

CTCP Sữa Việt Nam

(HOSE: VNM)

Biên lợi nhuận gộp cải thiện trong nửa cuối 2023

Mua
(Báo cáo cập nhật)**Giá mục tiêu:**
84,200 VNĐ
(+26.5%)CTCP Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)
Huỳnh Hồng Hương, huong.hh@miraeasset.com.vn

Cập nhật Q1/23

Trong Q1/23, doanh thu thuần hợp nhất của CTCP Sữa Việt Nam (VNM) ghi nhận 13,918 tỷ đồng (+0.3% CK), hoàn thành 22% kế hoạch năm. Trong khi các sản phẩm sữa bột và sữa nước đang gặp áp lực cạnh tranh, các sản phẩm sữa chua và sữa đặc tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu cao trong Q1/23. Biên lợi nhuận gộp hợp nhất duy trì ở mức thấp nhất từ Q2/15 với 38.8% (tương tự Q4/22, Q1/22: 40.5%). Ngoài ra, chi phí bán hàng và quản lý tăng mạnh (+10.8% CK) nhằm duy trì thị phần đã khiến lợi nhuận sau thuế của VNM giảm 16.5% xuống 1,906 tỷ đồng, hoàn thành 22.1% kế hoạch năm.

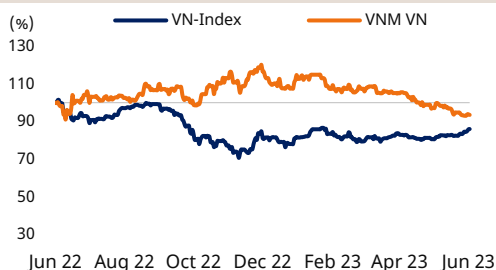
Cập nhật ĐHCĐ

- Năm 2023, VNM dự kiến tổng doanh thu và lợi nhuận ròng đạt lần lượt 63,380 tỷ đồng (+5.5% CK) và 8,622 tỷ đồng (+0.5% CK). Ngoài ra, công ty cũng đề cập đến kế hoạch tối đa hóa doanh thu trong mùa cao điểm quý 2 và quý 3 sắp tới.
- VNM đã chốt hợp đồng sữa nguyên vật liệu đến T8/23. Với việc bắt đầu sử dụng nguyên liệu tồn kho chi phí thấp so với cùng kỳ từ Q2/23, công ty kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện đáng kể từ Q3/23.
- Trong nửa đầu năm 2023, VNM đã ký thành công nhiều hợp đồng xuất khẩu lớn với tổng trị giá 100 triệu USD, chủ yếu là sữa bột trẻ em sang thị trường Trung Đông. Công ty lên kế hoạch thu về hơn 200 triệu USD trong 2023.
- Dự án trang trại Lao-Iagro: Hiện trang trại có hơn 1,000 con bò được nhập khẩu từ Mỹ (Kế hoạch giai đoạn 1: 24,000 con), công ty dự kiến nhập thêm 7,000 con trong năm nay.
- Dự án bò thịt Sojitz: Dự án đã khởi công vào T3/23 và sẽ đi vào hoạt động sau hai năm.
- Dự án nhà máy sữa Hưng Yên: Nhà máy dự kiến sẽ đi vào vận hành năm 2025 nhưng vẫn chưa khởi công.

Dự phóng và định giá

Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ dự phóng doanh thu thuần hợp nhất năm 2023 lên 62,265 tỷ đồng (+3.9% CK) và LNST của cổ đông công ty mẹ lên 9,452 tỷ đồng (+11% CK) sau khi HĐQT dự kiến tăng giá bán một số sản phẩm từ 3-5%. Ngoài ra, chúng tôi giảm tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn của VNM xuống 2% (từ 3%) để phản ánh tốc độ tăng trưởng chậm trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt. Sau khi điều chỉnh, chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 84,200 đồng (từ 85,100 đồng) nhưng duy trì khuyến nghị MUA đối với VNM.

Các chỉ số chính



Thị giá (05/06/23, VND)	66,500	Vốn hóa (tỷ đồng)	138,982
LNHĐ (23F, tỷ đồng)	10,881	SLCP lưu hành (triệu cp)	2,089
Tăng trưởng EPS (23F, %)	11%	Tỷ lệ tự do chuyển đổi (%)	35.2
Kỳ vọng thị trường (23F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	54.9
P/E (23F, x)	16.3	Beta (12M)	0.6
P/E thị trường (x)	15.1	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	64,500
VN-Index	1,109	Cao nhất 52 tuần (đồng)	85,600

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-6.0	-17.3	-6.2
Tương đối	-11.3	-22.7	7.8

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
Doanh thu (tỷ đồng)	59,636	60,919	59,956	62,265	64,871	67,783
LNHĐ (tỷ đồng)	12,263	11,760	9,753	10,881	12,363	12,912
EBITDA (VNDbn)	14,472	13,882	11,849	13,148	14,772	15,434
NPATMI (VNDbn)	11,099	10,532	8,516	9,452	10,657	11,233
EPS (VND)	4,780	4,536	3,667	4,070	4,589	4,837
ROE (%)	37.8	32.7	27.1	31.0	33.4	33.6
P/E (x)	13.9	14.7	18.1	16.3	14.5	13.7
P/B (x)	4.4	4.2	4.7	4.5	4.3	4.1
Cổ tức/thị giá (%)	6.2	5.8	5.8	5.8	6.6	6.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS Vietnam Research

Cập nhật 1Q23

- Doanh thu thuần hợp nhất của VNM ghi nhận 13,918 tỷ đồng (+0.3% CK), hoàn thành 22% kế hoạch năm. Trong khi các sản phẩm sữa bột và sữa uống đang gặp áp lực cạnh tranh, các sản phẩm sữa chua và sữa đặc tiếp tục đạt mức tăng trưởng doanh thu cao trong Q1/23.
- Doanh thu thuần nội địa, bao gồm MCM (Sữa Mộc Châu), giảm 1.4% CK xuống 11,491 tỷ đồng do nhu cầu tiêu thụ yếu. Trong khi đó, doanh thu thuần của MCM ghi nhận 734 tỷ đồng (+8.8% CK), nhờ củng cố vị thế thị trường tại khu vực phía Bắc thông qua việc mở rộng cửa hàng (+10% so với năm 2022) và ra mắt logo mới.
- Đối với thị trường quốc tế, doanh thu thuần chấm dứt đà giảm giảm từ Q2/22, đạt 2,428 tỷ đồng (+9.4% CK). Doanh thu thuần của mảng xuất khẩu tăng lên 1,225 tỷ đồng (+7.5% CK), nhờ các hợp đồng xuất khẩu đến thị trường Trung Đông được ký với tổng giá trị 100 triệu USD. Ngoài ra, doanh thu thuần của các công ty con nước ngoài của VNM tiếp tục tăng trưởng hai chữ số (11.3% CK) nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của Driftwood và Angkor Milk.
- Biên lợi nhuận gộp hợp nhất duy trì ở mức thấp nhất từ Q2/15 với 38.8% (tương tự Q4/22, Q1/22: 40.5%).
- Ngoài ra, chi phí bán hàng & quản lý tăng mạnh (+10.8% CK) nhằm duy trì thị phần khiến LNST của VNM giảm 16.5% xuống 1,906 tỷ đồng, hoàn thành 22.1% kế hoạch năm.

Bảng 1. Báo cáo kết quả kinh doanh hợp nhất 2022

(VNDbn)	1Q22	1Q23	CK	2023F	% 2023F
Doanh thu thuần	13,878	13,918	0.3%	62,265	22.4%
<i>Nội địa Vinamilk</i>	<i>10,983</i>	<i>10,756</i>	<i>-2.1%</i>	<i>48,833</i>	<i>22.0%</i>
<i>Nội địa MCM</i>	<i>675</i>	<i>734</i>	<i>8.8%</i>	<i>3,399</i>	<i>21.6%</i>
<i>Xuất khẩu trực tiếp</i>	<i>1,139</i>	<i>1,225</i>	<i>7.6%</i>	<i>5,234</i>	<i>23.4%</i>
<i>Chi nhánh nước ngoài</i>	<i>1,081</i>	<i>1,203</i>	<i>11.3%</i>	<i>4,799</i>	<i>25.1%</i>
Giá vốn hàng bán	8,253	8,520	3.2%	36,664	23.2%
Lợi nhuận gộp	5,625	5,398	-4.0%	25,601	21.1%
Biên LNG	40.5%	38.8%		41.1%	
Chi phí bán hàng	2,636	2,942	11.6%	13,063	22.5%
Chi phí quản lý	369	389	5.4%	1,657	23.5%
Chi phí SG&A/DTT	21.7%	23.9%		23.6%	
Lợi nhuận HĐKD	2,620	2,067	-21.1%	10,881	19.0%
Biên LN HĐKD	18.9%	14.9%		17.5%	
EBITDA	3,157	2,596	-17.8%	13,148	19.7%
Biên EBITDA	22.7%	18.7%		21.1%	
Lợi nhuận ròng tài chính	188	261	39.2%	770	33.9%
Lợi nhuận khác	(8)	(3)	-64.8%	169	
Lợi nhuận trước thuế	2,764	2,312	-16.4%	11,825	19.6%
Lợi nhuận sau thuế	2,283	1,906	-16.5%	9,546	20.0%
NPATMI	2,266	1,857	-18.0%	9,452	19.6%
<i>Biên LNST</i>	<i>16.5%</i>	<i>13.7%</i>		<i>15.3%</i>	

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

- Cuối Q1/23, tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn của VNM chiếm 38.2% tổng tài sản (giảm từ 40.7% trong Q4/22). Mặc dù công ty tăng nợ ngắn hạn thêm 41.5% lên 6,889 tỷ đồng nhưng đòn bẩy vẫn ở mức hợp lý với tỷ lệ D/A và D/E lần lượt là 0.14x và 0.20x.
- Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của VNM đạt 129 tỷ đồng (-11% CK) trong 1Q23, chủ yếu do hàng hóa thành phẩm tăng 41.5% CK. Bên cạnh đó, nhờ tăng các khoản vay ngắn hạn và thu tiền gửi có kỳ hạn, tổng dòng tiền ròng trong kỳ của công ty ghi nhận âm 287 tỷ đồng (giảm so với mức âm 668 tỷ đồng trong Q1/22).

Dự phóng và định giá

Chúng tôi tăng nhẹ dự báo doanh thu thuần hợp nhất lên 62,265 tỷ đồng (+3.9% CK) và LNST của cổ đông công ty mẹ năm 2023 lên 9,452 tỷ đồng (+11% CK), do:

- Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu thuần mảng nội địa (bao gồm Mộc Châu Milk) tăng lên 3% CK (dự báo cũ: 1% CK) sau kế hoạch tăng giá bán một số sản phẩm từ 3-5% của HĐQT.
- Biên lợi nhuận gộp năm 2023 giảm xuống 41.1% (dự báo cũ: 41.3%) do chi phí mua đường thô và sữa tươi nguyên liệu từ nông dân cao hơn.
- Tỷ lệ tăng trưởng chi phí SG&A năm 2023 tăng lên 4.1% CK (dự báo cũ: 2.4% CK) do công ty tăng đầu tư trưng bày và quảng bá sản phẩm nhiều hơn dự kiến. Chúng tôi giả định công ty duy trì tỷ lệ SG&A/doanh thu như năm ngoái với 23.6% để giữ vị thế cạnh tranh và kích cầu tiêu dùng.

Bảng 2. Định giá DCF

Giá trị hiện tại từ 2023-2027	32,284
Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn	2.0%
Hiện giá của giá trị cuối cùng	132,889
Giá trị cuối cùng/ Tổng giá trị DN	80.5%
Tổng giá trị DN	165,172
Nợ ròng	-15,093
Giá trị Vốn chủ sở hữu	180,266
Số lượng cổ phiếu lưu hành	2,089,955,445
Giá trị mỗi cổ phiếu	86,253

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 3. Định giá Tương đối

	2023F
EPS dự phóng	4,070
P/E mục tiêu	19.9
Giá trị mỗi cổ phiếu (P/E)	81,002

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

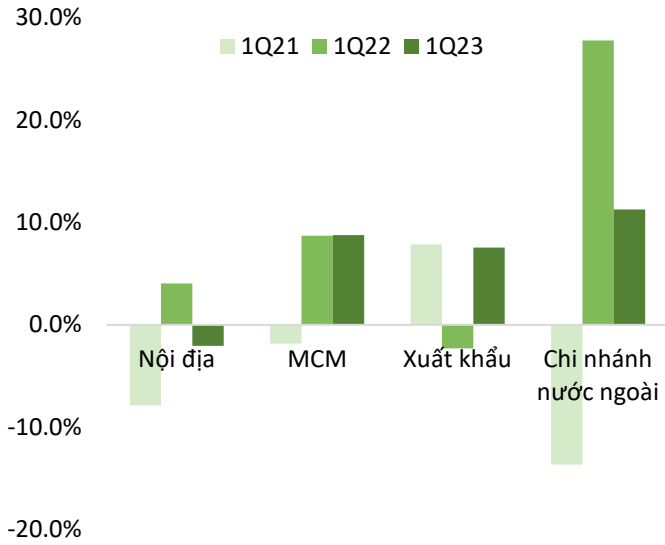
Bảng 4. Kết quả tổng hợp

Phương pháp định giá	Kết quả	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	86,253	60%	51,752
P/E	81,002	40%	32,401
Giá trị trung bình mỗi cổ phiếu			84,153

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

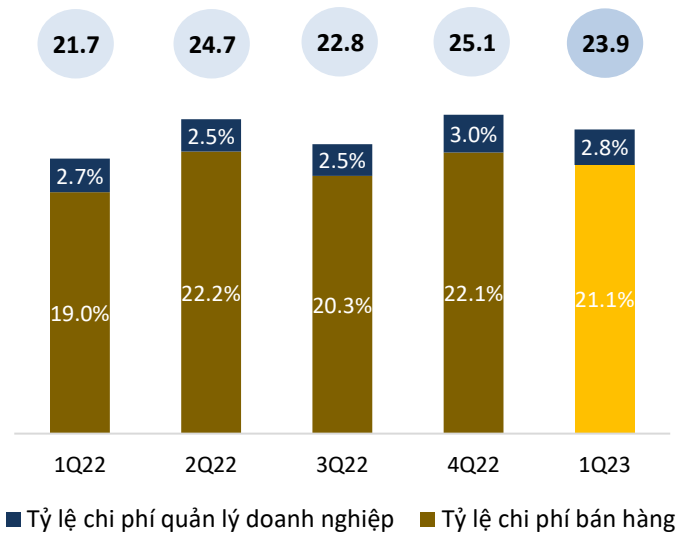
Chúng tôi giảm tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn của VNM xuống 2% (từ 3%) để phản ánh tốc độ tăng trưởng chậm lại do cạnh tranh gay gắt. Kết hợp cả hai phương pháp DCF (60.0%) và P/E (40.0%), giá trị nội tại của VNM trên mỗi cổ phiếu tương đương với 84,200 đồng.

Hình 1. Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu phục hồi trong Q1/23



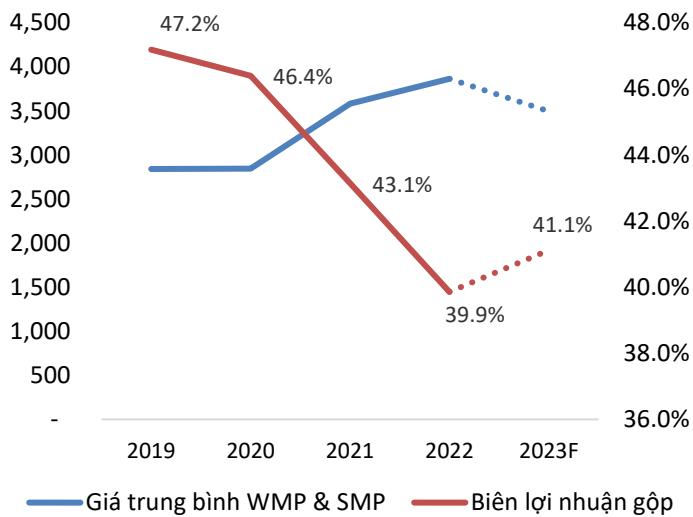
Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 2. Biên SG&A tăng nhằm giữ vị thế cạnh tranh trong Q1/23



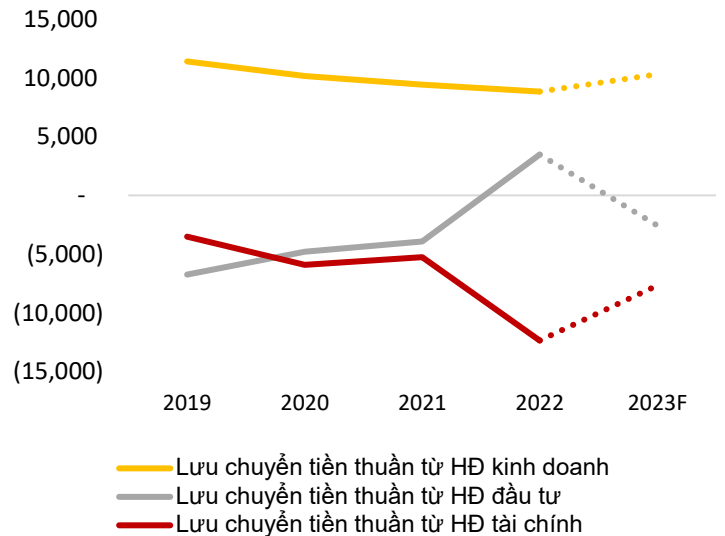
Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 3. Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp chạm đáy



Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 4. Kỳ vọng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cải thiện



Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh

(VND tỷ)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	60,919	59,956	62,265	64,871
Giá vốn hàng bán	34,641	36,059	36,664	37,237
Lợi nhuận gộp	26,278	23,897	25,601	27,634
Chi phí SG&A	14,518	14,144	14,720	15,271
Lợi nhuận HĐKD (đ/c)	11,760	9,753	10,881	12,363
Lợi nhuận HĐKD	11,760	9,753	10,881	12,363
Lợi nhuận Phi HĐKD	1,162	742	944	1,090
Doanh thu tài chính	1,215	1,380	1,242	1,244
Chi phí tài chính	202	618	472	327
Lợi nhuận tài chính	1,012	762	770	917
Lợi nhuận khác	195	4	169	168
Lợi nhuận từ CT liên doanh, liên kết	(45)	(24)	4	5
Lợi nhuận trước thuế	12,922	10,496	11,825	13,453
Thuế TNDN	2,290	1,918	2,279	2,691
Lợi nhuận từ Hoạt động Tiếp diễn	12,922	10,496	11,825	13,453
Lợi nhuận từ Hoạt động không liên tục	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	10,633	8,578	9,546	10,763
Lợi nhuận ròng cổ đông mẹ	10,532	8,516	9,452	10,657
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	100	62	94	105
EBITDA	13,882	11,849	13,148	14,772
Biên lợi nhuận gộp (%)	43.1%	39.9%	41.1%	42.6%
Biên EBITDA (%)	22.8%	19.8%	21.1%	22.8%
Biên LNHĐKD (%)	19.3%	16.3%	17.5%	19.1%
Biên lợi nhuận ròng (%)	17.5%	14.3%	15.3%	16.6%

Bảng Lưu chuyển tiền tệ

(VND tỷ)	2021	2022	2023F	2024F
Dòng tiền thuần HĐKD	9,428	8,839	10,311	12,913
Lợi nhuận sau thuế	10,566	8,520	9,546	10,763
Trích lập dự phòng	33	(5)	(2)	(1)
Doanh thu từ CT liên kết	-	-	(4)	(5)
Khấu hao Tài sản cố định	2,121	2,095	2,266	2,409
Chi phí lãi vay ròng	(10)	25	-	-
Thay đổi Vốn lưu động	(3,283)	(1,797)	(1,495)	(252)
Thay đổi các Khoản phải thu	(517)	(288)	(40)	(196)
Thay đổi Hàng tồn kho	(2,261)	851	183	288
Thay đổi các Khoản phải trả	1,484	(386)	346	284
Điều chỉnh khác	(1,989)	(1,974)	(1,984)	(629)
Dòng tiền thuần HĐĐT	(3,933)	3,473	(2,566)	(4,085)
Thay đổi TSCĐ	(1,397)	(1,320)	(2,698)	(1,655)
Thay đổi Đầu tư CT liên kết	(22)	(43)	-	-
Thay đổi Tài sản Tài chính	(3,514)	3,635	(643)	(3,352)
Cổ tức & Tiền lãi nhận được	1,000	1,201	775	922
Dòng tiền thuần HĐTC	(5,257)	(12,360)	(7,678)	(8,664)
Thay đổi các khoản Vay	2,046	(4,531)	398	442
Thay đổi Vốn chủ sở hữu	318	338	-	-
Tiền trả cổ tức	(7,621)	(8,167)	(8,076)	(9,106)
Thay đổi khác	-	-	-	-
Thay đổi tiền thuần trong kỳ	237	(49)	67	164
Tiền và tương đương tiền - Đầu kỳ	2,111	2,349	2,300	2,366
Tiền và tương đương tiền - Cuối kỳ	2,349	2,300	2,366	2,530

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research estimates

Bảng Cân đối kế toán

(VND tỷ)	2021	2022	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	36,110	31,560	32,195	35,692
Tiền và tương đương tiền	2,349	2,300	2,366	2,530
Khoản phải thu	4,356	4,620	4,662	4,857
Hàng tồn kho	6,773	5,538	5,356	5,069
Tài sản ngắn hạn khác	22,633	19,102	19,810	23,236
Tài sản dài hạn	17,222	16,922	17,204	16,310
Tài sản cố định hữu hình	11,680	10,918	11,085	11,077
Xây dựng cơ bản dở dang	1,130	1,805	2,114	1,414
Tài sản cố định vô hình	1,087	1,043	998	953
Tài sản dài hạn khác	3,326	3,156	3,007	2,866
Tổng tài sản	53,332	48,483	49,399	52,002
Nợ ngắn hạn	17,068	15,308	14,812	15,794
Khoản phải trả	4,214	4,284	4,504	4,760
Vay ngắn hạn	9,382	4,867	5,278	5,698
Nợ ngắn hạn khác	3,472	6,157	5,030	5,336
Nợ dài hạn	414	358	345	366
Vay dài hạn	76	66	53	74
Nợ dài hạn khác	338	292	292	292
Tổng nợ	17,482	15,666	15,157	16,160
Vốn góp	20,934	20,934	20,934	20,934
Lợi nhuận chưa phân phối	7,594	3,353	4,685	6,180
Vốn khác	4,555	5,562	5,562	5,562
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,767	2,967	3,061	3,167
Vốn chủ sở hữu	35,850	32,817	34,242	35,842

Dự phóng/Định giá

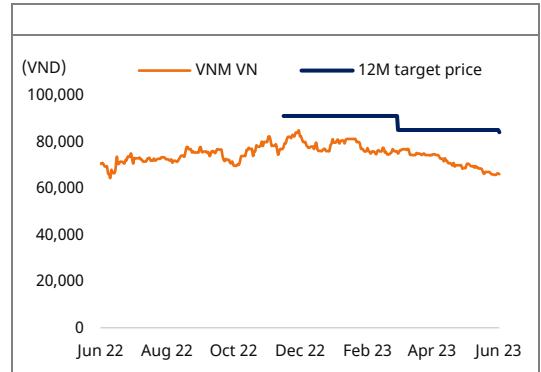
	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	14.7	18.1	16.3	14.5
P/B (x)	4.2	4.7	4.5	4.3
EV/EBIT (x)	11.1	13.3	12.0	10.5
EV/EBITDA (x)	9.4	11.0	9.9	8.8
EPS (VND)	4,536	3,667	4,070	4,589
BPS (VND)	15,830	14,282	14,919	15,635
DPS (VND)	3,850	3,850	3,864	4,357
Tỷ lệ thanh toán cổ tức (%)	76.4%	94.5%	85.4%	85.4%
Tỷ suất cổ tức (%)	5.8%	5.8%	5.8%	6.6%
Tăng trưởng doanh thu (%)	2.2%	-1.6%	3.9%	4.2%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-4.1%	-14.6%	11.0%	12.4%
Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động (%)	-4.1%	-17.1%	11.6%	13.6%
Tăng trưởng EPS (%)	-5.1%	-19.1%	11.0%	12.8%
Vòng quay Tài sản (x)	1.2	1.2	1.3	1.3
Vòng quay Khoản phải thu (x)	14.3	13.3	13.4	13.6
Vòng quay Hàng tồn kho (x)	5.9	5.8	6.7	7.1
Vòng quay Khoản phải trả (x)	6.2	6.0	6.0	5.8
ROA (%)	20.7%	17.4%	18.6%	20.0%
ROE (%)	32.7%	27.1%	31.0%	33.4%
ROIC (%)	27.2%	27.3%	29.0%	31.4%
Tỷ lệ Nợ phải trả/ Vốn chủ sở hữu (%)	52.8%	52.5%	48.6%	49.5%
Tỷ lệ Thanh toán Hiện hành (%)	211.6%	206.2%	217.4%	226.0%
Tỷ lệ Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu (%)	-42.1%	-49.5%	-48.4%	-55.6%
Hệ số Thanh toán Lãi vay (x)	146.5	64.2	52.2	72.2

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	06/12/2023	Mua	84,200
CTCP Sữa Việt Nam	03/06/2023	Tăng tỷ trọng	85,100
CTCP Sữa Việt Nam	11/21/2022	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, vĩ 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 biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

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