩy việc nấu nướng tại nhà, đặc biệt là tại thành thị, qua đó hỗ trợ việc bán hàng tạp hóa cũng như thực phẩm.

Hình 10. Tỷ lệ đô thị hóa (%) and GDP đầu người (USD)



Nguồn: Statista, Press, Mirae Asset Research

Hình 11. Chợ và cửa hàng tạp hóa truyền thống



Nguồn: GSO, Mirae Asset Research

Bảng 2: Các chuỗi bán lẻ

Thương hiệu	Thành lập	Cửa hàng	Chủ sở hữu	Loại hình	Doanh thu hàng tháng/cửa hàng (triệu VND)
Bach Hoa Xanh	2015	1.632	MWG – Vietnam	Tạp hóa	1.200
Co.Op Smile	2016	126	Saigon Co.op – Vietnam	Tiện lợi	1.000
Co.Op Food	2008	400+		Tạp hóa	
Co.Op Mart	1996	127		Siêu thị	
Co.Opextra	2013	4		Siêu thị	
Co.Op Xtra Plus	2013	4		Đại siêu thị	
Satra Mart	2013	3	Satra – Vietnam	Siêu thị	840
Satra Food	2011	196		Tạp hóa	
Vinmart	2014	122	Masangroup -Vietnam	Siêu thị	520
Vinmart +	2014	2,524		Tiện lợi	
FamilyMart	2009	103	FamilyMart – Japan	Tiện lợi	500
B's Mart	2013	168	B-S Mart – Thailand	Tiện lợi	222
Circle-K	2008	381	Circle K International – US	Tiện lợi	220
AEON Citimart	1994	20	AEON – Vietnam & Japan	Siêu thị	219
Ministop	2011	147		Tiện lợi	

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

FMCG sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh số bán lẻ

Vì thu nhập trên đầu người của người Việt vẫn còn thấp, đa phần chi tiêu hộ gia đình vẫn dành cho các nhu cầu thiết yếu. Chi tiêu thiết yếu chiếm khoảng 60% tổng chi tiêu trong năm 2019. Do ảnh hưởng của COVID-19, doanh số bán hàng thiết yếu dự kiến sẽ tốt hơn các mặt hàng không thiết yếu. Ảnh hưởng tiêu cực của đại dịch dự kiến sẽ kéo dài sang năm 2021. FMCG sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh số bán lẻ, trong khi các sản phẩm thiết bị gia dụng và quần áo sẽ gặp khó khăn. Mặc dù có tốc độ tăng trưởng tăng lớp thu nhập trung bình cao và bền vững so với các nước khác trong khu vực, chúng tôi vẫn cho rằng chi tiêu cho ngành hàng tiêu dùng nhanh và nhà ở sẽ tiếp tục chiếm ưu thế. Chúng tôi kỳ vọng chi tiêu thiết yếu sẽ tăng trưởng ở mức 6.4% - 6.6% năm 2020 và 9.5% năm 2021.

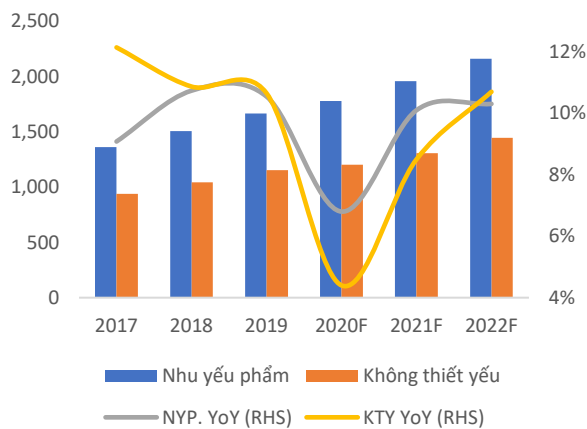
Trong ngắn hạn, phân khúc thực phẩm và đồ uống (không bao gồm rượu và thuốc lá) là phân khúc triển vọng nhất theo quan điểm của chúng tôi. Các danh mục bán lẻ chính dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình trên 10% trong 5 năm tới. Năm 2018, ngành hàng mà các hộ gia đình Việt Nam tiêu thụ nhiều nhất là thực phẩm (633 nghìn tỷ-27 tỷ USD), dự kiến đạt 46 tỷ USD vào năm 2024, theo Fitch Solutions.

Tăng trưởng tiêu thụ đồ uống dự kiến sẽ phục hồi từ năm 2021, sau sự khi đi ngang trong năm 2020 do COVID-19, đặc biệt là đồ uống có cồn. Bất chấp việc tăng thuế đánh vào đồ uống có cồn vào đầu năm 2017, doanh thu hàng năm của các sản phẩm này vẫn giữ được tốc độ tăng trưởng trung bình năm là 10.7% về giá trị và 5.7% về số lượng trong năm tài chính 2017. Do nhu cầu yếu từ cả người tiêu dùng nội địa và bên ngoài (khách du lịch), đồ uống có cồn dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức 7% trong năm tài chính 2020, thấp hơn so với năm tài chính 2019 là 10.2%. Doanh số bán đồ uống có cồn dự kiến sẽ tăng gần 16% YoY trong năm 2021 do giá trị cơ sở thấp trong năm 2020, và tăng trưởng dự kiến trung bình 8.8% trong giai đoạn 2021-2024.

Tiêu thụ đồ uống không cồn được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt hơn so với đồ uống có cồn với mức khoảng từ 8% đến 13% trong năm tài chính 2021 - năm 2024. Nhìn chung, triển vọng tích cực của lĩnh vực đồ uống của Việt Nam cũng mang lại cơ hội tăng trưởng cho các chuỗi bán lẻ hiện đại. Ngoài ra, hầu hết các nhà bán lẻ hiện đang tập trung vào phân khúc B2C, trong khi phân khúc B2B vẫn sẽ phát triển trong dài hạn.

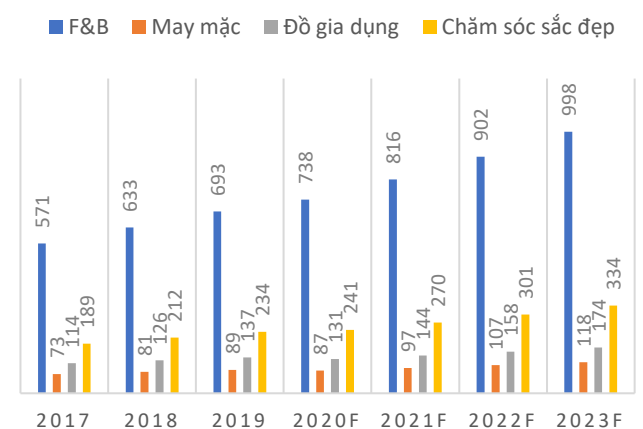
Rủi ro lớn nhất đối với người kinh doanh tạp hóa là sự cạnh tranh gay gắt từ cả những công ty đang hoạt động cũng như rủi ro gia tăng số lượng đối thủ mới tham gia thị trường. Vì thị trường có sức hấp dẫn cao, nhiều nhà bán lẻ lớn sẽ tham gia tranh giành thị phần. Do đó, việc đạt được điểm hòa vốn sẽ có thể bị kéo dài khi nhiều nhà bán lẻ áp dụng chiến lược cạnh tranh giá, đặc biệt là các nhà bán lẻ mới. Ngoài ra, người Việt cũng ưa chuộng các thương hiệu và nhà bán lẻ nước ngoài hơn. Đó sẽ là những thách thức đối với các nhà bán lẻ trong nước. Trong khi đó, ở dòng sản phẩm tạp hóa, chúng tôi cho rằng thương mại điện tử vẫn chưa là mối đe dọa đáng kể đối với cửa hàng truyền thống.

Hình 12. Chi tiêu thiết yếu và không thiết yếu (nghìn tỷ VND)



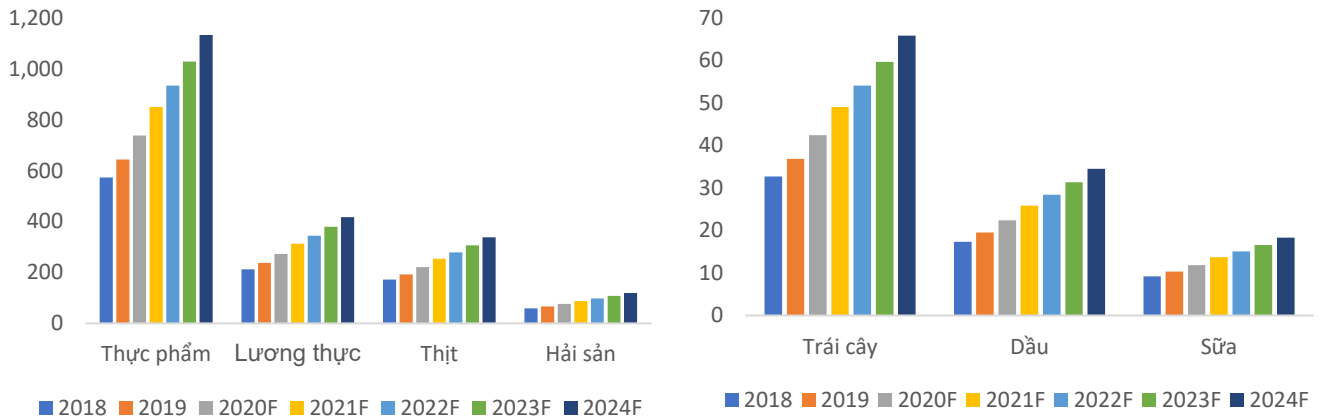
Nguồn: GSO, Fitch Solution, Mirae Research

Hình 13. Tiêu thụ theo danh mục (nghìn tỷ VND)



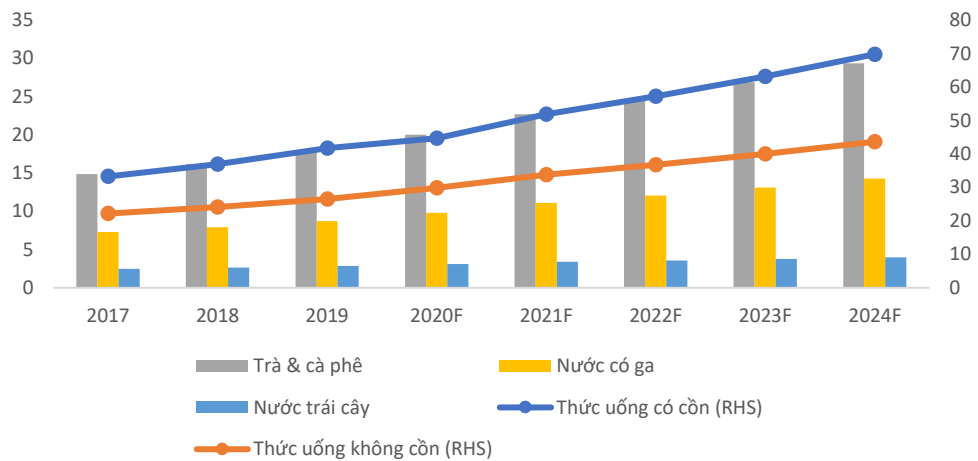
Nguồn: GSO, Fitch Solution, Mirae research

Hình 14. Doanh thu của các phân ngành F&B (nghìn tỷ VND)



Nguồn: Fitch Solution, Mirae Research

Hình 15. Đồ uống tiêu thụ theo danh mục (nghìn tỷ VND)



Nguồn: GSO, Fitch Solutions, Mirae Asset Research

4. Dược phẩm, thực phẩm chức năng, mỹ phẩm

Bên cạnh triển vọng tích cực đối với các cửa hàng tạp hóa và cửa hàng tiện lợi, thị trường phân phối dược phẩm cũng là một thị trường tương đối hấp dẫn. Tiêu thụ dược phẩm là thị trường lớn thứ hai trong danh mục tiêu dùng hộ gia đình với doanh thu 10,1 tỷ USD (234 nghìn tỷ) năm 2019, dự kiến đạt 14,4 tỷ đô la Mỹ vào năm 2023. Mặt khác, doanh thu bán thuốc không kê đơn ước tính đạt gần 1,6 tỷ USD vào năm 2019. Thị trường dự kiến sẽ tăng trưởng đáng kể ở mức 9,5% trong 5 năm tới.

Thị trường rất phân mảnh với số lượng lớn nhà thuốc nhỏ (hơn 57 nghìn nhà thuốc toàn quốc). Đây là tiền đề để các nhà phân phối thuốc lớn mở rộng thị phần thông qua xu hướng hợp nhất ngành. Thị trường này được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng ổn định nhờ vào các yếu tố như: 1) dân số tăng trưởng ổn định; 2) chú trọng đến vấn đề sức khỏe; 3) đô thị hóa nhanh và kỳ vọng tăng trưởng nhu cầu của tầng lớp trung lưu sẽ thúc đẩy nhu cầu đa dạng hóa sản phẩm hơn so với nhu cầu của nhà cung cấp truyền thống (bệnh viện, nhà thuốc tư). Trong vài năm trở lại, nhiều công ty phân phối dược phẩm lớn đã gia nhập vào thị trường.

Bảng 3: Các nhà bán lẻ dược phẩm/sản phẩm chăm sóc cá nhân

Tên	Thành lập	Số cửa hàng	Chủ sở hữu	Phân khúc	Doanh thu tháng/cửa hàng (tỷ VND)
Pharmacy	2011	505	Pharmacy Pharmacy JSC	Dược phẩm	N/A
Guardian	2011	101	Dairy Farm Group	Sản phẩm chăm sóc cá nhân	N/A
Medicare	2001	84	Medica Co., LTD	Sản phẩm chăm sóc cá nhân	N/A
Long Chau	N/A	176	FPT Retail JSC	Dược phẩm	1.6
Phano Pharmacy	2010	84	Pha No Pharmacy JSC	Dược phẩm	N/A
Vinfa	2018	38	Vingroup JSC	Dược phẩm	N/A
Century Healthcare	2016	24	Pharos Group	Dược phẩm	N/A
Masumoto Kiyoshi	2020	1	Matsumoto Kiyoshi Holdings	Dược phẩm	N/A

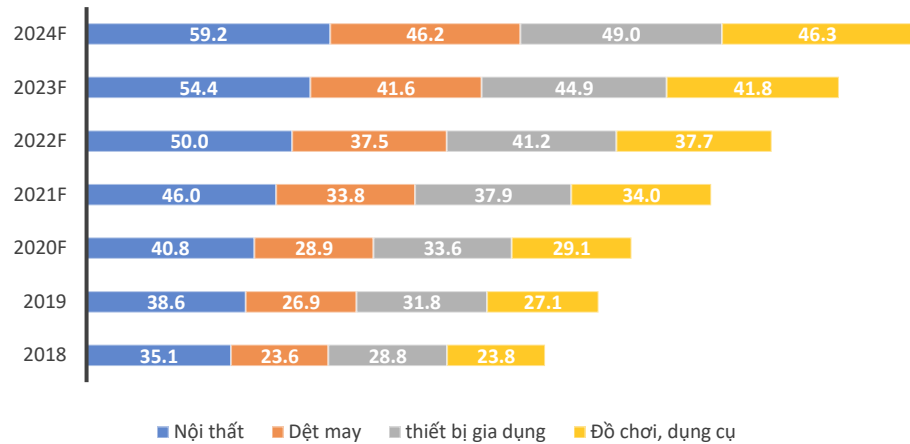
Nguồn: Dữ liệu công ty, Press, Mirae Research

Những thách thức chính của ngành bao gồm tính cạnh tranh cao và các quy định.

- Mặc dù kích cỡ thị trường tương đối nhỏ so với hàng tạp hóa, có rất nhiều công ty muốn chiếm thị phần trên thị trường bán lẻ thuốc và hàng chăm sóc cá nhân. Do đó, chúng tôi đánh giá sự cạnh tranh của thị trường này lớn hơn cả thị trường tạp hóa. Ví dụ, các nhà bán lẻ lớn trong nước như CTCPĐT Thế giới Di động (MWG), CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT) và CTCP Thế Giới số (DGW) cho thấy sự quan tâm của họ đến thị trường. Mới đây, một chuỗi nhà thuốc Nhật Bản cũng đã khai trương cửa hàng đầu tiên tại Việt Nam là Matsumoto Kiyoshi, tập trung vào các mặt hàng dược phẩm và mỹ phẩm.
- Người Việt Nam vẫn quen với việc được mua thuốc kháng sinh mà không cần kê đơn. Vì cơ sở bán lẻ hiện đại phải tuân thủ các quy định nên khách hàng thường mua thuốc kháng sinh mà không cần kê đơn tại nhà thuốc nhỏ lẻ.

5. Mặt hàng gia dụng

Hình 16. Hàng gia dụng gia đình (nghìn tỷ VND)



Nguồn: Fitch Solutions, Mirae Asset Research

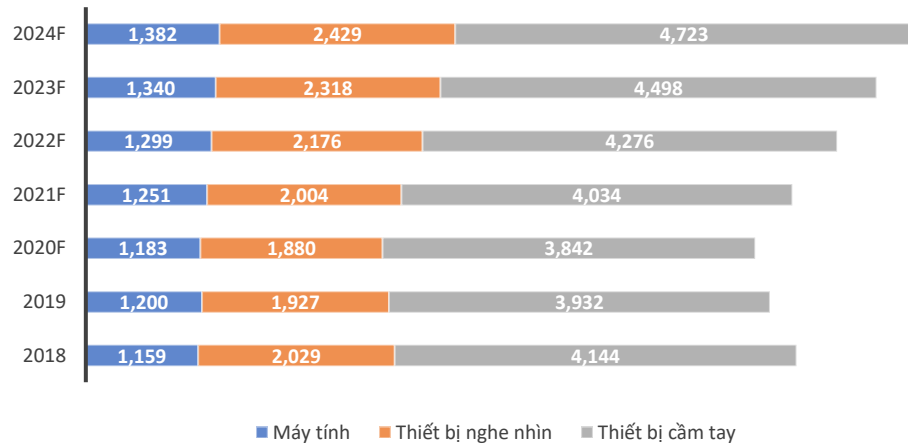
Lưu ý: sản phẩm điện tử bao gồm thiết bị nghe nhìn, máy ảnh và vi tính

Mặt hàng gia dụng cũng được kỳ vọng tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn tới với mức trung bình khoảng 11.2% cho năm tiếp theo. Trong đó, ngành hàng điện tử triển vọng thấp nhất do đang trong giai đoạn cuối tăng trưởng với mức tăng trung bình dự kiến khoảng 9.6% YoY trong giai đoạn 2021-2024. Ở chiều ngược lại, tiêu thụ hàng dệt may, đồ chơi, v.v. sẽ có mức tăng trưởng tích cực nhất với mức trên 12% YoY.

Tổng thị trường ước đạt 114.4 nghìn tỷ đồng (4.9 tỷ USD) năm 2020. Do kích cỡ thị trường chỉ ở mức tương đối và đa dạng các ngành hàng nên chưa có hệ thống bán lẻ nào có tầm ảnh hưởng lớn. Có thể kể đến một vài tên tuổi tương đối trên thị trường như Nguyễn Kim, Miniso, Concung, Viettien (VGG, dệt may). Trong đó, chuỗi đồ chơi và sản phẩm trẻ em Concung phát triển nhanh nhất.

6.Thiết bị điện tử

Hình 17. Thiết bị điện tử(triệu USD)



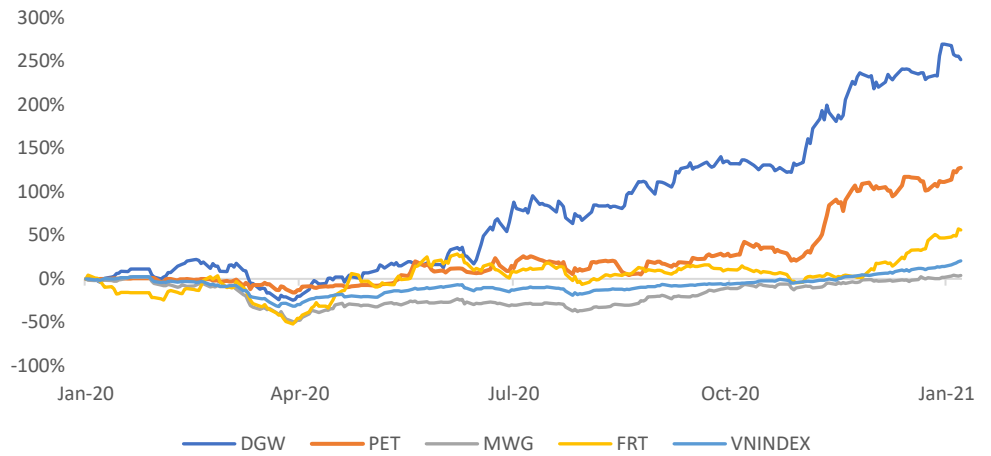
Nguồn: Fitch Solutions, Mirae Asset Research

Trái ngược với triển vọng phục hồi của các lĩnh vực khác, hàng thiết bị điện tử dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ thấp hơn. Chịu áp lực mạnh mẽ từ COVID-19, doanh số bán hàng dự kiến sẽ giảm năm thứ hai liên tiếp. Triển vọng về các phân ngành như sau:

1. Doanh số bán thiết bị cầm tay bắt đầu giảm sút trong năm 2019, giảm 4% so với cùng kỳ năm trước. Thị trường điện thoại di động Việt Nam có thể đang bước vào giai đoạn bão hòa. Theo Hootsuite, tỷ lệ thâm nhập điện thoại di động đạt hơn 150% tại thời điểm tháng 1 năm 2020, cao hơn đáng kể so với Thái Lan (134%), Malaysia (127%) và Singapore (147%). Do đó, doanh số bán điện thoại trong tương lai sẽ phụ thuộc vào mua thay thế và mua thế hệ mới. Doanh thu dự kiến sẽ giảm gần 4% so với cùng kỳ trong năm tài chính 2020. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán thiết bị cầm tay sẽ phục hồi nhẹ từ năm tài chính 2021 nhờ triển vọng vĩ mô phục hồi và cầu yếu trong hai năm trước đó.
2. Đóng góp quan trọng trong phân ngành thiết bị nghe nhìn (AVD) với sản phẩm chính là TV. Do mặt bằng thu nhập chung của Việt Nam còn thấp dẫn đến nhu cầu thấp trong việc nâng cấp lên phiên bản TV cao cấp (ví dụ như các mẫu màn hình phẳng, độ phân giải cao, màn hình lớn, v.v.). Các mảng sản phẩm khác trong phân ngành có triển vọng tốt hơn như loa và thiết bị giải trí, nhờ tỉ lệ thâm nhập đang ở mức thấp.
3. Doanh số bán hàng máy tính mặc dù ghi nhận nhiều tín hiệu tích cực trong giai đoạn cuối 2019 và 2020, nhưng theo chúng tôi chỉ là tăng trưởng nhanh trong ngắn hạn. Mặc dù có mức thâm nhập chưa cao, ngành hàng này phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ các thiết bị thay thế như điện thoại thông minh và máy tính bảng. Nhờ tiến bộ phát triển công nghệ ứng dụng cao, chức năng của các thiết bị này dần bắt kịp với máy tính thông thường đi kèm với sự tiện dụng cao. Doanh số bán hàng của mặt hàng máy tính trong thời gian tới sẽ dựa trên nhu cầu của các doanh nghiệp hoạt động trong ngành dịch vụ.

7. Thay đổi về thị giá

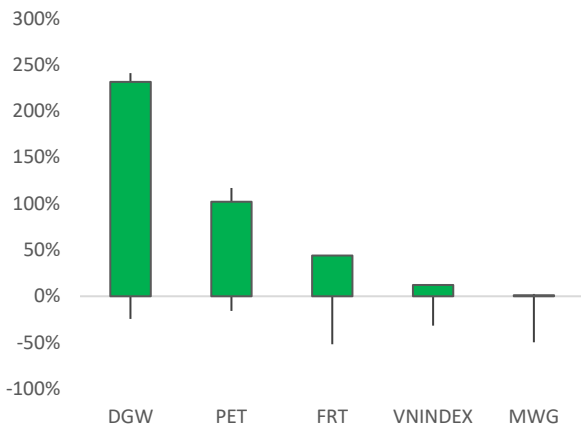
Hình 18. Thay đổi trong giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

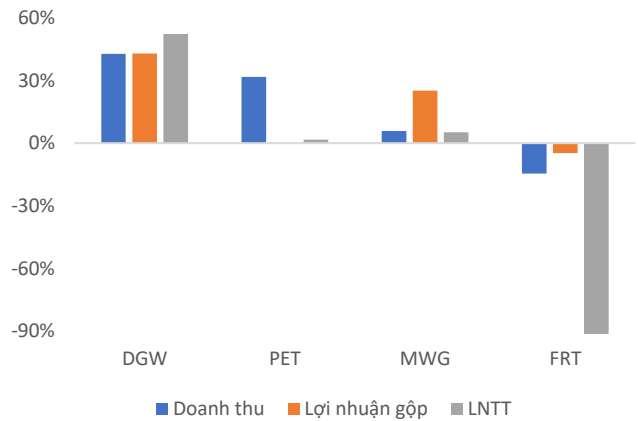
Thay đổi thị giá của hầu hết các nhà bán lẻ khá tương đồng với thị trường chung, ngoại trừ những nhà bán lẻ có ghi nhận tăng trưởng vượt trội trong giai đoạn khó khăn. Hầu hết giá cổ phiếu của các công ty đều chạm đáy đầu quý 2 và bắt đầu bật tăng trở lại khi tình dịch bệnh có nhiều tiến triển khả quan. Nhờ các biện pháp kiểm soát dịch bệnh tốt của Việt Nam, triển vọng phục hồi kinh tế chung cũng được củng cố.

Hình 19. Sự thay đổi giá cổ phiếu (YTD)



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

Hình 20. Tăng trưởng 9T2020 (YoY)



Chúng tôi cho rằng các mức định giá đang phản ánh đúng nội tại tốt của doanh nghiệp cũng như tiềm năng phát triển. Thị giá của các công ty duy trì được mức tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn đại dịch được nâng lên đáng kể. Ví dụ như, cổ phiếu của CTCP Thế Giới Số (DGW) tăng hơn hai lần nhờ công ty có khả năng duy trì mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận mạnh mẽ trong bốn năm trở lại đây. Ngược lại, là một công ty dẫn đầu trong ngành bán lẻ, CTCP Đầu Tư Thế Giới Di Động với danh mục sản phẩm kinh doanh đa dạng, nên không tránh khỏi bị ảnh hưởng xấu từ dịch bệnh.

Công ty Cổ phần Thế Giới Di Động

(MWG VN)

Đi vào giai đoạn bão hòa

Tăng tỷ trọng
(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu:
VND 134.200
Upside: 10,2%

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam
Nguyen Nguyen nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

Cập nhật kết quả kinh doanh

Biên lợi nhuận gộp mở rộng hỗ trợ lợi nhuận thuần

• Sau khi tăng trưởng ấn tượng trong 1Q20, doanh thu MWG phải đối mặt áp lực từ dịch bệnh, đặc biệt là ngành hàng ĐTDĐ và điện máy. Trong 3Q20, MWG ghi nhận 25.7 nghìn tỷ đồng (1,1 tỷ USD, + 2.3% YoY) doanh thu thuần nhờ doanh thu từ chuỗi tạp hóa Bách hoá xanh (BHX). Doanh số bán hàng của các ngành hàng điện thoại điện máy giảm khoảng 9.2% YoY. Thống kê theo chuỗi cửa hàng, chuỗi Thế giới di động (TGDD) có doanh số bán hàng giảm mạnh nhất với -9.9% YoY, tiếp theo là chuỗi Điện máy Xanh (ĐMX) giảm 8.9% YoY. Ngược lại, doanh thu từ hệ thống cửa hàng tạp hóa tăng 85.3% YoY lên 5.7 nghìn tỷ đồng (24.5 triệu USD), chiếm 22,1% tổng doanh thu. Lợi nhuận ròng 3Q20 đạt 952 tỷ đồng (41 triệu USD, + 11,2% YoY).

Quan điểm

Mở rộng chuỗi cửa hàng điện tử tiêu dùng theo mô hình mới - ĐMX mini - để mở rộng thị phần; Nợ của BHX tăng nhanh theo số lượng cửa hàng.

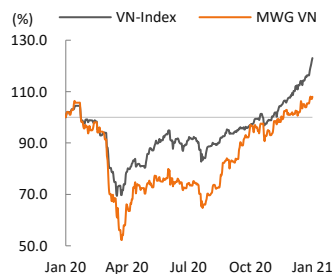
- Trong nỗ lực gia tăng thị phần, MWG phát triển mô hình mới - ĐMX mini - với danh mục sản phẩm từ ĐTDĐ đến điện máy. Thị trường mục tiêu là nông thôn, nơi các cửa hàng lớn và chuyên biệt chưa thể hiện hiệu quả bán hàng. Chuỗi mới được kỳ vọng sẽ mang lại LN cho MWG, bù đắp khoản lỗ của chuỗi tạp hóa. Theo MWG, tỷ suất lợi nhuận gộp của chuỗi mới là 23%, cao hơn 2 điểm % so với chuỗi TGDD và ĐMX.
- Doanh thu của MWG trong 4Q20 nhiều khả năng sẽ giữ được mức tăng trưởng tích cực nhờ: 1) giả định nền kinh tế phục hồi; 2) doanh số bán hàng giảm sút trong các quý trước; và 3) điện thoại thông minh bán chạy nhất được đưa ra thị trường thời gian qua như Note 10, iPhone 12, Pixel 5 và Mate 40. Theo MWG, việc đặt hàng trước iPhone 12 là rất khả quan.
- Do mở rộng BHX, tỷ lệ CP hoạt động tăng từ 14.2% năm 2019 lên 16.8% trong 3Q20. Tuy BHX là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, nhưng lại ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận. Ngoài ra, HĐQT cũng chia sẻ rằng mục tiêu ngắn hạn của BHX không phải đạt điểm hòa vốn mà sẽ tập trung gia tăng độ phủ.

Định giá

Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 134.200 đồng

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu từ 118.550 lên 134.200 đồng, tương đương P/E dự phóng 13,6 lần - mức giao dịch trung bình 5 năm. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ Mua sang Tăng tỷ trọng do giá cổ phiếu đã tăng 61.1% kể từ báo cáo cập nhật vào tháng 3/2020 (VN Index +60.8% trong cùng giai đoạn).
- Khả năng duy trì mức tăng trưởng cao như giai đoạn 2015 - 2019 là rất khó, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng bền vững của doanh thu và lợi nhuận của MWG trên 10%/năm là khả thi.

Dữ liệu quan trọng



Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	5.9	46.9	6.4
Tương đối	-6.5	12.9	-15.2

Giá thị trường (7/01/2020, VND)	121,800	Vốn hóa (tỷ đồng)	55.127
LNR (2021, tỷ đồng)	4,611	Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	453
Tăng trưởng EPS (21F, %)	11	Tỷ lệ tự do do chuyển nhượng (%)	89.9
P/E (21F, x)	12	Beta (12M)	1,1
P/E thị trường (x)	16.9	Thấp nhất 52 tuần (VND)	56.300
Cổ tức/thị giá (%)	1,3	Cao nhất 52 tuần (VND)	123.000

Lợi nhuận và chỉ số định giá

	FY (31/12)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ)		66.340	86.516	102.174	109.049	116.193	125.750
Lợi nhuận HDSXKD (tỷ)		2.779	3.870	4.977	5.491	6.102	6.867
Tỷ suất LNHDSXKD (%)		4,2	4,5	4,9	5,0	5,3	5,5
Lợi nhuận ròng (tỷ)		2.206	2.879	3.836	4.040	4.611	5.181
EPS (VND)		7.167	6.641	8.916	9.108	10.093	11.009
ROE (%)		45,24	38,66	36,32	29,23	26,42	23,95
P/E (x)		16,83	18,16	13,53	13,24	11,95	10,95
P/B (x)		6,47	5,95	4,40	3,56	2,92	2,45

Nguồn: MWG, Mirae Asset Vietnam Research

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

1. Kết quả tài chính

Doanh số bán hàng dần phục hồi trong quý 3/2020

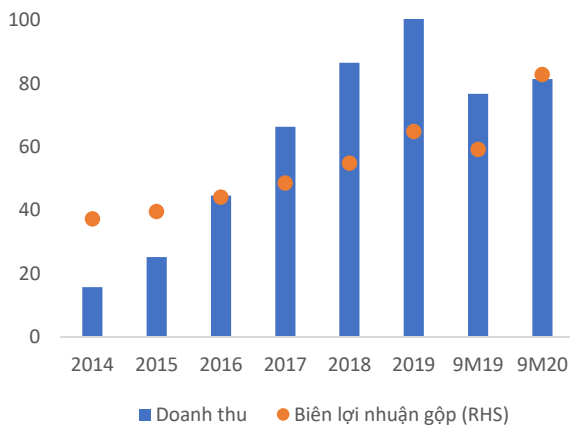
Sau khi tăng trưởng ấn tượng trong 1Q20, doanh thu MWG phải đối mặt áp lực từ dịch bệnh, đặc biệt là ngành hàng ĐTDD và điện máy. Trong 3Q20, MWG ghi nhận 25.7 nghìn tỷ đồng (1,1 tỷ USD, + 2.3% YoY) doanh thu thuần nhờ doanh thu từ chuỗi tạp hóa Bách hoá xanh (BHX). Doanh số bán hàng của các ngành hàng điện thoại điện máy giảm khoảng 9.2% YoY. Thống kê theo chuỗi cửa hàng, chuỗi Thế giới di động (TGDD) có doanh số bán hàng giảm mạnh nhất với -9.9% YoY, tiếp theo là chuỗi Điện máy Xanh (ĐMX) giảm 8.9% YoY. Ngược lại, doanh thu từ hệ thống cửa hàng tạp hóa tăng 85.3% YoY lên 5.7 nghìn tỷ đồng (24.5 triệu USD), chiếm 22,1% tổng doanh thu. Lợi nhuận ròng 3Q20 đạt 952 tỷ đồng (41 triệu USD, + 11,2% YoY).

Biên lợi nhuận gộp tăng hỗ trợ lợi nhuận thuần hồi phục, nhờ tận dụng không gian bán hàng tốt hơn cũng như đưa thêm các sản phẩm mới có biên lợi nhuận tốt vào trong các chuỗi như đồng hồ. Lợi nhuận ròng 9 tháng đầu năm 2020 tăng 0.5% YoY.

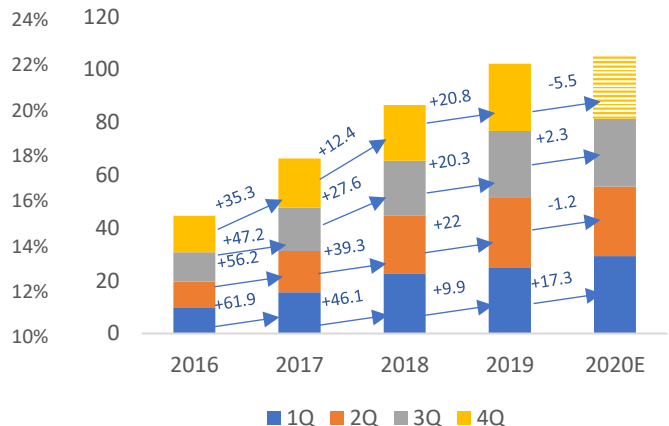
So với quý 2, theo ngành hàng, doanh số bán hàng của các sản phẩm điện thoại và thiết bị cầm tay (TC) phục hồi nhẹ trong quý 3 năm 2020, trong khi doanh số bán hàng điện máy CE tăng trưởng âm. Doanh số bán hàng của TCs phục hồi trong quý 3 chủ yếu nhờ các hãng điện thoại ra mắt sản phẩm mới. Trong khi đó, doanh số bán hàng CE giảm trong Q3 do nhu cầu mạnh mẽ trong quý 2 từ các dòng sản phẩm có giá trị cao như máy lạnh, TV và máy tính xách tay. Hai sản phẩm TV và MTXT được hưởng lợi từ COVID-19, vì khách hàng phải làm việc tại nhà.

Mặc dù doanh số bán hàng tăng trở lại trong quý 3 năm 20, chúng tôi cho rằng doanh số bán hàng trong quý 4 năm 2020 sẽ bị đình trệ. Do nhu cầu bị nén trong thời gian giãn cách xã hội trong quý 2 (-1,2% YoY), doanh số bán hàng trong quý 3 năm 2020 ghi nhận mức tăng trưởng dương 2,3% YoY. Tuy nhiên, doanh thu từ hai phân khúc sản phẩm chiếm tỉ trọng lớn sẽ khó tăng mạnh do quý 4 thường là quý thấp điểm của năm.

Hình 21. Doanh thu (nghìn tỷ VND)

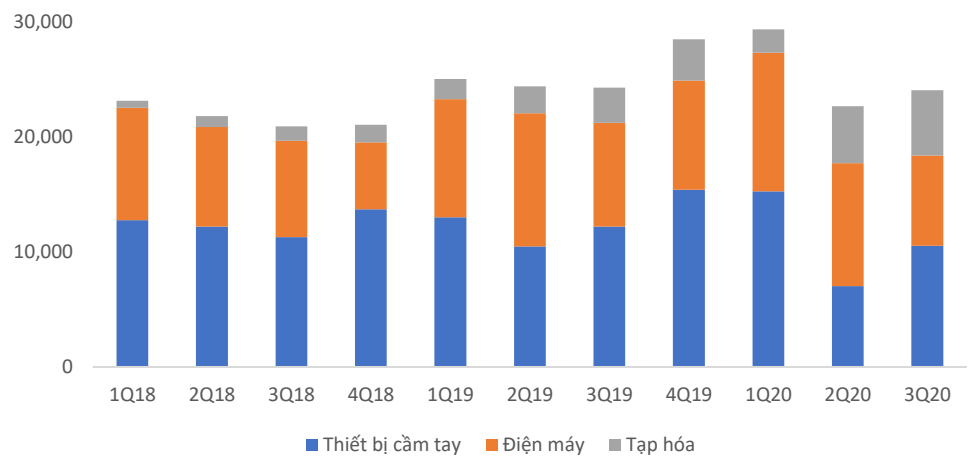


Hình 22. Doanh thu hằng quý (nghìn tỷ VND, % YoY)



Nguồn: MWG, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 23: Doanh thu theo danh mục (nghìn tỷ VND)

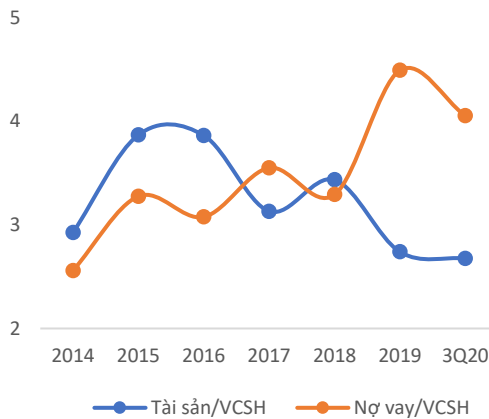


Nguồn: MWG, Mirae Asset Research

Chất lượng thanh khoản và thu nhập của tập đoàn cải thiện

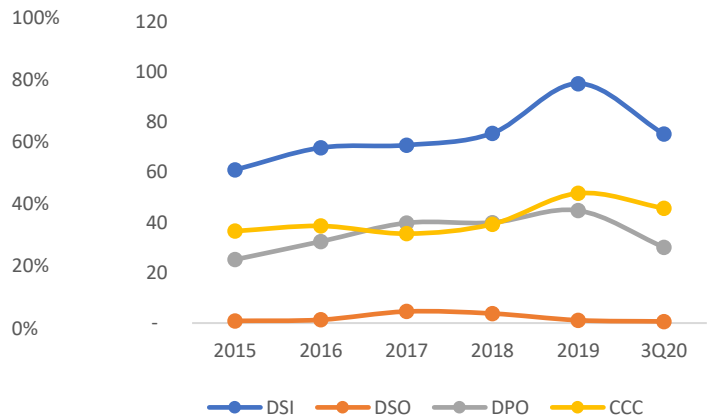
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu đã giảm đáng kể từ 85% năm 2019 xuống còn 68% cuối quý 3/2020. Tuy nhiên, dư nợ sẽ tăng lên do nhu cầu nhập hàng lớn chuẩn bị cho mùa cao điểm quý 1/2021. Chu kỳ vòng xoay tiền mặt (CCC) giảm xuống còn 30.2 ngày (giảm 14.6 ngày so với 2019) nhờ đóng góp lớn hơn của nhóm hàng FCMG và thực phẩm trong cơ cấu doanh thu của MWG. Các khoản phải thu và số dư hàng tồn kho đã giảm lần lượt 19% YTD và 32% YTD, chứng thực cho chất lượng lợi nhuận ghi nhận. Đến cuối quý 3 năm 2020, ROE và ROA 12 tháng lần lượt là 29% và 10.5%, giảm 7.3%p và 0.5%p YTD.

Hình 24. Đòn bẩy tài chính



Nguồn: MWG, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 25. Chu kỳ vòng xoay tiền mặt (ngày)



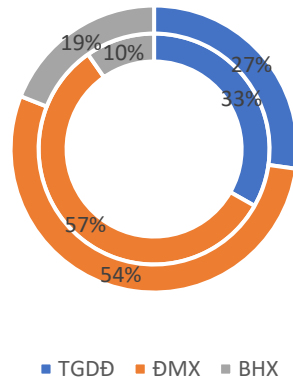
Lưu ý: DSI: số ngày tồn kho. DSO: số ngày phải thu; DPO: số ngày nợ phải trả;

Chuỗi cửa hàng tạp hóa tăng cường tốc độ mở mới trong 11 tháng đầu năm 2020

Chuỗi BHX có mức tăng trưởng mạnh mẽ cả về doanh thu lẫn điểm bán tính đến tháng 11 năm 2020. Doanh thu của chuỗi BHX trong tháng 11 là hơn 2 nghìn tỷ đồng, tương đương với doanh thu mỗi cửa hàng là 1,2 tỷ đồng hay 1,4 tỷ đồng nếu loại trừ các cửa hàng mở sau tháng 11/2019. Cho đến cuối tháng 11/2020, có 70% (+ 20% YoY) cửa hàng BHX nằm ở các tỉnh và thành phố loại 2, phần nào ảnh hưởng giảm doanh thu trung bình trên mỗi cửa hàng. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận của chuỗi sẽ được cải thiện nhờ chi phí thấp hơn (ví dụ như chi phí nhân công và chi phí thuê mặt bằng).

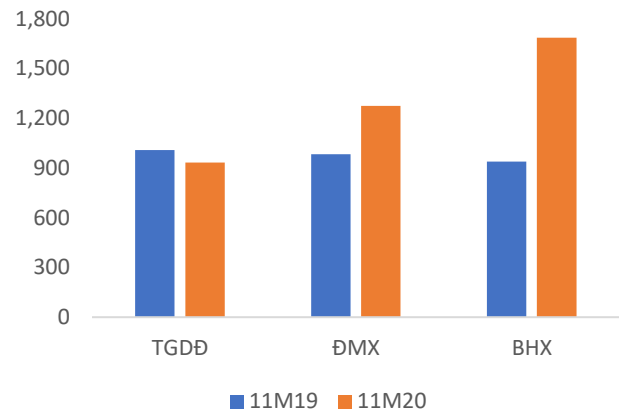
Trong khi số lượng cửa hàng BHX mở mới cao, số lượng cửa hàng hai chuỗi ĐMX và TGDĐ chỉ tăng nhẹ. Tổng số cửa hàng hai chuỗi đạt 2,146 cửa hàng, tăng 12% so với cùng kỳ năm ngoái. Ngược lại, doanh thu 11 tháng của hai chuỗi đạt 80.1 nghìn tỷ (3.45 tỷ USD), giảm 4.2% so với cùng kỳ năm ngoái. Theo đó, đóng góp vào nhóm của cả hai đã giảm đáng kể từ 90% trong 11T2019 xuống 81% trong 11T2020. Ngược lại, doanh thu của các cửa hàng tạp hóa đạt 17.1 nghìn tỷ (738 triệu USD) chiếm 19% doanh thu của MWG trong 11T2020.

Hình 26. Doanh thu theo chuỗi



Nguồn: MWG, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 27. Số lượng cửa hàng



Nguồn: MWG, Mirae Asset Vietnam Research

Lưu ý: số lượng cửa hàng TGDD năm 2019 gồm 14 cửa hàng điện thoại giá rẻ.

Nhờ hỗ trợ của các dòng sản phẩm mới, doanh thu trung bình trên mỗi cửa hàng của TGDD chỉ giảm 10.7% so với đầu năm tính đến 10T20, vượt trội so với chuỗi thiết bị viễn thông (TCs) cùng ngành - FPT Retail (-20.8% YTD). Doanh thu từ các sản phẩm mới bao gồm máy tính xách tay (3 nghìn tỷ, +43% YoY) và đồng hồ (1,2 nghìn tỷ, +150% YoY).

Bảng 4: Các hệ thống phân phối điện thoại lớn

Tên	2017		2019		3Q20	
	Số cửa hàng	Doanh thu/tháng (tỷ đồng)	Số cửa hàng	Doanh thu/tháng (tỷ đồng)	Số cửa hàng	Doanh thu/tháng (tỷ đồng)
Thế giới di động	1,072	2.7	996	2.8	962	2,5
FRT	473	2,4	584	2,4	593	1,9
Viettel	336	N/A	300	N/A	318	N/A
Vinpro (VienthongA)	209	N/A	249	4,1		

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research.

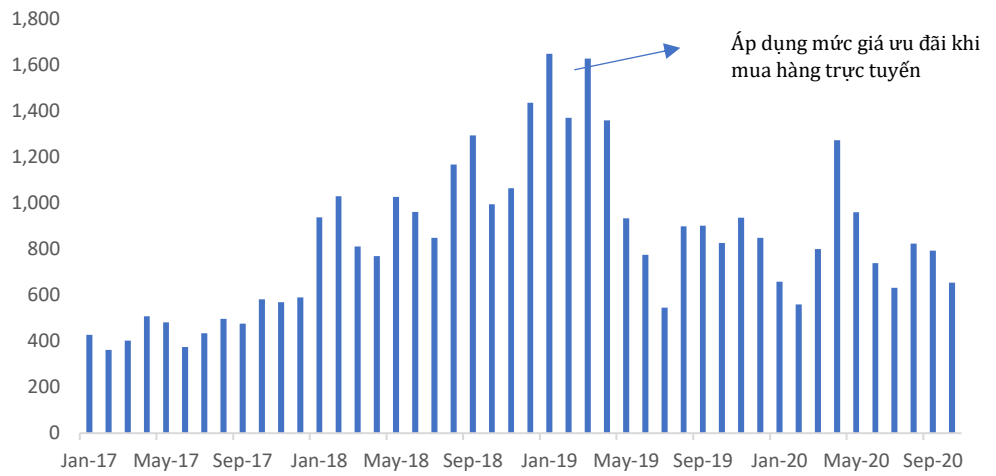
Ghi chú: Vingroup đã đóng chuỗi bán lẻ Viễn Thông A và Vinpro cuối năm 2019.

Tổng doanh thu của các cửa hàng ĐMX trong 11T2020 đi ngang ở mức 53.1 nghìn tỷ (2,3 tỷ USD). Ngoài ảnh hưởng của dịch bệnh, 170 cửa hàng TGDD và ĐMX ở miền Trung Việt Nam đã tạm ngừng hoạt động trong tháng 10/2020 do bão lũ.

Bảng 4: Các hệ thống phân phối điện máy lớn

Tên	2017		2019		3Q20	
	Số lượng cửa hàng	Doanh thu theo tháng (tỷ đồng)	Số lượng cửa hàng	Doanh thu theo tháng (tỷ đồng)	Số lượng cửa hàng	Doanh thu theo tháng (tỷ đồng)
Điện máy xanh	677	3.7	1,018	4.8	962	4.6
MediaMart	92	4.7	200	N/A	593	N/A
Chợ Lớn	60	21.9	71	N/A	318	N/A
Nguyễn Kim	55	14.4	70	N/A		

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research.

Hình 28: Doanh thu online (tỷ)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Doanh thu online của MWG không có nhiều sự nổi trội trong vòng hơn một năm trở lại đây. Nhờ các ưu đãi giá khi mua sắm trực tuyến, doanh thu online tăng mạnh trong giai đoạn đầu năm 2019 nhưng giảm dần sau đó vì không còn các ưu đãi về giá. Trong 11T2020, doanh số bán hàng trực tuyến của MWG đạt mức cao nhất vào tháng 4 khi các biện pháp giãn cách xã hội được áp dụng. Chúng tôi cho rằng việc mua sắm trực tiếp vẫn được ưu tiên hơn nhiều so với mua sắm online cho các sản phẩm điện thoại và điện máy. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán hàng trực tuyến của MWG sẽ tăng trưởng trong tương lai nhờ doanh số bán hàng tạp hóa trực tuyến, đặc biệt là nhóm khách hàng thành thị.

2. Điều chỉnh dự phóng và định giá và định giá

Bảng 6. Kết quả kinh doanh dự phóng

	2018	2019	2020F (trước)	2020F (sau)	2021F	2022F
Doanh thu	86,516	102,174	105,552	109,049	116,193	125,750
ĐTDD	50,179	51,087	44,021	43,539	40,890	42,559
Điện máy	32,065	40,359	42,059	42,225	41,395	41,544
Tạp hóa	4,272	10,728	19,472	23,285	33,908	41,646
LNHĐ	3,870	4,977	5,241	5,491	6,102	6,867
Biên LNHĐ (%)	4.5	4.87	4.97	5.04	5.3	5.5
Lợi nhuận sau thuế	2,879	3,836	4,070	4,040	4,611	5,181
Biên lợi nhuận sau thuế	3.3	3.8	3.9	3.7	4.0	4.1
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	30.4	18.1	3.3	6.7	6.6	8.2
Smartphones	44.6	1.8	(13.8)	(14.8)	(6.1)	4.1
Điện tử tiêu dùng	6.0	25.9	4.2	4.6	(2.0)	0.4
Tạp hóa	208.0	151.1	81.5	117.0	45.6	22.8
Lợi nhuận HDSXKD	39.3	28.6	5.3	10.3	11.1	12.5
Lợi nhuận thuần	30.5	33.3	6.1	5.3	14.1	12.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

Doanh thu của MWG đang tương đương với mức dự phóng của chúng tôi, tuy nhiên cơ cấu doanh thu có phần khác biệt. Trong dự phóng trước, chúng tôi giả định rằng dịch bệnh sẽ được kiểm soát hoàn toàn trong quý 2/2020. Do dịch bệnh kéo dài ảnh hưởng đến thu nhập hộ gia đình, sức tiêu thụ của các sản phẩm như ĐTDD và điện máy – là các sản phẩm dẫn dắt lợi nhuận – không được như các năm trước. Bên cạnh đó, do chuỗi BHX vẫn chưa đạt điểm hòa vốn, doanh thu tăng trưởng của chuỗi này cũng tạo áp lực lên lợi nhuận của MWG. Theo kế hoạch, MWG sẽ tiếp tục chiến lược phủ nhanh hệ thống BHX trên toàn quốc, vì thế biên lợi nhuận thuần cũng có thể chịu ảnh hưởng ít nhất trong ngắn hạn. Do đó, tỷ suất lợi nhuận ròng của nhóm dự kiến sẽ giảm dần trong ngắn hạn.

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu từ 118,550 đồng lên 134,200 đồng, tương đương P/E dự phóng là 13.6 lần – mức giao dịch trung bình 5 năm.

Bảng 7: Mô hình định giá chiết khấu dòng tiền					
(tỷ VND)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
EBIT	5,891	6,449	7,161	8,095	8,730
Trừ: Thuế	-1.178	-1.290	-1.432	-1.619	-1.746
Cộng: Khấu hao & hao mòn	2,041	2,346	2,560	2,792	3,028
Trừ: đầu tư tài sản cố định	-3.207	-3.043	-2,142	-2,324	-2,359
Tăng vốn lưu động	90	-538	-663	-555	-1.034
Dòng tiền tự do (FCF)	3.637	3.924	5,484	6,389	6,619
Giá trị hiện tại FCF	3.631	3.538	4,445	4,630	4,302
Giá trị hiện tại FCF dài hạn	47,113				
Giá trị doanh nghiệp	60,661				
Cộng: tiền và tương đương tiền	7,145				
Trừ: nợ	14,144				
# cổ phiếu (triệu)	456.85				
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	134,200				
WACC	10.4%				
Tăng trưởng vĩnh viễn	2,0%				
Lãi suất phi rủi ro	4,0%				
Beta	1,14				
Phần bù rủi ro	8,6%				
Chi phí vốn	13,8%				
Chi phí nợ	7,1%				

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Công ty Cổ phần Thế Giới Di Động (MWG VN)

Báo cáo kết quả kinh doanh (Tóm tắt)

(VND tỷ)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu thuần	102.174	109.049	116.193	125.750
Giá vốn hàng bán	-82.686	-85.757	-91.321	-98.581
Lợi nhuận gộp	19.488	23.292	24.872	27.169
Chi phí bán hàng và QLDN	-14.511	-17.802	-18.770	-20.302
Lợi nhuận hoạt động	5.035	5.321	5.887	6.614
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	5.035	5.321	5.887	6.614
Lợi nhuận ngoài HKKD chính	19	0	0	0
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	61	-169	-215	-253
Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh				
Lợi nhuận trước thuế	5.053	5.321	5.887	6.614
Thuế TNDN	-1.217	-1.282	-1.276	-1.434
Lợi nhuận sau thuế	3.836	4.040	4.611	5.181
Cổ đông công ty mẹ	3.835	4.038	4.610	5.179
Cổ đông thiểu số	2	2	2	2
EPS (Cổ đông công ty mẹ, VND)	8.916	9.108	10.093	11.009

Tăng trưởng & biến (%)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tăng trưởng doanh thu	18,10	6,73	6,55	8,22
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	27,44	19,52	6,78	9,23
Tăng trưởng EBIT	33,07	4,80	10,16	11,88
Tăng trưởng LNST	33,26	5,30	14,14	12,35
Tăng trưởng EPS	0,08	3,00	3,00	3,00
Biên lợi nhuận gộp	19,07	21,36	21,41	21,61
Biên EBIT	5,48	5,40	5,59	5,77
Biên LNST	3,75	3,70	3,97	4,12

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	-1.286	7.330	6.460	7.143
EBIT	5.622	5.891	6.490	7.260
Khấu hao & khấu trừ	1.443	2.041	2.346	2.560
Khác	-1.896	-692	-1.843	-2.020
Thay đổi vốn lưu động	-6.454	90	-533	-657
LCTT hoạt động đầu tư	-5.818	-3.207	-3.043	-2.142
Chi tiêu vốn	-3.067	-3.207	-3.043	-2.142
Khác	-2.752	0	0	0
LCTT hoạt động tài chính	6.532	-3.230	110	-792
Cổ tức	-658	-685	-706	-727
Tăng vốn	91	133	137	141
Tăng nợ	7.104	-2.678	678	-206
LCTT	-572	893	3.527	4.210
Số dư đầu kỳ	3.750	3.177	4.070	7.597
Số dư cuối kỳ	3.178	4.070	7.597	11.806

Nguồn: dữ liệu công ty, Mirae Asset Research dự phóng

Bảng cân đối kế toán (Tóm tắt)

(VND tỷ)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	35.012	34.102	38.956	46.394
Tiền và tương đương tiền	3.177	4.070	7.597	11.806
Tài sản tài chính ngắn hạn	3.075	3.075	3.075	3.075
Phải thu ngắn hạn	1.815	2.105	2.197	1.978
Tồn kho	25.745	23.771	25.045	27.364
Khác	1.199	1.081	1.043	2.171
Tài sản dài hạn	6.696	8.356	9.095	8.572
Tài sản cố định thuần	5.404	6.569	7.267	6.849
Đầu tư	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	1.292	1.786	1.828	1.723
Tổng tài sản	41.708	42.458	48.051	54.967
Nợ ngắn hạn	28.442	25.860	27.534	29.997
Phải trả ngắn hạn	12.055	10.263	11.192	12.641
Vay nợ ngắn hạn	13.031	10.353	11.031	11.939
Nợ ngắn hạn khác	3.356	5.244	5.311	5.416
Nợ dài hạn	1.122	1.113	1.113	1.113
Nợ vay dài hạn	1.122	1.113	1.113	1.113
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	29.565	26.973	28.648	31.110
Vốn góp chủ sở hữu	4.435	4.569	4.706	4.847
Cổ phiếu quỹ	-6	-6	-6	-6
Thặng dư vốn chủ sở hữu	555	555	555	555
Lợi nhuận giữ lại	7.150	10.371	14.139	18.452
Lợi nhuận cổ đông kiểm soát	12.144	15.498	19.403	23.857
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	8	8	8	8
BVPS (VND)	27.344	33.882	41.185	49.165

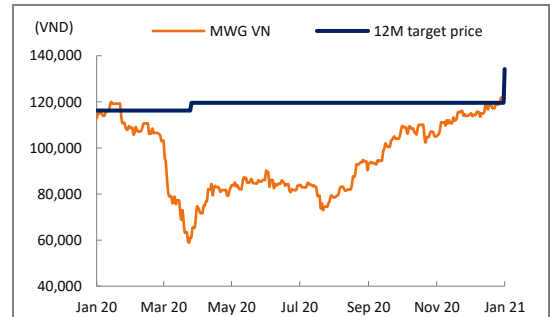
Dự phóng & Định giá (Tóm tắt)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
P/E (x)	13,53	13,24	11,95	10,95
P/CF (x)	-41,6	7,5	8,8	8,2
P/B (x)	4,40	3,56	2,92	2,45
EV/EBITDA (x)	9,1	7,9	6,9	6,1
EPS (VND)	8.916	9.108	10.093	11.009
BPS (VND)	27.344	33.882	41.185	49.165
DPS (VND)	1.500	1.500	1.500	1.500
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	17,2	17,0	15,3	14,0
Lợi suất cổ tức (%)	4,0	5,0	6,0	7,0
DSI (ngày)	95,3	105,4	97,6	97,0
DSO (ngày)	1,1	2,0	3,1	2,7
DPO (ngày)	44,8	47,5	42,9	44,1
CCC (ngày)	51,7	59,9	57,8	55,6
ROA (%)	11,0	9,6	10,2	10,1
ROE (%)	36,3	29,2	26,4	24,0
Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%)	243,5	174,0	147,6	130,4
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	123,1	131,9	141,5	154,7
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu (%)	90,4	47,7	23,4	5,2
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	9,9	10,3	10,8	11,2

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Tên	Ngày	Đánh giá	Giá (VND)
CTCP Thế Giới Di Động	10/31/2018	Mua	116,200
CTCP Thế Giới Di Động	03/19/2020	Mua	119,600
CTCP Thế Giới Di Động	08/01/2020	Tăng tỷ trọng	134,200



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.

Ratings distribution and investment banking services

	Buy	Trading Buy	Hold	Sell
Ratings distribution				
Investment banking services				

* Based on recommendations over the 12 months through

Disclosures

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

Disclaimers

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. 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.

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. Mirae Asset Vietnam, 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 maybe 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)