

CTCP Sữa Việt Nam

(HOSE: VNM)

Đón đà phục hồi

CTCP Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Huỳnh Hồng Hương, huong.hh@miraesasset.com.vn

Tăng tỷ trọng

(Bảo cáo lần đầu)

Giá mục tiêu:

91,200 VNĐ

(+11%)

Quan điểm đầu tư

Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện từ Q4/2022 nhờ giá nguyên liệu bột sữa giảm. Theo Rabobank, giá nguyên liệu bột sữa thế giới có thể đã đạt đỉnh vào Q1/2022 và dự kiến sẽ giảm trong nửa cuối năm (xuống ngang mức 2021) nhờ nguồn cung sữa thế giới phục hồi và nhu cầu bột sữa từ Trung Quốc suy giảm do các chính sách phong tỏa COVID. Hiện công ty đã chốt giá bột sữa đến hết T8/2022, dự kiến chi phí đầu vào sẽ cải thiện từ Q4/2022 trở đi. Ngoài ra, trong 6T2022, công ty đã thực hiện điều chỉnh tăng giá một số sản phẩm 4-10% so với mức đầu năm.

Nỗ lực mở rộng chuỗi giá trị từ trang trại, nhà máy đến hệ thống phân phối. Dự án trang trại bò Mộc Châu (4,500 con) và Lao-Jagro (24,000 con) được kỳ vọng sẽ cung cấp thêm khoảng 69 triệu lít/năm, nâng khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào của VNM lên thêm 5% khi đi vào hoạt động năm 2023. Theo đó, chúng tôi dự phóng mức độ tự chủ nguyên liệu của VNM sẽ tăng từ 28% lên 33%.

Ngoài ra, công ty đã lên kế hoạch khởi công siêu nhà máy sữa Hưng Yên vào Q4/2022. Dự kiến giai đoạn 1 của nhà máy sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2025 và chúng tôi kỳ vọng sẽ đóng góp thêm khoảng 11-14% vào doanh thu 2026. Đối với mảng phân phối nội địa, chuỗi Giấc mơ sữa Việt dự kiến mở thêm 120 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng lên khoảng 700 vào cuối năm 2022. Bên cạnh đó, VNM sẽ tiếp tục M&A với các công ty sữa tại các quốc gia khác nhằm mở rộng thị phần quốc tế.

Kỳ vọng nguồn thu nhập mới đến từ dự án bò thịt với tập đoàn Sotjitz Nhật Bản. Trong giai đoạn đầu, công ty chủ yếu nhập khẩu sản phẩm từ Nhật Bản. Giai đoạn tiếp theo sẽ đầu tư trang trại bò thịt trên địa bàn tỉnh Vĩnh Phúc với công suất khai thác là 30,000 con/năm. Ban Lãnh Đạo dự kiến mảng bò thịt sẽ đem về 2,000-3,000 tỷ đồng doanh thu hằng năm khi sản phẩm chính thức bán ra thị trường cuối năm 2023.

Tiềm lực tài chính vững mạnh. Giữ vị thế đầu ngành sữa với tổng thị phần đạt 55.5% về giá trị trong 2021, VNM có nền tảng tài chính vững chắc với lượng tiền mặt lớn đạt 43.8% tổng tài sản tại cuối Q3/2022 và chỉ số ROE dự kiến duy trì ở mức cao 30% trong giai đoạn 2022-2026. Tiền ròng đạt khoảng 12,900 tỷ đồng đến cuối Q3/2022. Dù tăng dư nợ nhằm phục vụ nhu cầu phát triển dài hạn, VNM vẫn có tỷ lệ Nợ/Tài sản ở mức thấp so với các công ty cùng ngành, phản ánh rủi ro tài chính thấp khi đầu tư. Bên cạnh đó, chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt của VNM được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức cao với tỷ lệ 40-50%/mệnh giá trong giai đoạn 2022-2026 nhờ hoạt động kinh doanh ổn định.

Dự phóng & Định giá

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNST công ty mẹ năm 2023 của VNM sẽ đạt lần lượt 64,690 tỷ đồng (+4.7% CK) và 10,712 tỷ đồng (+14.4% CK) nhờ các yếu tố: 1) nhu cầu tiêu thụ trong & ngoài nước phục hồi; 2) giá bán bình quân tăng 3% svck; 3) giá nguyên liệu bột sữa giảm từ Q4/2022.

Chúng tôi khuyến nghị **Tăng tỷ trọng** cổ phiếu VNM với giá mục tiêu 12T dự kiến là 91,200 đồng (lợi nhuận kỳ vọng: +11%), tương đương với P/E dự phóng 2023 là 17.8x, thấp hơn trung bình ngành sữa khu vực là 21.5x.

Các chỉ số chính



| | | | |
|--------------------------------|--------|----------------------------|---------|
| Giá hiện tại (07/11/2022, VND) | 82,200 | Vốn hóa (tỷ đồng) | 166,778 |
| LNHD (22F, tỷ đồng) | 10,439 | SLCP lưu hành (triệu cp) | 2,090 |
| Tăng trưởng EPS (22F, %) | -11.1% | Tỷ lệ tự do chuyển đổi (%) | 35.2 |
| Kỳ vọng thị trường (22F, %) | n/a | Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%) | 55.5 |
| P/E (22F, x) | 20.4 | Beta (12M) | 0.7 |
| P/E thị trường (22F, x) | 9.9 | Thấp nhất 52 tuần (đồng) | 64,500 |
| VN-Index | 975 | Cao nhất 52 tuần (đồng) | 91,100 |

Thay đổi giá cổ phiếu

| (%) | 1T | 6T | 12T |
|-----------|------|------|------|
| Tuyệt đối | 17.8 | 18.3 | -7.8 |
| Tương đối | 23.6 | 43.3 | 25.2 |

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

| Năm tài chính | FY18 | FY19 | FY20 | FY21 | FY22F | FY23F |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 52,562 | 56,318 | 59,636 | 60,919 | 61,804 | 64,690 |
| LNHD (tỷ đồng) | 11,212 | 12,182 | 12,263 | 11,760 | 10,439 | 12,177 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ đồng) | 10,227 | 10,581 | 11,099 | 10,532 | 9,360 | 10,712 |
| EPS (đồng) | 5,285 | 5,468 | 4,780 | 4,536 | 4,031 | 4,613 |
| ROE (%) | 41.6 | 39.7 | 37.8 | 32.7 | 28.2 | 31.0 |
| P/E (x) | 15.6 | 15.0 | 17.2 | 18.1 | 20.4 | 17.8 |
| P/B (x) | 5.6 | 5.2 | 5.5 | 5.2 | 5.1 | 4.8 |
| Cổ tức/thị giá (%) | 5.1 | 5.5 | 5.0 | 4.7 | 4.7 | 4.7 |

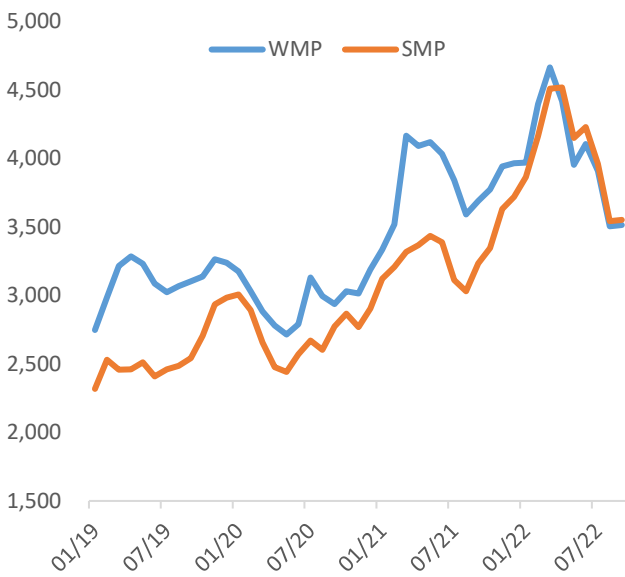
Luận điểm đầu tư

Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện từ Q4/2022 nhờ giá nguyên liệu bột sữa giảm

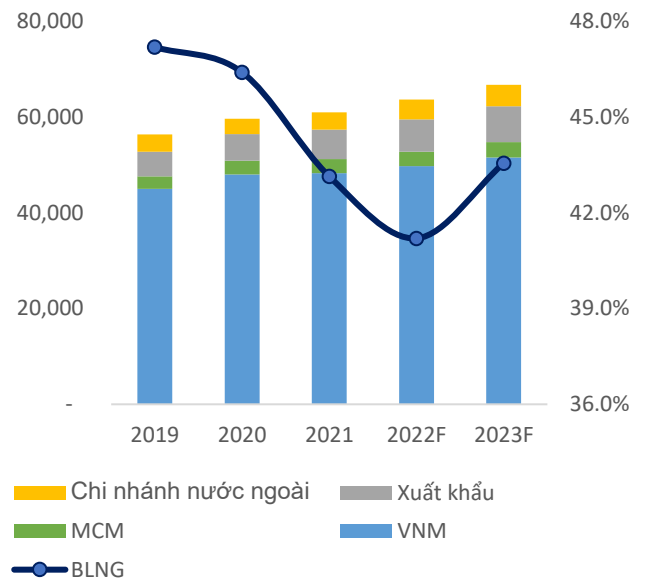
Chi phí sữa nguyên liệu của VNM chiếm hơn 50% giá thành sản phẩm và 60% trong số đó được nhập khẩu từ nước ngoài, cụ thể là các nước như Mỹ, New Zealand và EU. Vì vậy, biên lợi nhuận gộp của VNM chịu rủi ro biến động giá sữa nguyên liệu. Công ty thường đảm bảo nguyên vật liệu sản xuất trong 3-6 tháng và chốt giá mua nguyên liệu nhập khẩu trước từ 3-6 tháng. Trong tháng 3/2022, công ty đã chốt giá bột sữa đến hết tháng 8. Chúng tôi cho rằng đây là mức cao nhất trong năm 2022 khi giá bột sữa (WMP & SMP) đạt trung bình \$4,281/MT (+23.6% svck), gây áp lực tăng chi phí đầu vào và đẩy biên lợi nhuận gộp Q2/2022 xuống mức thấp nhất trong vòng 5 năm.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chi phí nguyên liệu đầu vào của VNM sẽ giảm đáng kể trong Q4/2022 theo đà giảm giá nguyên liệu bột sữa trong nửa cuối năm (xuống ngang mức 2021) nhờ nguồn cung sữa thế giới phục hồi và nhu cầu nhập khẩu sữa ở Trung Quốc (quốc gia nhập khẩu sữa lớn thứ 2 thế giới) suy yếu do các chính sách phong tỏa COVID. Ngoài ra, trong 6T2022, công ty đã thực hiện điều chỉnh tăng giá một số sản phẩm 4-10% so với mức đầu năm để cải thiện doanh thu và bảo toàn biên lợi nhuận.

Hình 1. Giá bột sữa thế giới (USD/MT)



Hình 2. Cơ cấu doanh thu VNM & BLNG



Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Nỗ lực mở rộng chuỗi giá trị từ trang trại, nhà máy đến hệ thống phân phối

Đối với hệ thống trang trại, VNM và các đơn vị thành viên sở hữu 14 trang trại bò sữa với tổng đàn bò khai thác hơn 160,000 con trong năm 2021, ước tính cung cấp khoảng 391 triệu lít/năm. Trong năm 2023, dự kiến quy mô sẽ mở rộng thêm 28,500 con từ dự án trang trại Mộc Châu (4,500 con) và Lao-Jagro (24,000 con), nâng khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào của VNM từ 28.7% lên 33.8%.

Đối với hệ thống nhà máy, công ty con Vilico (sở hữu trực tiếp 75%) tiếp tục đầu tư mở rộng công suất khi khởi công xây dựng nhà máy Hưng Yên vào cuối năm nay. Đây là một trong những dự án trọng điểm của VNM với tổng mức đầu tư là 4,600 tỷ và công suất thiết kế đạt khoảng 400 triệu lít/năm được xây dựng theo 2 giai đoạn. Dự kiến giai đoạn 1 sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2025, đóng góp thêm khoảng 11-14% vào doanh thu 2026.

Bên cạnh đó, công ty con MCM (sở hữu gián tiếp 24.4%) cũng khởi công nhà máy Mộc Châu 2 (thuộc dự án Tổ hợp Thiên đường sữa Mộc Châu) trong năm nay, dự kiến sẽ cung cấp tối đa 183 triệu lít/năm trong giai đoạn 1 (kỳ vọng 2024) và 365 triệu lít/năm trong giai đoạn 2 (kỳ vọng cuối 2025). Với sự đóng góp của 2 nhà máy, chúng tôi dự phóng tổng công suất nhà máy VNM tăng

khoảng 30% từ 2026.

Đối với hệ thống phân phối trong nước, VNM cho biết sẽ nỗ lực đẩy mạnh mở rộng kênh truyền thống từ 250,000 điểm bán lẻ tại thời điểm cuối năm 2021. Bên cạnh đó, công ty sẽ tập trung phát triển theo xu hướng chuyển từ kênh truyền thống sang kênh hiện đại (siêu thị và cửa hàng). Cụ thể, VNM dự kiến mở thêm 120 cửa hàng chuỗi Giấc mơ sữa Việt, nâng tổng số cửa hàng lên khoảng 700 vào cuối năm 2022. Hiện kênh hiện đại đang là động lực tăng trưởng chính với mức tăng trưởng hai chữ số. Ngoài ra, VNM đang lên kế hoạch tăng trưởng mạnh kênh thương mại điện tử, mảng kinh doanh dù tỷ lệ đóng góp còn thấp nhưng tiềm năng tăng trưởng cao nhờ thay đổi xu hướng mua sắm.

Đối với hệ thống phân phối nước ngoài, VNM đã phát triển được thêm 2 thị trường mới tại châu Mỹ và châu Á, nâng tổng số thị trường xuất khẩu lũy kế lên 57 quốc gia. Nhằm mở rộng thị phần và doanh số, VNM sẽ tiếp tục M&A với các công ty sữa tại các quốc gia khác. Cụ thể, VNM đang lên kế hoạch thâm nhập thị trường sữa ở Indonesia khi hơn 80% sữa tiêu thụ ở quốc gia này vẫn phụ thuộc vào nhập khẩu.

Kỳ vọng nguồn thu nhập mới đến từ dự án bò thịt với tập đoàn Sojitz Nhật Bản

Cuối tháng 11/2021, VNM và công ty con Vilico đã ký kết biên bản ghi nhớ hợp tác với tập đoàn Sojitz Nhật Bản và UBND tỉnh Vĩnh Phúc về việc phát triển dự án về bò thịt tại Việt Nam với quy mô dự kiến lên đến 500 triệu USD.

Thời gian tới, JVL - công ty liên doanh giữa Vilico và Sojitz (Vilico góp vốn 51%) sẽ triển khai dự án chăn nuôi, chế biến và phân phối thịt bò tại tỉnh Vĩnh Phúc với tổng vốn đầu tư 2,985 tỷ đồng. Trước mắt, JVL sẽ tiến hành bán thử nghiệm sản phẩm bò thịt nhập khẩu từ Nhật Bản tại các hệ thống siêu thị lớn. Giai đoạn tiếp theo sẽ đầu tư trang trại bò thịt trên địa bàn tỉnh Vĩnh Phúc với công suất khai thác là 30,000 con/năm.

Theo ban lãnh đạo Vilico, thời gian triển khai toàn bộ dự án trên mất 3 năm và dự kiến sẽ đem về 2,000-3,000 tỷ đồng doanh thu/năm khi sản phẩm chính thức bán ra thị trường. Tuy nhiên, để tiếp tục triển khai giai đoạn 2, JVL cần tăng vốn điều lệ từ 46 tỷ đồng lên 3,031 tỷ đồng.

Bảng 1. Chi tiết kế hoạch CAPEX

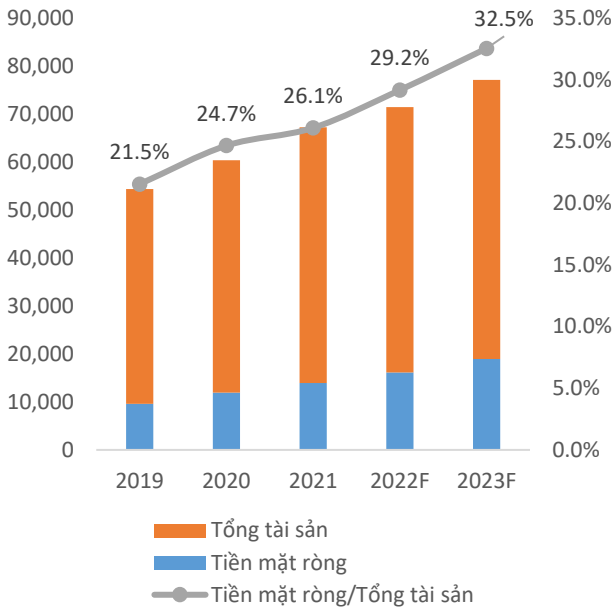
| Dự án trọng điểm | Năm hoạt động | Tỷ lệ lợi ích (%) | Diện tích (ha) | Quy mô (con bò) | Công suất (triệu lít/năm) | Tổng chi phí (tỷ đồng) |
|---|-------------------|-------------------|----------------|-----------------|---------------------------|------------------------|
| Trang trại bò sữa Lao-Jagro (giai đoạn 1) | 2023 | 85.5% | 5,000 | 24,000 | 131 | 3,450 |
| Trang trại bò sữa Mộc Châu | 2023 | 24.4% | 150 | 4,500 | 20 | 1,150 |
| Nhà máy sữa Hưng Yên (giai đoạn 1) | 2025 | 75.0% | 25 | N/A | 200 | 2,300 |
| Nhà máy sữa Mộc Châu 2 | 2025 | 24.4% | 26 | N/A | 365 | 2,000 |
| Chăn nuôi và chế biến bò thịt Vilico-Sojitz | Kỳ vọng cuối 2023 | 38.3% | N/A | 30,000 | N/A | 2,985 |

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

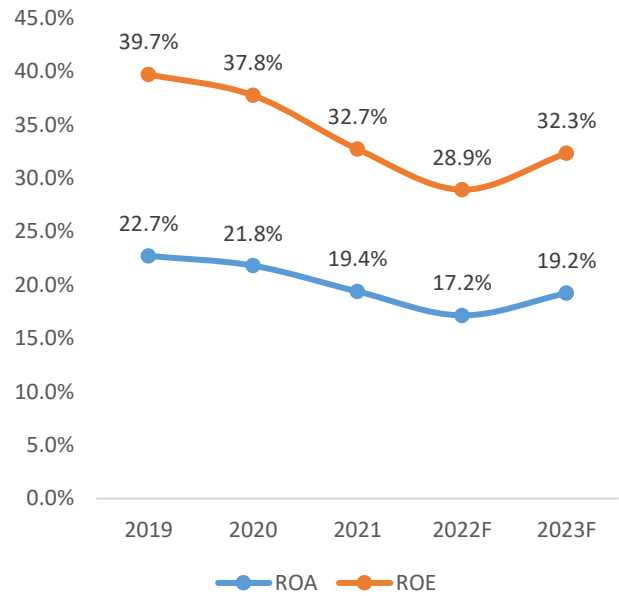
Tiềm lực tài chính vững mạnh

Giữ vị thế đầu ngành sữa với tổng thị phần đạt 55.5% về giá trị trong 2021, VNM có nền tảng tài chính vững chắc với lượng tiền mặt lớn đạt 43.8% tổng tài sản tại cuối Q3/2022 và chỉ số ROE dự kiến duy trì ở mức cao 30% trong giai đoạn 2022-2026. Tiền ròng (sau khi trừ các khoản vay) đạt khoảng 12,900 tỷ đồng đến cuối Q3/2022. Dù tăng dư nợ nhằm phục vụ nhu cầu phát triển dài hạn, VNM vẫn có tỷ lệ nợ/tài sản ở mức thấp so với các công ty cùng ngành, phản ánh rủi ro tài chính thấp khi đầu tư. Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt duy trì ở mức cao ~ 40-50%/mệnh giá trong giai đoạn 2022-2026 nhờ hoạt động kinh doanh ổn định.

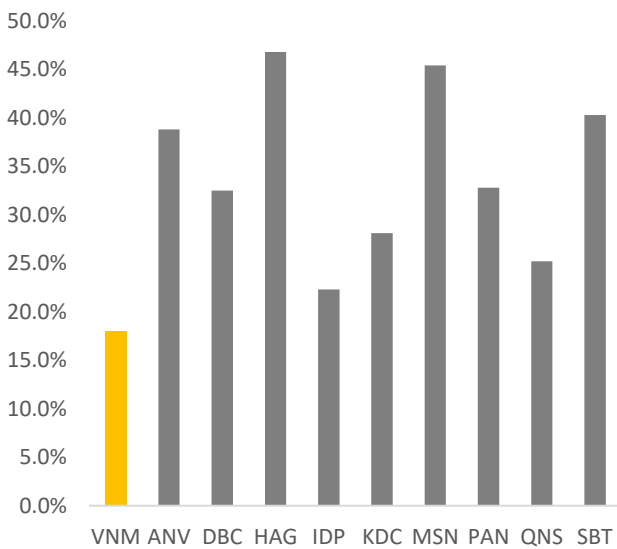
Hình 3. Nguồn tiền mặt dự trữ dồi dào



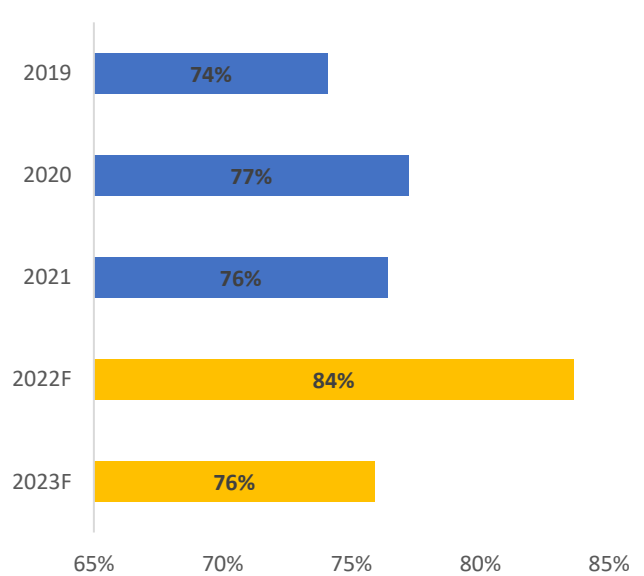
Hình 4. Tỷ suất sinh lời kỳ vọng phục hồi từ 2023



Hình 5. Tỷ lệ Nợ/Tài sản các doanh nghiệp F&B Q2.2022



Hình 6. Chính sách cổ tức duy trì 70-80% LNST



Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Dự phóng & Định giá

1. Điểm nổi bật 9T2022

Trong 9T2022, VNM ghi nhận tổng doanh thu hợp nhất đạt 44,994 tỷ đồng (-0.4% CK) và LNST đạt 6,708 tỷ đồng (-20.3% CK), hoàn thành lần lượt 70.2% và 68.7% kế hoạch năm do các yếu tố:

- Doanh thu thuần nội địa hợp nhất (bao gồm MCM) đi ngang với 37,904 tỷ đồng (-0.0% CK) và xuất khẩu giảm nhẹ với 3,741 tỷ đồng (-13.6% CK) do lạm phát cao dẫn đến sức tiêu thụ giảm xuống đáng kể, đặc biệt ở phân khúc phổ thông. Hơn nữa, phân khúc cao cấp với quy mô nhỏ lại đang chịu sức ép cạnh tranh từ các đối thủ mới. Điểm nổi bật là tăng trưởng doanh thu thuần từ các chi nhánh nước ngoài (Driftwood & Angkormilk) đạt 3,243 tỷ đồng (+25.2% CK) nhờ nhu cầu từ các trường học phục hồi ở Mỹ và hoạt động phát triển thị trường hiệu quả ở Campuchia.
- Giá nguyên vật liệu tăng cao khiến lợi nhuận gộp tổng công ty giảm 7.7% CK.
- Ghi nhận khoản lỗ tỷ giá và lỗ lãi suất lần lượt là 132 tỷ đồng và 115 tỷ đồng, khiến lợi nhuận tài chính giảm 24.3% CK.
- Đối với MCM, doanh thu thuần đạt 2,346 tỷ đồng (+6.3% CK). Nhờ tối ưu chi phí sản xuất thông qua thế mạnh sẵn có của VNM, biên lợi nhuận gộp tăng thêm 2.3 điểm phần trăm lên 32.6%, góp phần khiến LNST tăng 18.6% CK đạt 274 tỷ đồng.

Bảng 2. Báo cáo kết quả kinh doanh 9T2022

| (Tỷ đồng) | 9T/2021 | 9T/2022 | CK |
|---|--------------|--------------|---------|
| Doanh thu thuần | 45,100 | 44,888 | -0.5% |
| Giá vốn hàng bán | 25,547 | 26,836 | 5.0% |
| Lợi nhuận gộp | 19,553 | 18,052 | -7.7% |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i> | <i>43.4%</i> | <i>40.2%</i> | |
| Chi phí bán hàng | 9,080 | 9,213 | 1.5% |
| Chi phí quản lý | 1,151 | 1,147 | -0.3% |
| <i>Chi phí SG&A/Doanh thu thuần</i> | <i>22.7%</i> | <i>23.1%</i> | |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 9,323 | 7,692 | -17.5% |
| <i>Biên lợi nhuận từ HĐKD</i> | <i>20.7%</i> | <i>17.1%</i> | |
| EBITDA | 10,909 | 9,268 | -15.0% |
| <i>Biên EBITDA</i> | <i>24.2%</i> | <i>20.6%</i> | |
| Lợi nhuận ròng tài chính | 780 | 590 | -24.3% |
| Lợi nhuận khác | 146 | (62) | -142.4% |
| Lợi nhuận trước thuế | 10,234 | 8,200 | -19.9% |
| Lợi nhuận sau thuế | 8,420 | 6,708 | -20.3% |
| <i>Biên lợi nhuận sau thuế</i> | <i>18.7%</i> | <i>14.9%</i> | |

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

2. Tóm tắt dự phóng

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST công ty mẹ 2022 của VNM lần lượt là 61,804 tỷ đồng (+1.5% CK) và 9,417 tỷ đồng (-10.6% CK). Trong giai đoạn 2021-2026, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng công ty mẹ sẽ đạt CAGR lần lượt là 6.0% và 7.8%, dựa trên các giả định chính:

- Trong 2022, doanh thu nội địa (bao gồm cả VNM và MCM) được dự phóng tăng 3% svck với giả định VNM tăng giá bán bình quân 4% để bảo toàn biên lợi nhuận gộp. Từ 2023-2025, doanh thu nội địa tăng trưởng trung bình 4% theo tốc độ tăng trưởng dân số gần 1% và giá bán bình quân tăng 3% hằng năm. Từ 2026, kỳ vọng doanh thu nội địa sẽ tăng thêm khoảng 11% khi giai đoạn 1 của siêu nhà máy Hưng Yên đi vào hoạt động (giả định công suất 200 triệu lít/năm). Ngoài ra, thị trường quốc tế sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu trong tương lai gần với tốc độ trung bình hai chữ số 10-12%/năm.

- Trong 2022, ước tính biên lợi nhuận gộp tổng công ty giảm 1.8 điểm phần trăm với giá định giá nguyên liệu bột sữa tăng 20% svck và giá đường thô tăng 2% svck. Từ 2023-2025, biên lợi nhuận gộp tổng công ty dự kiến duy trì ở mức trung bình ba năm liền kề.
- Công ty trả nợ ngắn hạn và duy trì số dư tiền mặt ở mức 4% doanh thu. Nợ dài hạn kỳ vọng sẽ không phát sinh thêm.
- Thuế suất duy trì ở mức trung bình 20%.
- Kết quả dự phóng chưa bao gồm dự án bò thịt Vĩnh Phúc và kế hoạch M&A với thông tin công bố từ doanh nghiệp còn sơ bộ.

Bảng 3. Dự phóng KQKD 2022-2026F

| (Tỷ đồng) | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu hợp nhất | 60,919 | 61,804 | 64,690 | 67,797 | 71,172 | 81,345 |
| Nội địa Vinamilk | 48,276 | 49,710 | 51,529 | 53,415 | 55,369 | 63,856 |
| Nội địa MCM | 2,926 | 3,014 | 3,225 | 3,450 | 3,691 | 3,950 |
| Xuất khẩu trực tiếp | 6,128 | 4,931 | 5,433 | 5,988 | 6,598 | 7,271 |
| Công ty con ở nước ngoài | 3,589 | 4,150 | 4,503 | 4,944 | 5,514 | 6,268 |
| Giá vốn hàng bán | 34,641 | 36,238 | 36,679 | 38,460 | 40,415 | 43,951 |
| Nội địa Vinamilk | 27,127 | 28,712 | 28,661 | 29,710 | 30,797 | 33,282 |
| Nội địa MCM | 2,027 | 2,091 | 2,222 | 2,377 | 2,544 | 2,722 |
| Xuất khẩu trực tiếp | 2,623 | 2,120 | 2,262 | 2,493 | 2,747 | 3,028 |
| Công ty con ở nước ngoài | 2,863 | 3,315 | 3,534 | 3,880 | 4,327 | 4,920 |
| Lợi nhuận gộp | 26,278 | 25,566 | 28,011 | 29,336 | 30,757 | 37,394 |
| Chi phí SG&A | 14,518 | 15,128 | 15,834 | 16,594 | 17,421 | 19,911 |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 11,760 | 10,439 | 12,177 | 12,742 | 13,337 | 17,484 |
| EBITDA | 13,882 | 13,002 | 14,969 | 15,766 | 16,548 | 20,882 |
| Doanh thu tài chính | 1,215 | 1,491 | 1,561 | 1,633 | 1,709 | 1,788 |
| Chi phí tài chính | 202 | 482 | 445 | 365 | 266 | 114 |
| Lợi nhuận tài chính | 1,012 | 1,009 | 1,116 | 1,268 | 1,442 | 1,674 |
| Doanh thu khác | 423 | 290 | 293 | 308 | 323 | 352 |
| Chi phí khác | 228 | 124 | 129 | 136 | 142 | 163 |
| Lợi nhuận khác | 195 | 166 | 164 | 172 | 181 | 189 |
| Lợi nhuận từ cty liên kết | (45) | 3 | 4 | 4 | 4 | 6 |
| Lợi nhuận trước thuế | 12,922 | 11,617 | 13,461 | 14,186 | 14,965 | 19,353 |
| Thuế TNDN | 2,290 | 2,155 | 2,632 | 2,837 | 2,993 | 3,871 |
| Lợi nhuận sau thuế | 10,633 | 9,462 | 10,829 | 11,349 | 11,972 | 15,482 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 100 | 102 | 117 | 123 | 130 | 168 |
| Lợi nhuận sau thuế cty mẹ | 10,532 | 9,360 | 10,712 | 11,226 | 11,842 | 15,314 |

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

3. Định giá

Bảng 4. Dự phóng FCFF từ 2022F-2026F

| (Tỷ đồng) | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F |
|--|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Lợi nhuận sau thuế cổ đông cty mẹ | 10,532 | 9,360 | 10,712 | 11,226 | 11,842 | 15,314 |
| Trước thay đổi Vốn lưu động | 11,674 | 11,288 | 12,699 | 13,329 | 13,991 | 17,224 |
| Thay đổi Vốn lưu động | (6,178) | (243) | (530) | (633) | (1,082) | (1,486) |
| Chi phí Tài sản cố định | (1,628) | (2,530) | (2,802) | (1,802) | (1,767) | (1,819) |
| Dòng tiền thuần Doanh nghiệp (FCFF) | 3,867 | 8,515 | 9,367 | 10,894 | 11,143 | 13,919 |

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 5-7. Định giá DCF

| WACC | | Giá trị hiện tại | |
|--------------------------------|---------------|------------------------------------|----------------|
| Vốn chủ sở hữu | 35,990 | Giá trị hiện tại từ 2022-2026 | 43,152 |
| Nợ vay | 7,572 | WACC | 9.8% |
| E/V | 82.62% | Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn | 3.0% |
| D/V | 17.38% | Hiện giá của giá trị cuối cùng | 141,824 |
| Chi phí Nợ vay | 5.00% | Giá trị cuối cùng/ Tổng giá trị DN | 76.7% |
| Thuế suất | 19.55% | Giá trị nội tại | |
| Chi phí Nợ vay sau thuế | 4.02% | Tổng giá trị DN | 184,976 |
| Lãi suất phi rủi ro | 3.80% | Nợ ròng | -18,197 |
| Beta 12 tháng | 0.85 | Giá trị Vốn chủ sở hữu | 203,173 |
| Lợi suất thị trường kỳ vọng | 12.30% | Số lượng cổ phiếu lưu hành | 2,089,955,445 |
| Chi phí Vốn chủ sở hữu | 11.03% | Giá trị mỗi cổ phiếu | 97,214 |
| WACC | 9.81% | | |

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn của VNM là 3.0%, phản ánh tốc độ tăng trưởng chậm lại của thị trường nội địa do cạnh tranh khốc liệt. Chi phí nợ vay là 5.0% do phần lớn các khoản nợ của công ty là ngắn hạn.

Bảng 8. Định giá Tương đối

| | 2022F |
|---------------------------------------|---------------|
| EPS 2022 | 4,031 |
| P/E trung vị ngành sữa 2022 (khu vực) | 20.4 |
| Giá trị mỗi cổ phiếu (P/E) | 82,224 |

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 9. Kết quả tổng hợp

| Phương pháp định giá | Kết quả | Tỷ trọng | Bình quân gia quyền |
|--|----------------|-----------------|----------------------------|
| FCFF | 97,214 | 60% | 58,329 |
| P/E | 82,224 | 40% | 32,890 |
| Giá trị trung bình mỗi cổ phiếu | | | 91,218 |

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Kết hợp cả hai phương pháp DCF (60.0%) và P/E (40.0%), giá trị nội tại của VNM trên mỗi cổ phiếu tương đương với 91,200 đồng (+11% tiềm năng tăng giá).

Rủi ro

1. Giá nguyên vật liệu tăng

Xu hướng giá sữa nguyên liệu có thể đảo chiều nếu Trung Quốc gỡ bỏ giãn cách và nhu cầu nhập khẩu tăng mạnh so với dự kiến. Ngoài ra, công ty cũng chịu ảnh hưởng gián tiếp do thuế chống bán phá giá đường nhập khẩu có nguyên liệu từ Thái Lan. Nếu giá bán không tăng kịp tốc độ tăng giá nguyên liệu sẽ ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận công ty.

2. Cạnh tranh khốc liệt

Do tốc độ tăng trưởng tầng lớp trung lưu đáng kể, thị phần sản phẩm sữa VNM có thể sụt giảm do xu hướng cao cấp hóa khiến người tiêu dùng chuyển sang các thương hiệu sữa ngoại nhập. Bên cạnh đó, các đối thủ lớn đều có những bước đi chiến lược trong đầu tư công nghệ và liên tục cho ra mắt các sản phẩm mới.

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh

| (VND tỷ) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần | 59,636 | 60,919 | 61,804 | 64,690 |
| Giá vốn hàng bán | 31,968 | 34,641 | 36,238 | 36,679 |
| Lợi nhuận gộp | 27,669 | 26,278 | 25,566 | 28,011 |
| Chi phí SG&A | 15,406 | 14,518 | 15,128 | 15,834 |
| Lợi nhuận HĐKD (đ/c) | 12,263 | 11,760 | 10,439 | 12,177 |
| Lợi nhuận HĐKD | 12,263 | 11,760 | 10,439 | 12,177 |
| Lợi nhuận Phi HĐKD | 1,256 | 1,162 | 1,179 | 1,284 |
| Doanh thu tài chính | 1,581 | 1,215 | 1,491 | 1,561 |
| Chi phí tài chính | 309 | 202 | 482 | 445 |
| Lợi nhuận tài chính | 1,273 | 1,012 | 1,009 | 1,116 |
| Lợi nhuận khác | (21) | 195 | 166 | 164 |
| Lợi nhuận từ CT liên doanh, liên kết | 4 | (45) | 3 | 4 |
| Lợi nhuận trước thuế | 13,519 | 12,922 | 11,617 | 13,461 |
| Thuế TNDN | 2,283 | 2,290 | 2,155 | 2,632 |
| Lợi nhuận từ Hoạt động Tiếp diễn | 13,519 | 12,922 | 11,617 | 13,461 |
| Lợi nhuận từ Hoạt động không liên tục | - | - | - | - |
| Lợi nhuận sau thuế | 11,236 | 10,633 | 9,462 | 10,829 |
| Lợi nhuận ròng cổ đông mẹ | 11,099 | 10,532 | 9,360 | 10,712 |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát | 137 | 100 | 102 | 117 |
| EBITDA | 14,472 | 13,882 | 13,002 | 14,969 |
| FCFF (Dòng tiền thuần Doanh nghiệp) | 3,084 | 3,867 | 8,515 | 9,367 |
| Biên EBITDA (%) | 24.3% | 22.8% | 21.0% | 23.1% |
| Biên LN HĐKD (%) | 20.6% | 19.3% | 16.9% | 18.8% |
| Biên lợi nhuận ròng (%) | 18.8% | 17.5% | 15.3% | 16.7% |

Bảng Lưu chuyển tiền tệ

| (VND tỷ) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Dòng tiền thuần HĐKD | 10,175 | 9,428 | 11,773 | 13,085 |
| Lợi nhuận sau thuế | 11,232 | 10,566 | 9,462 | 10,829 |
| Trích lập dự phòng | 50 | 33 | (6) | (2) |
| Doanh thu từ CT liên kết | (1,178) | - | (3) | (4) |
| Khấu hao Tài sản cố định | 2,209 | 2,121 | 2,563 | 2,792 |
| Chi phí lãi vay ròng | (69) | (10) | - | - |
| Thay đổi Vốn lưu động | (2,069) | (3,283) | (243) | (530) |
| Thay đổi các Khoản phải thu | (715) | (517) | (204) | (213) |
| Thay đổi Hàng tồn kho | (270) | (2,261) | 844 | 294 |
| Thay đổi các Khoản phải trả | (213) | 1,484 | 61 | 258 |
| Điều chỉnh khác | (871) | (1,989) | (943) | (868) |
| Dòng tiền thuần HĐĐT | (4,802) | (3,933) | (3,127) | (3,430) |
| Thay đổi TSCĐ Hữu hình | (1,114) | (1,397) | (3,127) | (3,430) |
| Thay đổi Đầu tư CT liên kết | 22 | (22) | - | - |
| Thay đổi Tài sản Tài chính | (4,850) | (3,514) | - | - |
| Cổ tức & Tiền nhận được | 1,141 | 1,000 | - | - |
| Dòng tiền thuần HĐTC | (5,927) | (5,257) | (8,523) | (9,539) |
| Thay đổi các khoản Vay | 2,016 | 2,046 | (476) | (1,410) |
| Thay đổi Vốn chủ sở hữu | (14) | 318 | - | - |
| Tiền trả cổ tức | (7,928) | (7,621) | (8,046) | (8,129) |
| Khác | - | - | - | - |
| Thay đổi tiền thuần trong kỳ | (554) | 237 | 124 | 115 |
| Tiền và tương đương tiền - Đầu kỳ | 2,665 | 2,111 | 2,349 | 2,472 |
| Tiền và tương đương tiền - Cuối kỳ | 2,111 | 2,349 | 2,472 | 2,588 |

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng Cân đối kế toán

| (VND tỷ) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tài sản ngắn hạn | 29,666 | 36,110 | 36,675 | 37,892 |
| Tiền và tương đương tiền | 2,111 | 2,349 | 2,472 | 2,588 |
| Khoản phải thu | 4,157 | 4,356 | 4,560 | 4,773 |
| Hàng tồn kho | 4,905 | 6,773 | 5,935 | 5,643 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 18,492 | 22,633 | 23,708 | 24,888 |
| Tài sản dài hạn | 18,767 | 17,222 | 17,629 | 18,118 |
| Tài sản cố định hữu hình | 12,777 | 11,680 | 11,988 | 12,255 |
| Xây dựng cơ bản dở dang | 1,063 | 1,130 | 1,124 | 1,176 |
| Tài sản cố định vô hình | 1,137 | 1,087 | 1,348 | 1,667 |
| Tài sản dài hạn khác | 3,790 | 3,326 | 3,169 | 3,020 |
| Tổng tài sản | 48,432 | 53,332 | 54,304 | 56,010 |
| Nợ ngắn hạn | 14,213 | 17,068 | 17,085 | 16,619 |
| Khoản phải trả | 3,199 | 4,214 | 4,059 | 4,291 |
| Vay ngắn hạn | 7,316 | 9,382 | 8,906 | 7,496 |
| Nợ ngắn hạn khác | 3,697 | 3,472 | 4,120 | 4,832 |
| Nợ dài hạn | 573 | 414 | 414 | 414 |
| Vay dài hạn | 167 | 76 | 76 | 76 |
| Nợ dài hạn khác | 405 | 338 | 338 | 338 |
| Tổng nợ | 14,785 | 17,482 | 17,499 | 17,033 |
| Vốn góp | 20,888 | 20,934 | 20,934 | 20,934 |
| Lợi nhuận chưa phân phối | 6,910 | 7,594 | 8,446 | 10,501 |
| Vốn khác | 3,500 | 4,555 | 4,555 | 4,555 |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát | 2,350 | 2,767 | 2,869 | 2,987 |
| Vốn chủ sở hữu | 33,647 | 35,850 | 36,805 | 38,977 |

Dự phóng/Định giá

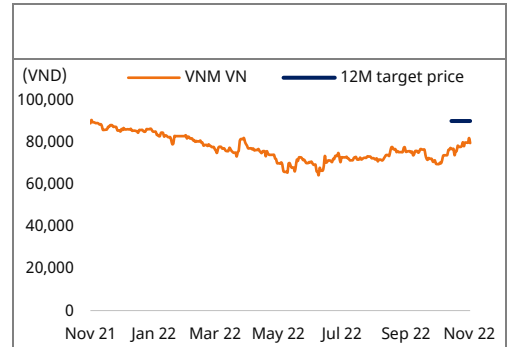
| | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x) | 17.2 | 18.1 | 20.4 | 17.8 |
| P/B (x) | 5.5 | 5.2 | 5.1 | 4.8 |
| EV/EBIT (x) | 13.1 | 13.7 | 15.4 | 13.2 |
| EV/EBITDA (x) | 11.1 | 11.6 | 12.4 | 10.7 |
| EPS (VND) | 4,780 | 4,536 | 4,031 | 4,613 |
| BPS (VND) | 14,975 | 15,830 | 16,237 | 17,221 |
| DPS (VND) | 4,100 | 3,850 | 3,850 | 3,890 |
| Tỷ lệ thanh toán cổ tức (%) | 77.2% | 76.4% | 86.0% | 75.9% |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 5.0% | 4.7% | 4.7% | 4.7% |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 5.9% | 2.2% | 1.5% | 4.7% |
| Tăng trưởng EBITDA (%) | 2.4% | -4.1% | -6.3% | 15.1% |
| Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động (%) | 0.7% | -4.1% | -11.2% | 16.7% |
| Tăng trưởng EPS (%) | -12.6% | -5.1% | -11.1% | 14.4% |
| Vòng quay Tài sản (x) | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.2 |
| Vòng quay Khoản phải thu (x) | 15.6 | 14.3 | 13.8 | 13.8 |
| Vòng quay Hàng tồn kho (x) | 6.4 | 5.9 | 5.7 | 6.3 |
| Vòng quay Khoản phải trả (x) | 6.1 | 6.2 | 6.0 | 5.9 |
| ROA (%) | 21.8% | 19.6% | 17.2% | 19.2% |
| ROE (%) | 37.8% | 32.7% | 28.2% | 31.0% |
| ROIC (%) | 31.1% | 27.2% | 23.9% | 27.5% |
| Tỷ lệ Nợ phải trả/ Vốn chủ sở hữu (%) | 47.2% | 52.8% | 51.6% | 47.3% |
| Tỷ lệ Thanh toán Hiện hành (%) | 208.7% | 211.6% | 214.7% | 228.0% |
| Tỷ lệ Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu (%) | -38.2% | -42.1% | -45.9% | -50.6% |
| Hệ số Thanh toán Lãi vay (x) | 95.0 | 146.5 | 32.5 | 41.6 |

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

| Công ty (mã cổ phiếu) | Ngày | Khuyến nghị | Giá mục tiêu |
|-----------------------|------------|---------------|--------------|
| CTCP Sữa Việt Nam | 08/11/2022 | Tăng tỷ trọng | 91,200 |



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

| | |
|---------------|---|
| Mua | : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên |
| Tăng Tỷ Trọng | : Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên |
| Nắm Giữ | : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10% |
| Bán | : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống |

Thang đánh giá ngành

| | |
|------------|--|
| Tích Cực | : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện |
| Trung Tính | : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu |
| Tiêu Cực | : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu |

- * Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, ví mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày

của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

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) JSC

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