

CTCP Tập đoàn Masan

(HOSE: MSN)

2022: Trở lại đỉnh cao lợi nhuận

Tăng tỷ trọng

(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu:

VND 179,000

(Upside +14,2%)

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Nguyễn Tiến Đức, duc.nt@miraeeasset.com.vn

Khuyến nghị và định giá

- Chúng tôi khuyến nghị **Tăng tỷ trọng** với cổ phiếu MSN, giá mục tiêu 179,000 đồng. Giá mục tiêu được xác định dựa trên phương pháp tổng các giá trị thành phần áp dụng với năm mảng kinh doanh của tập đoàn: thực phẩm đóng gói (MCH), chuỗi giá trị thịt (MML), khai thác kim loại hiếm (MHT), bán lẻ tạp hóa (VCM) và dịch vụ tài chính (TCB).

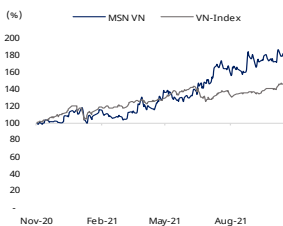
9T2021 KQKD tốt hơn kỳ vọng

- 9T2021, nhiều tỉnh thành tại Việt Nam phải áp dụng các biện pháp cách ly xã hội nhằm phòng dịch COVID-19. Trong lúc đó, kinh tế thế giới lại phục hồi nhờ các quốc gia lớn đã thực hiện xong tiêm chủng vắc xin chống virus SARS-COV-2 cho đại bộ phận dân số. Bối cảnh này đã hỗ trợ DT các công ty con MSN đều tăng mạnh so CK (Hàng tiêu dùng +13.4%, chuỗi giá trị thịt +32.8%, vật liệu công nghệ cao +89.3% và bán lẻ tạp hóa +5.0%). Kết quả, DT hợp nhất tăng 16.5% so CK trong 9T2021, đạt 64,801 tỷ đồng. LN sau thuế đạt 2,983 tỷ đồng, tăng 267.9% so CK nhờ DT tăng, biên LN/Đ cải thiện mạnh ở mảng bán lẻ tạp hóa và vật liệu công nghệ cao.
- Trong Q4/2021, MSN sẽ thoái toàn bộ vốn ở mảng thức ăn chăn nuôi, ước tính thu về 7,200 tỷ đồng để giảm nợ và tập trung phát triển mảng thịt. Ngoài ra, MSN cũng sẽ phát hành riêng lẻ 4.9% cổ phiếu The Crown X cho SK để thu về 340 triệu USD.

Dự phóng 2022 tiếp tục lạc quan

- Việt Nam sẽ hoàn thành mục tiêu tiêm vắc xin chống COVID-19 trên toàn quốc trong Q1/2022. Do đó, hoạt động kinh doanh và thói quen tiêu dùng nội địa được kỳ vọng sẽ phục hồi trở lại trạng thái bình thường trong năm 2022.
- Dự báo năm 2022 DT hợp nhất của MSN giảm nhẹ 4.8% so CK do rút khỏi mảng thức ăn chăn nuôi. Tuy nhiên, các mảng khác vẫn sẽ tăng trưởng rất khả quan, cụ thể: hàng tiêu dùng +12.4% so CK trên cơ sở chiến lược cao cấp hóa sản phẩm; chuỗi bán lẻ +19.4% so CK nhờ mở tăng 1,000 điểm bán cửa hàng Vinmart Plus; và Vật liệu công nghệ cao +7.6% so CK nhờ giá trung bình vật liệu vonfram thế giới tiếp tục phục hồi. Ngược lại với doanh thu, LNST hợp nhất 2022 dự phóng tăng 37,2% so CK nhờ 1) giá nguyên liệu thực phẩm dự báo giảm giúp biên LNST của hàng tiêu dùng tăng 1.0 điểm phần trăm, 2) giá vonfram ở mức cao giúp biên LNST của mảng vật liệu công nghệ cao tăng 2.5 điểm phần trăm, và 3) lợi nhuận được chia từ liên doanh dự báo tăng 12.4% so CK lên 3,943 tỷ đồng khi Techcombank tiếp tục được tăng vốn điều lệ.
- EPS pha loãng 2022 của MSN dự phóng đạt 5.311 đồng, vượt mức cao lịch sử DN đạt được năm 2019.

Dữ liệu quan trọng



| | | | |
|--------------------------------|---------|---------------------------|---------|
| Giá hiện tại (23/11/2021, VND) | 156,500 | Vốn hóa (Tỷ đồng) | 184,754 |
| Lợi nhuận ròng (21F, Tỷ đồng) | 4,321 | Số CP lưu hành (Triệu CP) | 1,181 |
| Tăng trưởng EPS (21F, %) | 252.6% | Tỷ lệ lưu hành tự do (%) | 42.2 |
| P/E cơ bản hiện tại (TTM, x) | 55.75 | Tỷ lệ SH nước ngoài (%) | 32.3 |
| P/E cơ bản forward 2021 (x) | 42.46 | Hệ số Beta (12M) | 0.9 |
| P/E thị trường hiện tại (x) | 17.3 | Thấp nhất 52 tuần (VND) | 80,000 |
| | | Cao nhất 52 tuần (VND) | 156,800 |

Thay đổi giá cổ phiếu

| (%) | 1 tháng | 6 tháng | 12 tháng |
|-----------|---------|---------|----------|
| Tuyệt đối | 11.7 | 15.9 | 94.8 |
| Tương đối | 6.4 | 4.2 | 47.8 |

Financial and valuation data

| Năm tài chính (31/12) | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|---------|
| Doanh thu thuần (Tỷ đồng) | 77,218 | 94,746 | 90,154 | 100,938 |
| Lợi nhuận từ HĐKD (Tỷ đồng) | 1,682 | 6,319 | 7,506 | 8,771 |
| TT LN từ HĐKD (so CK) | -65.3% | 275.8% | 18.8% | 16.8% |
| LN ròng (Tỷ đồng) | 1,234 | 4,052 | 6,269 | 7,453 |
| TT LN Ròng (So CK) | -77.8% | 228.4% | 54.7% | 18.9% |
| EPS Pha Loãng (Đồng) | 1,045 | 3,432 | 5,311 | 6,313 |
| Tăng trưởng EPS pha loãng (So CL) | -77.8% | 228.4% | 54.7% | 18.9% |
| ROE% | 8.8% | 27.0% | 28.2% | 25.8% |
| ROA% | 1.2% | 4.6% | 6.9% | 7.7% |
| Cổ tức tiền mặt/mệnh giá (%) | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

Note: EPS diluted does not include bonus & welfare fund

Source: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

KQKD 9T2021 tốt hơn kỳ vọng

Doanh thu thuần tăng trưởng mạnh mẽ trong làn sóng COVID-19 thứ 4. Đại dịch Covid-19 diễn biến mạnh mẽ tại Việt Nam trong năm 2021 và trở nên đặc biệt nghiêm trọng từ tháng 7 dẫn đến các biện pháp giãn cách xã hội khắt khe được áp dụng ở hầu hết các thành phố lớn trên cả nước. Hệ quả, GDP Việt Nam chỉ tăng 1.4% so với cùng kỳ trong 9T2021 và thậm chí đã giảm 6.17% so với CK trong Q3/2021.

Ngược lại với tình hình chung, MSN đạt mức doanh thu kỷ lục 64,801 tỷ đồng trong 9T2021 với mức tăng trưởng mạnh mẽ 16.5% so với CK. Mảng hàng tiêu dùng (Masan Consumer Holdings), bán lẻ tạp hóa (Vincommerce - VCM) và chuỗi giá trị thịt (Masan Meatlife - MML) được hưởng lợi trực tiếp từ các đợt cách ly xã hội khi nhu cầu tích lũy thực phẩm đóng gói, nhu cầu mua hàng từ kênh tạp hóa hiện đại và nhu cầu thịt sạch đều gia tăng mạnh. Riêng mảng Vật liệu công nghệ cao (Masan Hi-tech Material - MHT) có được sự tăng trưởng ấn tượng nhờ giá kim loại quý phục hồi mạnh mẽ trong năm 2021 từ mức thấp kỷ lục năm 2020.

Hình 1. Doanh thu của MSN tăng tốc trong 9T2021 nhờ sự tăng trưởng doanh thu của MML và MHT

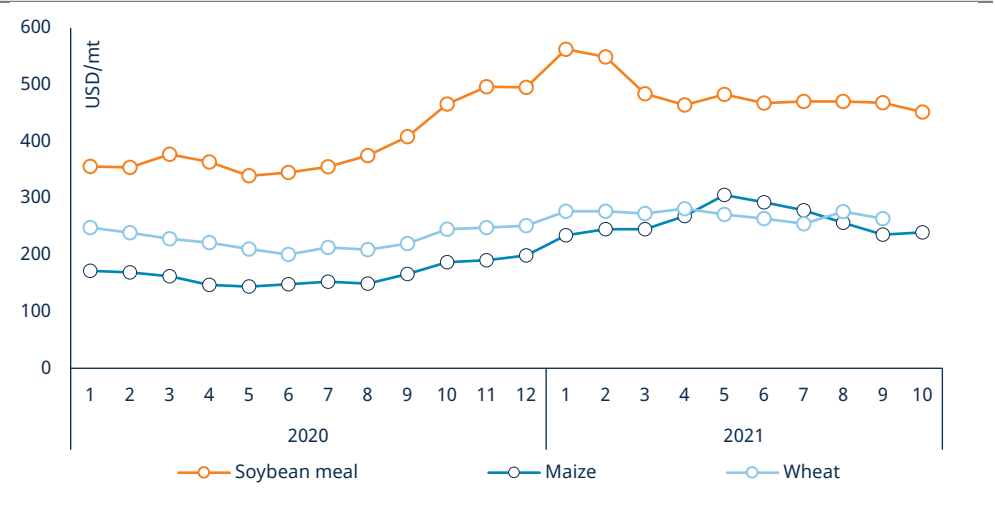
| Tỷ đồng | 9T2021 | 9T2020 | Thay đổi | Nhận định |
|--------------------------------|---------------|---------------|--------------|--|
| Doanh thu hợp nhất | 64,801 | 55,618 | 16.5% | |
| Masan Consumer Holdings | 18,083 | 15,946 | 13.4% | |
| Gia vị | 6,329 | 5,646 | 12.1% | <ul style="list-style-type: none"> 3 nhóm hàng này hưởng lợi trực tiếp từ nhu cầu tích lũy thực phẩm trong các đợt cách ly xã hội do COVID-19 ở Việt Nam. Đặc biệt nhu cầu các sản phẩm mì gói và nước chấm cao cấp gia tăng mạnh khi các gia đình trung lưu buộc phải tìm kiếm các giải pháp nấu ăn hoặc ăn nhanh tại nhà. Hiện nay các sản phẩm cao cấp chiếm 10% doanh thu của nhóm gia vị và 51% doanh thu của nhóm thực phẩm tiện lợi. |
| Thực phẩm đóng gói | 5,606 | 4,532 | 23.7% | |
| Thịt chế biến | N/a | N/a | 51.7% | |
| Chăm sóc cá nhân và gia đình | 1,019 | 1,106 | -7.9% | <ul style="list-style-type: none"> Giãn cách xã hội dẫn đến nhu cầu vệ sinh và giặt tẩy giảm khiến doanh thu nhóm hàng này giảm nhẹ. |
| Đồ uống (có cồn và không cồn) | N/a | N/a | 5.4% | <ul style="list-style-type: none"> Nhà hàng, quán café, quán nước và các địa điểm bán hàng trong kênh tiêu dùng tại chỗ phải đóng cửa trong Q3/2021 tại nhiều địa phương trong cả nước dẫn đến tiêu thụ nước đồ uống tại Việt Nam giảm trong 9T2021. Tuy nhiên, doanh số bán nước tăng lực thương hiệu Hồ Vắn và bia vẫn tăng 62.1% và 43.2% so với cùng kỳ do hai sản phẩm này mới được tung ra thị trường đầu năm 2020. |
| Masan Meatlife | 15,152 | 11,412 | 32.8% | |
| Thức ăn chăn nuôi | 12,189 | 9,774 | 24.7% | <ul style="list-style-type: none"> Giá thịt lợn ở mức cao trong năm 2021 khuyến khích các hộ nông dân tái đàn lợn. 9T2021, tổng sản lượng thịt lợn hơi Việt nam tăng 5% so với cùng kỳ dẫn đến giá và lượng thức ăn cho lợn đều tăng mạnh. Sản lượng bán hàng thức ăn cho lợn của MML tăng 26.3% so với CK, thức ăn thủy sản tăng 2.4% so CK. |
| Thịt lợn mát | 2,320 | 1,638 | 42.0% | <ul style="list-style-type: none"> Chợ truyền thống ở khu vực 19 tỉnh phía Nam buộc phải đóng cửa trong Q3/2021 do yêu cầu cách ly xã hội dẫn đến nhu cầu thịt sạch và thịt mát trong kênh bán lẻ hiện đại tăng cao. |
| Thịt gà | 1,010 | 0 | N/a | <ul style="list-style-type: none"> MML thu tóm 51% của chuỗi chăn nuôi và sản xuất thịt gà sạch 3F Việt từ cuối Q4/2020. Hiện nay, sản phẩm thịt gà của 3F Việt đã có mặt tại trên 2,000 điểm bán hàng của kênh bán lẻ Vincommerce. |

| Vật liệu công nghệ cao (MHT) | 9,604 | 5,073 | 89.3% | |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|---|
| VonFram (WO3) | 8,545 | 3,174 | 169.2% | <ul style="list-style-type: none"> Doanh thu tăng mạnh trong 9T2021 chủ yếu do hợp nhất H.C.Stack (9 tháng năm 2021 so với 4 tháng năm 2020). Giá trung bình tính quặng Vonfram (APT) phục hồi liên tục trong năm 2021, đến tháng 9/2021 APT tăng 24% lên 276 USD/mtu so với mức 222 USD/mtu cuối năm 2020. |
| Fluorspar Acid Grade | 906 | 1,134 | -20.1% | <ul style="list-style-type: none"> Giá trung bình 9T2021 tăng 2% so cùng kỳ lên 414 USD/tấn. Tuy nhiên, sản lượng bán giảm mạnh do nhà máy buộc phải dừng hoạt động vì sự cố kỹ thuật |
| Quặng đồng | -28 | 750 | N/a | <ul style="list-style-type: none"> Giá đồng trung bình 9T2021 thế giới tăng 57% so CK lên 9,194 USD/tấn. Tuy nhiên MHT, không có doanh thu từ quặng đồng do chưa xin được giấy phép xuất khẩu. |
| Khác | 181 | 16 | 1052.9 | <ul style="list-style-type: none"> Sản lượng Bismuth 9T2021 tăng 327% so CK lên 1,584 tấn. |
| VinCommerce | 23,982 | 22,845 | 5.0% | |
| Siêu thị Vinmart (VMT) | 7,330 | 8,246 | -12.5% | <ul style="list-style-type: none"> Số lượng siêu thị Vinmart giữ ở 122, giảm 1 so với cuối năm 2020. Doanh thu/m2 giảm 7.8% so CK trong 9T2021 do các siêu thị trong trung tâm thương mại thuộc các thành phố lớn phải đóng cửa trong giãn cách xã hội. |
| Cửa hàng tiện ích Vinmart Plus (VMP) | 16,168 | 15,020 | 7.1% | <ul style="list-style-type: none"> Số lượng cửa hàng Vinmart Plus cuối tháng 9/2021 là 2,334 cửa hàng. Tăng 103 cửa hàng so với cuối năm 2020. Doanh thu/m2 tăng 19.9% trong 9T2021 nhờ vào nhu cầu mua sắm tại kênh hiện đại tăng đột biến trong đại dịch. Đặc biệt, doanh thu/m2 Q3/2021 tăng 33.0% so CK vì chợ truyền thống ở TP. HCM, Hà Nội và các thành phố lớn bị buộc phải đóng cửa. |

Nguồn: MSN, Mirae Asset Vietnam Research

Biên lợi nhuận hoạt động phục hồi mạnh nhờ VCM và MHT. Biên LNHHĐ của VCM và MHT cải thiện mạnh mẽ trong 9T2021, tăng lần lượt 9.0 và 9.3 điểm phần trăm, trở thành 2 tác nhân lớn nhất giúp biên LNHHĐ hợp nhất của tập đoàn MSN tăng 4.9 điểm phần trăm so cùng kỳ lên mức 5.9% trong 9T2021. Đặc biệt, lỗ hoạt động của chuỗi bán lẻ tạp hóa 9T2021 giảm 2,024 tỷ đồng so với cùng kỳ về mức 714 tỷ đồng nhờ việc đàm phán thành công với các nhà cung cấp để tăng biên lợi nhuận thương mại lên 3.5% so với cùng kỳ và tiết kiệm chi phí vận hành, chi phí logistics và các chi phí khác. Riêng chuỗi giá trị thịt có biên LNHHĐ giảm 1.6 điểm phần trăm so với cùng kỳ chủ yếu do giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tăng cao và hợp nhất KQKD của 3F Việt.

Hình 2. Giá trung bình nguyên liệu thực phẩm và thức ăn chăn nuôi 9T2021 tăng cao so với cùng kỳ



Nguồn: World Bank

Hình 3. Lợi nhuận hoạt động (LNHD) tăng đột biến nhờ kết quả kinh doanh bán lẻ tạp hóa cải thiện đáng kể

| | 9T2021 | 9T2020 | Thay đổi | Nhận định |
|--|--------------|----------------|----------------|---|
| LNHD hợp nhất | 3,796 | 524 | 624.8% | |
| <i>Biên LNHD hợp nhất</i> | <i>5.9%</i> | <i>0.9%</i> | <i>4.9% p</i> | |
| MCH | 3,710 | 3,268 | 13.5% | |
| <i>Biên LNHD MCH</i> | <i>20.5%</i> | <i>20.5%</i> | <i>0.0% p</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Biên lợi nhuận gộp (LNG) 9T2021 tăng 1.1 điểm phần trăm so với cùng kỳ. • Chiến lược cao cấp hóa các nhóm sản phẩm Gia vị và thịt chế biến đạt được biên LNG cao hơn. • Trong chiều hướng ngược lại, biên LNG của mảng đồ uống, thực phẩm tiện lợi giảm do nguyên liệu đầu vào tăng giá. • Ngoài ra, việc hợp nhất mảng sản phẩm chăm sóc cá nhân và gia đình cũng làm biên lợi nhuận hợp nhất giảm. |
| MML | 703 | 709 | -0.9% | |
| <i>Biên LNHD MML</i> | <i>4.6%</i> | <i>6.2%</i> | <i>-1.6% p</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Biên LNG 9T2021 giảm 4.1 điểm phần trăm so với CK xuống 13.0%. • Giá trung bình 9T2021 của nguyên liệu tăng mạnh khiến biên LNG của mảng thức ăn chăn nuôi giảm so với CK. • Biên LNG của mảng thịt lợn tăng lên mức 24.0% trong 9T2021 nhờ giá thịt lợn giảm và sản lượng tăng. • Lợi nhuận gộp của mảng thịt gà vẫn ở mức âm. • Việc cắt giảm các chi phí vận hành đã giúp biên LNHD chỉ giảm 1.6 điểm phần trăm so với cùng kỳ. |
| MHT | 470 | (225) | N/a | |
| <i>Biên LNHD MHT</i> | <i>4.9%</i> | <i>-4.4%</i> | <i>9.3% p</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Giá vonfram phục hồi tốt giúp biên LNG của MHT tăng mạnh lên 12.9% trong 9T2021 so với mức 3.6% cùng kỳ. |
| VCM | (714) | (2,738) | -6.6% | |
| <i>Biên LNHD VCM</i> | <i>-3.0%</i> | <i>-12.0%</i> | <i>9.0% p</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Biên lợi nhuận thương mại cao hơn. VCM hoàn thành đàm phán với các nhà cung cấp hạ giá bán giúp biên lợi nhuận thương mại tăng 3.5% trong 9T2021 so với cùng kỳ. • Tiết kiệm chi phí hoạt động của các cửa hàng và cắt giảm 200 cửa hàng có lợi nhuận thấp trong kỳ dẫn đến chi phí thuê mặt bằng, chi phí thuê nhân công và các chi phí khác so với doanh thu giảm lần lượt 97, 169 và 60 điểm cơ bản so với cùng kỳ. • Tối ưu hóa hoạt động vận chuyển giúp chi phí logistics so với doanh thu giảm 113 điểm cơ bản so với cùng kỳ. |
| Chi phí hoạt động không phân bổ | (373) | (491) | -24% | |

Nguồn: MSN, Mirae Asset Vietnam Research

Lợi nhuận ròng 9T2021 tăng mạnh, hướng về mức trước sáp nhập VCM: MCH và công ty liên kết TCB là hai đơn vị đóng góp lớn nhất cho lãi sau thuế của tập đoàn với mức lần lượt 3,486 tỷ và 2,905 tỷ đồng. Bên cạnh đó, lỗ sau thuế tại VCM giảm mạnh trong 9T2021 cũng là nhân tố đóng góp cho sự phục hồi lợi nhuận của tập đoàn.

Đáng chú ý, lỗ tài chính ghi nhận ở công ty mẹ MSN tăng đột biến lên 2,547 tỷ đồng do dư nợ vay trung bình (ngắn + dài hạn) của công ty mẹ 9T2021 tăng 77.1% so CK lên mức 28,900 tỷ đồng.

Hình 4. Lợi nhuận sau thuế 9T2021 tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ

| | 9T2021 | 9T2020 | Thay đổi | Nhận định |
|---|----------------|----------------|----------------|--|
| Lợi nhuận sau thuế hợp nhất | 2,983 | 811 | 267.9% | |
| <i>Biên LNST hợp nhất</i> | <i>4.6%</i> | <i>1.5%</i> | <i>3.1% p</i> | |
| MCH | 3,486 | 3,011 | 15.8% | |
| <i>Biên LNST MCH</i> | <i>19.3</i> | <i>18.9</i> | <i>0.4% p</i> | |
| MML | 379 | 129 | 193.0% | |
| <i>Biên LNST MML</i> | <i>2.5%</i> | <i>1.1%</i> | <i>1.4% p</i> | |
| MHT | (222) | 68 | N/a | Năm 2020, MHT có khoản lãi không thường xuyên là 1,390 tỷ đồng. Khoản lãi này không phát sinh năm 2021 dẫn đến LNST của MHT trong kỳ này giảm mặc dù LNHH tăng mạnh. |
| <i>Biên LNST MHT</i> | <i>-2.3%</i> | <i>1.3%</i> | <i>-3.7% p</i> | |
| VCM | (1,019) | (3,145) | N/a | |
| <i>Biên LNST VCM</i> | <i>-4.2%</i> | <i>-13.8%</i> | <i>9.5% p</i> | |
| Lợi nhuận được chia từ liên doanh, liên kết | 2,905 | 1,809 | 60.6% | Khoản lợi nhuận được chia này đến từ Ngân hàng Techcombank. 9T2021 ngân hàng này ghi nhận LNST 11,327 tỷ đồng (+61% so CK). Tập đoàn sở hữu 20% lợi ích kinh tế từ ngân hàng này. |
| Lợi nhuận (Lỗ) không phân bổ khác | (2,547) | (1,061) | N/a | Khoản lỗ không phân bổ khác chủ yếu đến từ chi phí vận hành và chi phí tài chính của công ty mẹ MSN. Kết thúc 9T2021, công ty mẹ MSN có số dư nợ vay là 28,900 tỷ đồng. Phần lỗ tài chính của công ty mẹ chủ yếu là chi phí lãi vay. |
| Lợi nhuận ròng phân bổ cho cổ đông kiểm soát | 2,126 | 969 | 219.5% | |

Nguồn: MSN, Mirae Asset Vietnam Research

Một số sự kiện quan trọng

(06/11/2021) MSN bán mảng feed tại MML cho De Heus. MML sẽ thoái toàn bộ mảng thức ăn chăn nuôi cho De Heus nhằm tập trung toàn bộ nỗ lực cho mảng thịt mát. Ở chiều ngược lại, De Heus sẽ cung cấp 70% nhu cầu thức ăn chăn nuôi cho tổ hợp chăn nuôi của MML và sẽ cung cấp khoảng 2.8 triệu con lợn thương phẩm cho MML trong 5 năm tới. Sau thương vụ này, MML sẽ chỉ còn sở hữu 100% vốn tại mảng thịt lợn mát và 51% lợi ích kinh tế tại 3F Việt.

Chúng tôi ước tính giao dịch này sẽ làm giảm doanh thu dự phóng 2022 của MML xuống còn 5,711 tỷ đồng, tương đương giảm 72.8% so với dự phóng 2021. Bên cạnh đó, giao dịch này sẽ không làm phát sinh dòng tiền mới cho MML vì toàn bộ cổ phần tại mảng thức ăn chăn nuôi của công ty này đã được sử dụng làm tài sản thanh toán cho khoản trái phiếu giá trị 7,284 tỷ đồng được phát hành trước đó. Theo công bố của MSN, số tiền huy động từ thương vụ này sẽ được sử dụng để giảm dư nợ vay của tập đoàn và đầu tư vào sự phát triển mảng thịt lợn mát trong tương lai.

(11/11/2021) SK tiếp tục rót thêm 340 triệu USD vào The CrownX (TCX): Sau thương vụ này, SK sẽ sở hữu 4.9% cổ phần của TCX và MSN sẽ giữ mức sở hữu ở 84.9% (số cổ phần còn lại thuộc sở hữu các cổ đông khác). TCX đang sở hữu 85.7% của Masan Consumer và 83.7% Vincommerce. Như vậy, SK định giá TCX ở mức 6,9 tỷ USD. Hiện tại thị giá của MCH đang được giao dịch quanh mức 3,7 tỷ USD, tương đương với việc thị giá của VCM được SK xác định ở mức 4.38 tỷ USD. Lưu ý, tháng 4/2021, SK đã chi 410 triệu USD mua 16.26% cổ phần của VCM, tương đương định giá VCM ở mức 2.5 tỷ USD. Số tiền thu được từ đợt tăng vốn này của TCX sẽ được sử dụng để giảm nợ và phát triển khoảng 1,000 cửa hàng tiện ích Vinmart Plus mới trong năm 2022.

Tầm nhìn 2022: Trở lại đỉnh cao lợi nhuận

Dự phóng doanh thu 2022 giảm nhẹ, nhưng lợi nhuận sẽ tăng nhanh

Năm 2022, chúng tôi tin rằng các đợt cách ly tập trung trên diện rộng do ảnh hưởng bởi COVID-19 sẽ không xuất hiện. Việt Nam đã thực hiện tiêm vắc-xin COVID-19 cho 65.4% dân số, trong đó 33.8% đã được tiêm đầy đủ 2 mũi. Với tốc độ tiêm chủng như hiện nay, chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ đạt được miễn dịch cộng đồng với COVID-19 giúp thị trường tiêu dùng nội địa phục hồi lại trạng thái bình thường trong quý 1/2022.

Nhu cầu tích trữ thực phẩm gia tăng đột biến và chợ truyền thống đóng cửa trong các đợt cách ly đã giúp doanh thu thực phẩm đóng gói và doanh số bán hàng của hệ thống cửa hàng tiện ích tăng mạnh trong năm 2021. Tuy nhiên, yếu tố này dự kiến sẽ không lặp lại trong năm 2022. Không chỉ thế, việc bán toàn bộ vốn mảng thức ăn chăn nuôi cũng làm doanh thu của MSN giảm khoảng 15,000 tỷ đồng mỗi năm. Kết quả, doanh thu hợp nhất của MSN năm 2022 dự phóng đạt 90,154 tỷ đồng, giảm 4.8% so với dự phóng 2021.

MCH và TCB được dự báo vẫn sẽ là hai đơn vị đóng góp lợi nhuận lớn nhất cho MSN trong năm 2022 với giá trị lần lượt đạt 5,733 tỷ đồng (+18.9% so CK) và 3,943 tỷ đồng (+12.4% so CK). Lợi nhuận sau thuế của mảng thịt mát năm 2022 dự báo giảm nhẹ do không còn sự đóng góp của nhóm sản phẩm thức ăn chăn nuôi. Năm 2022 mảng vật liệu công nghệ cao được kỳ vọng sẽ mang lại 465 tỷ đồng LNST cho tập đoàn (+571.7% so CK) nhờ giá bán trung bình các sản phẩm vonfram và fluorspar đều tăng. Cuối cùng, chuỗi cửa hàng bán lẻ tạp hóa dự báo có lỗ sau thuế năm 2022 tăng nhẹ lên 674 tỷ đồng do ảnh hưởng của kế hoạch mở mới 1,000 điểm bán trong 12 tháng tới. Các chi phí không phân bổ 2022 dự báo giảm so với năm 2021 do chi phí lãi vay của tập đoàn dự kiến giảm theo kế hoạch giảm nợ vay của tập đoàn. Kết quả, LNST hợp nhất của tập đoàn MSN 2022 kỳ vọng đạt 7,426 tỷ đồng, tăng 37,2% so với dự báo LNST năm 2021.

Hình 5. Dự phóng doanh thu hợp nhất 2022 của MSN

| Đơn vị: Tỷ đồng | 2022F | 2021F | % so CK | Nhận định |
|---------------------------|---------------|---------------|--------------|--|
| Doanh thu hợp nhất | 90,154 | 94,746 | -4.8% | |
| MCH | 30,047 | 26,740 | 12.4% | <ul style="list-style-type: none"> Các nhóm sản phẩm Gia vị, Thực phẩm tiện lợi sẽ tăng trưởng chậm lại (lần lượt 8% và 12% so với cùng kỳ) từ mức cao năm 2021. Nhu cầu đi lại và các sinh hoạt ngoài trời tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ quay trở lại mức bình thường năm 2022. Do đó, các nhóm hàng đồ uống, chăm sóc cá nhân, bia được dự phóng sẽ tăng trưởng nhanh từ mức thấp năm 2021, lần lượt +15.6%, 12% và 25% so CK. |
| MML | 5,711 | 20,991 | -72.8% | <ul style="list-style-type: none"> Giả định năm 2022 MML không có doanh thu thức ăn chăn nuôi. Doanh thu thịt lợn mát dự phóng tăng 18% so CK lên 3,758 tỷ đồng nhờ số lượng điểm bán tăng và tiêu thụ thịt mát trên đầu người tăng nhẹ so với 2021. Tiêu thụ thịt gà 2022 được dự phóng tăng 35% năm nhờ số lượng điểm bán tăng. |
| MHT | 15,904 | 14,787 | 7.6% | <ul style="list-style-type: none"> Dự phóng giá Vonfram trung bình 2022 tăng 7% so với CK giúp doanh thu nhóm sản phẩm này đạt 13,065 tỷ. Sản lượng bán Fluorspar 2022 dự phóng tăng 15% nhờ nhà máy vận hành 100% công suất (năm 2021 sản lượng giảm do nhà máy phải dừng hoạt động để bảo dưỡng). Giá Flourspa dự phóng tăng 5% so CK. Doanh thu Fluorspa 2022 dự phóng đạt 1,438 tỷ đồng, tăng 20.8% so CK. |
| VCM | 38,492 | 32,228 | 19.4% | <ul style="list-style-type: none"> Mảng siêu thị 2022: Doanh thu dự phóng tăng 7% so với CK nhờ các siêu thị nằm trong trung tâm thương mại được mở cửa cả năm. Mảng cửa hàng tiện lợi: VCM dự định mở thêm 1,000 điểm bán năm 2022 dẫn tới số cửa hàng hoạt động trung bình trong kỳ dự báo tăng 20% lên mức 2,734 cửa hàng. Tăng trưởng doanh số trên m2 giảm xuống 8% so CK từ mức 15% năm 2021 do ảnh hưởng của các cửa hàng mở mới. |

| Hình 6. LNHD dự phóng 2022 tiếp tục tăng nhanh nhờ biên lợi nhuận cải thiện | | | | |
|---|--------------|--------------|----------------|---|
| | 2022F | 2021F | Thay đổi | Nhận định |
| LNHD hợp nhất | 7,506 | 6,319 | 18.8% | |
| <i>Biên LNHD hợp nhất</i> | <i>8.3%</i> | <i>6.7%</i> | <i>1.7% p</i> | |
| MCH | 6,367 | 5,292 | 20.3% | |
| <i>Biên LNHD MCH</i> | <i>21.2%</i> | <i>19.8%</i> | <i>1.4% p</i> | <ul style="list-style-type: none"> Biên lợi nhuận gộp 2022 của MCH dự phóng tăng 1.1 điểm phần trăm lên 42.6% nhờ tỷ trọng sản phẩm cao cấp dự báo tăng và giá nguyên liệu sản xuất thực phẩm dự báo giảm sau ảnh hưởng nặng nề của COVID-19. Tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý so với doanh thu 2022 cũng được dự báo giảm về mức trung bình giai đoạn 2019-2020 nhờ các chi phí liên quan tới phòng chống dịch bệnh không phát sinh. |
| MML | 529 | 854 | -38.0% | <ul style="list-style-type: none"> Lợi nhuận hoạt động của MML dự báo giảm mạnh do thoái vốn mảng thức ăn chăn nuôi. Thịt lợn mát: Biên LNG 2022 dự phóng tăng nhẹ lên 27% nhờ giá thịt lợn nguyên liệu trung bình được dự báo giảm 5-7% so với CK. Thịt gà mát: Biên LNG 2022 dự báo đạt mức 0% nhờ thị phần được cải thiện. |
| <i>Biên LNHD MML</i> | <i>9.3%</i> | <i>4.1%</i> | <i>5.2% p</i> | |
| MHT | 1,905 | 1,273 | 49.6% | |
| <i>Biên LNHD MHT</i> | <i>12.0%</i> | <i>8.6%</i> | <i>3.4% p</i> | <ul style="list-style-type: none"> Biên LNHD MHT dự báo tiếp tục cải thiện nhờ giá bán Vonfram được duy trì ở mức tốt cả năm 2022 so với 6 tháng năm 2021. |
| VCM | (541) | (388) | N/a | |
| <i>Biên LNHD VCM</i> | <i>-1.4%</i> | <i>-1.2%</i> | <i>-0.2% p</i> | <ul style="list-style-type: none"> Biên LNG của các cửa hàng hiện hữu dự báo cải thiện 2 điểm phần trăm nhờ lợi nhuận thương mại tốt được áp dụng cả năm 2022 so với 6 tháng năm 2021. Tuy nhiên, biên lợi nhuận thấp của các cửa hàng mở mới kéo giảm biên lợi nhuận hoạt động chung của hệ thống về mức giảm nhẹ so với 2021. |
| Chi phí hoạt động không phân bổ | (754) | (712) | 6.0% | <ul style="list-style-type: none"> Chi phí hoạt động không phân bổ chủ yếu là lãi vay của công ty mẹ. Theo định hướng của tập đoàn MSN, dư nợ tại công ty mẹ năm 2022 sẽ được duy trì ổn định ở mức 25,000 tỷ đồng, tăng nhẹ so với mức trung bình cả năm 2021. |

Nguồn: MSN, Mirae Asset Vietnam Research

| Hình 7. Năm 2022 dự phóng lợi nhuận ròng vượt đỉnh cao 2019 | | | | |
|---|----------------|----------------|----------------|---|
| | 2022F | 2021F | Thay đổi | Nhận định |
| Lợi nhuận sau thuế hợp nhất | 7,426 | 5,413 | 37,2% | |
| <i>Biên LNST hợp nhất</i> | <i>8.2%</i> | <i>5.7%</i> | <i>2.5% p</i> | |
| MCH | 5,733 | 4,822 | 18.9% | |
| <i>Biên LNST MCH</i> | <i>19.1%</i> | <i>18.0%</i> | <i>1.0% p</i> | |
| MML | 299 | 310 | -3.6% | |
| <i>Biên LNST MML</i> | <i>5.2%</i> | <i>1.5%</i> | <i>3.8% p</i> | |
| MHT | 465 | 69 | 571.7% | |
| <i>Biên LNST MHT</i> | <i>2.9%</i> | <i>0.5%</i> | <i>2.5% p</i> | |
| VCM | (674) | (543) | N/a | |
| <i>Biên LNST VCM</i> | <i>-1.8%</i> | <i>-1.7%</i> | <i>-0.1% p</i> | |
| Lợi nhuận được chia từ liên doanh | 3,943 | 3,508 | 12.4% | <ul style="list-style-type: none"> Lợi nhuận được chia từ liên doanh chủ yếu đến từ Ngân hàng cổ phần Kỹ Thương Việt Nam (TCB). Chi tiết dự báo KQKD của TCB xem tại link sau. |
| Lỗ sau thuế không phân bổ khác | (2,340) | (2,754) | N/a | <ul style="list-style-type: none"> Lỗ sau thuế không phân bổ chủ yếu đến từ chi phí quản lý và chi phí tài chính của công ty mẹ MSN. |
| Lợi nhuận ròng phân bổ cho cổ đông kiểm soát | 6,269 | 4,052 | 54,7% | |

Nguồn: MSN, Mirae Asset Vietnam Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 179,000 đồng/CP

Phương pháp Tổng hợp giá trị thành phần (Sum of the parts) được sử dụng để định giá cổ phiếu MSN. Trong đó, hệ số mục tiêu khác nhau được áp dụng cho các đơn vị kinh doanh gồm MCH, MML, MHT, VCM và TCB.

| Hình 8. Tóm tắt mô hình định giá cổ phiếu MSN | | | | | |
|---|----------------------|----------------------------|---------------------------------------|---|--------------------------|
| Công ty con | Phương pháp định giá | Hệ số mục tiêu 2022 (x) | Giá trị DN dự phóng 2022 (tỷ đồng) | Lợi ích kinh tế của MSN tại công ty con | Giá trị vốn (tỷ đồng) |
| Masan Consumer Holdings | P/E | 20.0 | 114,661 | 73% | 83,427 |
| Masan MEATLife | P/B | 2.2 | 21,401 | 88% | 18,811 |
| Masan High-Tech Materials | P/B | 2.5 | 36,588 | 86% | 21,368 |
| VinCommerce | EV/EBITDA | 2.3 | 88,531 | 71% | 62,911 |
| Techcombank | P/B | 2.0 | 274,355 | 20% | 54,597 |
| Tổng giá trị vốn | | | | | 251,357 |
| Nợ ròng dự phóng 2022 | | | | | 40,335 |
| Giá trị doanh nghiệp dự phóng 2022 | | | | | 211,022 |
| Số CP lưu hành bình quân 2022 (Triệu CP) | | | | | 1,181 |
| Giá hợp lý cổ phiếu 2022 (Đồng) | | | | | 178,751 |
| Giá mục tiêu 2022 (Đồng) | | | | | 179,000 |

Source: Mirae Asset Research

P&L report - Consolidated (Summary)

| VNDbn | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Net revenue | 77,218 | 94,746 | 90,154 | 100,938 |
| COGS | (59,329) | (72,852) | (66,600) | (74,194) |
| Gross profit | 17,889 | 21,894 | 23,554 | 26,743 |
| SG&A | (16,207) | (15,575) | (16,048) | (17,973) |
| Operating profit | 1,682 | 6,319 | 7,506 | 8,771 |
| Other profit/(loss) | 643 | (52) | 1,121 | 1,340 |
| Net profit before tax | 2,325 | 6,267 | 8,628 | 10,111 |
| Tax expenses | (930) | (854) | (1,201) | (1,385) |
| Net profit after tax | 1,395 | 5,413 | 7,426 | 8,726 |
| NP attributes to common SHs | 1,234 | 4,052 | 6,269 | 7,453 |
| Minority interest | 161 | 1,361 | 1,157 | 1,273 |

Balance sheet - Consolidated (Summary)

| VNDbn | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Current asset | 29,761 | 34,471 | 32,936 | 35,150 |
| Cash & Equiv. | 7,721 | 8,874 | 8,112 | 7,357 |
| ST investment | 447 | 549 | 522 | 585 |
| Account receivable | 2,062 | 2,530 | 2,407 | 2,695 |
| Inventory | 12,498 | 14,212 | 14,425 | 16,150 |
| Others | 7,032 | 8,306 | 7,470 | 8,363 |
| Non-current asset | 82,144 | 83,027 | 75,048 | 78,628 |
| Investment in joint venture | 20,353 | 21,853 | 24,853 | 26,353 |
| Tangible asset | 34,322 | 32,617 | 27,534 | 29,534 |
| Others | 27,470 | 28,557 | 22,660 | 22,740 |
| Total asset | 111,905 | 117,498 | 107,984 | 113,778 |
| Short-term liability | 38,875 | 43,723 | 36,268 | 37,578 |
| Account payable | 6,833 | 8,384 | 6,311 | 6,056 |
| ST borrowing | 22,545 | 23,686 | 21,637 | 22,206 |
| Other ST liabilities | 9,497 | 11,653 | 8,320 | 9,315 |
| Long term liability | 51,832 | 46,493 | 38,811 | 35,689 |
| LT borrowing | 39,466 | 37,966 | 32,271 | 29,044 |
| Other LT liability | 12,366 | 8,527 | 6,540 | 6,645 |
| Total liabilities | 90,706 | 90,216 | 75,079 | 73,266 |
| Shareholders' equity | 15,938 | 20,048 | 26,317 | 33,770 |
| Paid in capital | 11,747 | 11,805 | 11,805 | 11,805 |
| Retained profit | 2,182 | 6,234 | 12,503 | 19,956 |
| Others | 2,009 | 2,009 | 2,009 | 2,009 |
| Minority interest | 9,093 | 10,911 | 10,111 | 10,111 |
| Total equity & liability | 111,905 | 117,498 | 107,984 | 113,778 |

Cash flow (summary)

| VNDbn | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
|--|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| Net profit before tax | 2,325 | 6,267 | 8,628 | 10,111 |
| Depreciation | 3,242 | 5,297 | 3,728 | 3,163 |
| Other adjustment | (3,740) | (8,043) | (6,009) | (6,228) |
| Cashflow from operating activities before change in working capital | 1,827 | 3,521 | 6,346 | 7,046 |
| Change in non-cash current assets | (935) | (3,000) | 290 | (2,907) |
| Change in non-debt current liabilities | 460 | 3,707 | (5,406) | 741 |
| Cashflow from operating activities | 1,351 | 4,227 | 1,231 | 4,880 |
| Investment in fixed asset | (3,678) | (3,398) | (2,000) | (2,000) |
| Change in long term financial investment | (30,797) | (1,500) | (3,000) | (1,500) |
| Other change in long term assets | 718 | 484 | 10,751 | 523 |
| Cashflow from investment | (33,757) | (4,414) | 5,751 | (2,977) |
| Share issuance | 2,386 | 9,727 | - | - |
| Share buy back | - | (8,029) | - | - |
| Change in net debt | 32,348 | (359) | (7,744) | (2,658) |
| Dividend paid | (1,403) | - | - | - |
| Cashflow from financial activities | 33,331 | 1,339 | (7,744) | (2,658) |
| Net cashflow in period | 925 | 1,153 | (762) | (755) |
| Cash at beginning | 6,801 | 7,721 | 8,874 | 8,112 |
| Affect in change of foreign exchange | (4) | - | - | - |
| Net cash at end of period | 7,721 | 8,874 | 8,112 | 7,357 |

Key ratios

| | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|
| EPS Diluted (VND) | 1,045 | 3,432 | 5,311 | 6,313 |
| BVPS (VND) | 13,568 | 16,982 | 22,293 | 28,606 |
| Net debt/share (VND) | 52,790 | 52,224 | 45,664 | 43,413 |
| Dividend/net profit | 113.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Revenue growth | 106.7% | 22.7% | -4.8% | 12.0% |
| EBITDA growth | -35.1% | 135.9% | -3.3% | 6.2% |
| Operating profit growth | -65.3% | 275.8% | 18.8% | 16.8% |
| EPS diluted growth | -77.8% | 228.4% | 54.7% | 18.9% |
| Receivable cycle (x) | 37 | 37 | 37 | 37 |
| Inventory cycle (x) | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Payable cycle (x) | 11 | 11 | 14 | 17 |
| ROA | 1.2% | 4.6% | 6.9% | 7.7% |
| ROE | 8.8% | 27.0% | 28.2% | 25.8% |

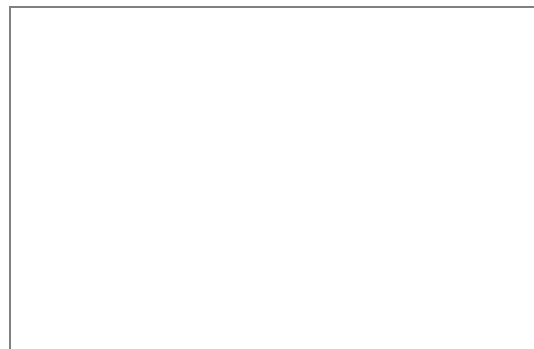
Source: Company report, Mirae Asset Vietnam Research

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

| Company | Date | Rating | TP (VND) |
|---------------------------------|------------|---------------|----------|
| CTCP Tập đoàn Masan (HOSE: MSN) | 02/07/2021 | Tăng Tỷ Trọng | 131,000 |
| CTCP Tập đoàn Masan (HOSE: MSN) | 23/11/2021 | Tăng Tỷ Trọng | 179,000 |



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 Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All other jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities 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, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang 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)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336