

CTCP CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM

[Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống]

Mã Bloomberg (VNM VN) | Mã Reuters (VNM.HM)

MUA

BC Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng) **VND 84,400**

Giá hiện tại (25/4/24) VND 64,700

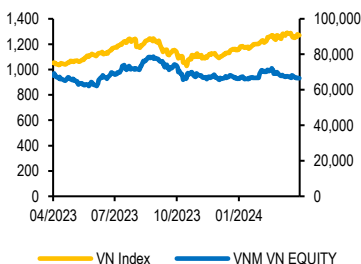
Suất sinh lời **30.4%**

VNINDEX	1,205
P/E thị trường (23F, x)	11.1
Vốn hóa (tỷ VND)	135,220
SLCP đang lưu hành (triệu)	2,090
SLCP tự do giao dịch (triệu)	737
52 tuần cao/thấp (VND)	81,200/63,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	3.64
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	292
Số hữu nước ngoài (%)	50.98

Cổ đông lớn (%)	Tổng CT Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước	36.0
-----------------	---	------

	F&N Dairy Investments Private Limited	17.69
--	---------------------------------------	-------

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-3.3	-6.2	-7.4
Tg đối với VN-Index (%)	-6.2	-15.6	-23.9



Nguồn: Bloomberg

Trang Võ

☎ (84-28) 6299-7751
✉ trang.vo@shinhan.com

Lý Bùi – Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029
✉ ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Nội tại vững chắc

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 84,400 đồng

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) là doanh nghiệp sữa có thị phần đứng đầu Việt Nam và là thương hiệu lớn thứ 6 trên thế giới. Với hơn 47 năm hoạt động, Vinamilk sở hữu đàn bò sữa và hệ thống phân phối lớn nhất cả nước. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng liên tục bành trướng thị trường sang các quốc gia lớn như Trung Quốc và Trung Đông. Đối với tầm nhìn dài hạn, VNM là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc bởi: (1) Vinamilk kì vọng được hưởng lợi từ sự thâm hụt sữa trong nước cùng sự tăng trưởng chung của ngành; (2) Biên gộp của Vinamilk kì vọng được cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu hạ nhiệt; (3) Tiềm lực tài chính vững mạnh, tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Dựa trên phương pháp FCF và PE, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua VNM với giá mục tiêu ở mức 84,400 đồng.

Vinamilk kì vọng được hưởng lợi từ sự thâm hụt sữa trong nước cùng sự tăng trưởng chung của ngành

Chúng tôi kì vọng ngành sữa Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng với tăng kép ở mức 4.1%/năm trong 5 năm tới. Trong đó, Statistic dự báo tiêu thụ sữa bình quân đầu người sẽ tăng từ mức 19.9kg/người lên 22.5kg/người vào năm 2026. Tuy vậy, mức tiêu thụ này vẫn thấp hơn so với khu vực như Thái Lan (31kg/người), Trung Quốc (42kg/người). Do đó, nhận thức sức khỏe và thu nhập cải thiện được dự báo sẽ góp phần thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sữa trong nước. Bên cạnh đó, sản xuất sữa nội địa mới chỉ đáp ứng 40-50% tiêu thụ. Chúng tôi kì vọng Vinamilk với lợi thế đàn bò và hệ thống phân phối lớn nhất cả nước sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ sự thâm hụt và tăng trưởng của ngành.

Biên gộp của Vinamilk kì vọng được cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu hạ nhiệt

Biên lợi nhuận gộp của Vinamilk chịu tác động của giá sữa nguyên liệu nhập khẩu. Chúng tôi kì vọng giá nguyên vật liệu hạ nhiệt góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp năm 2024 tăng lên 41.7% từ mức 40.7% của năm 2023. Giá nguyên vật liệu được hỗ trợ bởi (1) nguồn cung xuất khẩu của các nước lớn ổn định, (2) trong khi cầu nguyên vật liệu của quốc gia nhập khẩu lớn nhất là Trung Quốc giảm và (3) giá thức ăn chăn nuôi được dự báo đi xuống.

Tiềm lực tài chính mạnh, tỷ lệ chi trả cổ tức cao

Tỷ số nợ/VCSH của VNM ở mức 0.24x, chỉ bằng 1/2 trung bình các doanh nghiệp F&B. Ngoài ra, Vinamilk cũng có khả năng duy trì mức cổ tức cao và ổn định trong các năm qua với tỷ lệ chi trả cổ tức khoảng 81% LNST phân bổ cho cổ đông công ty mẹ và tỷ lệ bao phủ FCFE/cổ tức >1. Chúng tôi kì vọng doanh nghiệp tiếp tục duy trì mức cổ tức cao bởi (1) tình hình kinh doanh tiếp tục ổn định và (2) tiềm lực tài chính mạnh.

Rủi ro: (1) Hạn chế về địa lý trong việc mở rộng trang trại và gia tăng năng suất sữa; (2) Rủi ro phụ thuộc nguyên vật liệu nhập khẩu; (3) Rủi ro tỷ lệ sinh giảm và hạn chế trong quảng cáo cho trẻ dưới 2 tuổi.

Năm	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	59,636	60,919	59,956	60,369	62,167
LN HKKD (tỷ VND)	12,263	11,760	9,753	9,771	10,094
LNST (tỷ VND)	11,235	10,633	8,577	9,018	9,420
EPS (đồng)	4,770	4,517	3,632	3,796	3,970
BPS (đồng)	14,975	15,829	14,282	15,166	15,657
Biên LN HKKD (%)	20.6	19.3	16.3	16.2	16.2
Biên LNST (%)	18.8	17.5	14.3	14.9	15.2
ROE (%)	33.4	29.7	26.1	25.7	26.1
PER (x)	22.8	19.1	19.1	21.0	21.3
PBR (x)	7.3	5.5	5.5	5.3	5.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

- 3 **Tổng quan doanh nghiệp**
- 6 **Quan điểm đầu tư**
- 9 **Dự phóng kết quả kinh doanh**
- 10 **Định giá và khuyến nghị**
- 14 **Rủi ro**
- 16 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

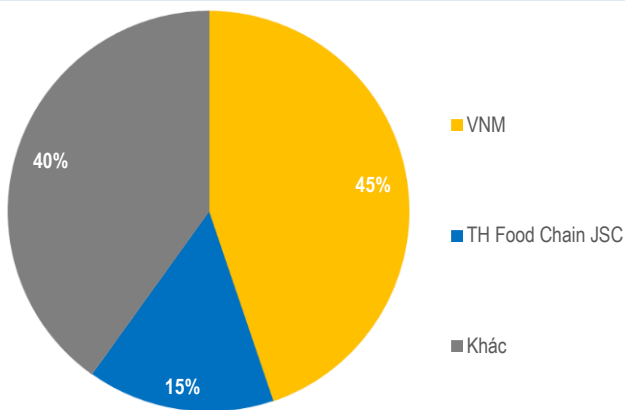
Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) được thành lập năm 1976 dựa trên sự tiếp quản 3 nhà máy sữa của giai đoạn trước. Đến năm 1998, VNM xuất khẩu thành công 300 tấn sữa bột và 2,000 tấn sữa béo nguyên kem sang Iraq, mở đường cho việc xuất khẩu sang thị trường Trung Đông và nhiều nước trên thế giới. Sau 3 năm cố gắng, VNM chính thức niêm yết trên sàn chứng khoán vào năm 2006 và dần trở thành doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống lớn nhất trên HOSE. Với hơn 47 năm thành lập, Vinamilk hiện là thương hiệu sữa hàng đầu tại Việt Nam và đồng thời là thương hiệu sữa lớn thứ 6 trên thế giới.

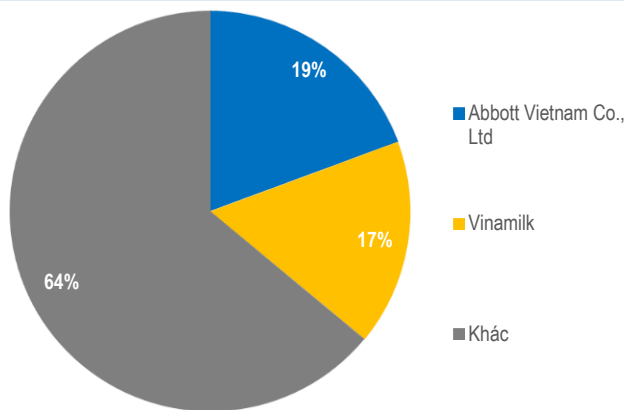
Sự thành công của thương hiệu được củng cố bởi sự đổi mới không ngừng của doanh nghiệp. Doanh nghiệp liên tục ra mắt và cải tiến sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Hiện tại, Vinamilk đang cung cấp ra thị trường 250 loại sản phẩm với 4 ngành hàng chính gồm sữa nước, sữa chua, sữa đặc và sữa công thức. Trong đó, 4 ngành hàng (sữa nước, sữa trẻ em, sữa chua, sữa đặc) chiếm hơn 90% trong tiêu thụ sản phẩm sữa của người Việt Nam (Euromonitor, 2023). Xét theo ngành hàng, Vinamilk chiếm thị phần đứng đầu trong ngành sữa tươi, sữa chua và sữa đặc, đứng thứ 2 trong mảng sữa bột trẻ em.

Vinamilk giữ vị thế đứng đầu trong ngành hàng sữa nước



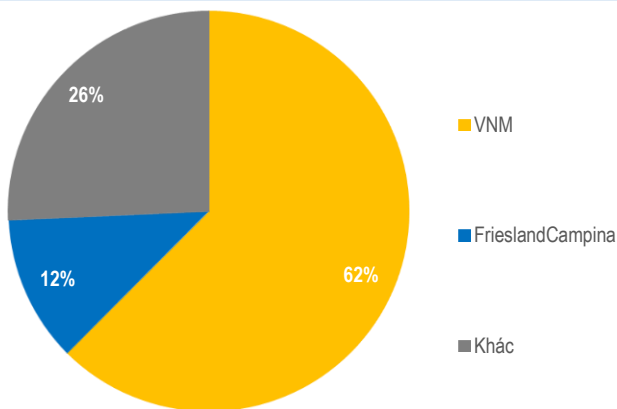
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Vinamilk giữ vị thế thứ 2 trong ngành hàng sữa trẻ em



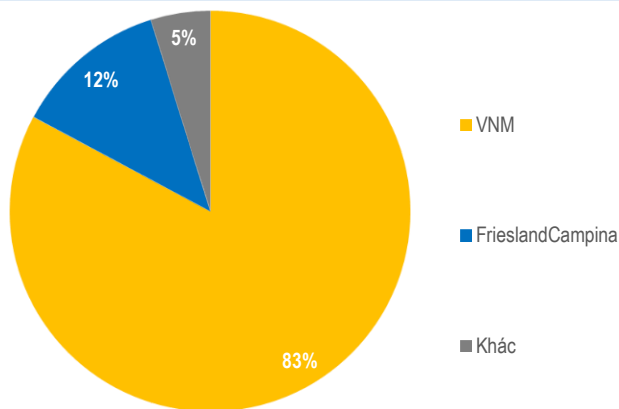
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Vinamilk giữ vị thế dẫn đầu trong ngành hàng sữa chua



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

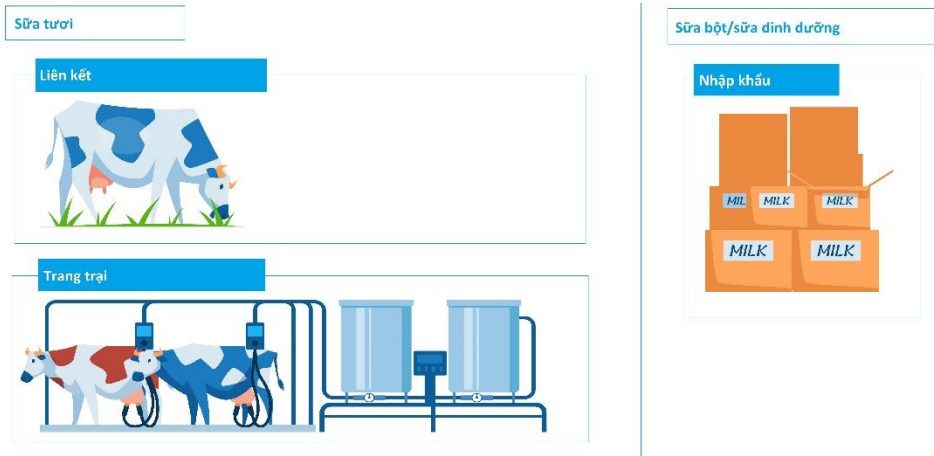
Vinamilk giữ vị thế dẫn đầu trong ngành hàng sữa đặc



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

3. Trang trại và nguyên liệu

Nguyên liệu của VNM chủ yếu đến từ sữa tươi và sữa bột nhập khẩu



Nguồn: VNM - Giới thiệu doanh nghiệp (2023), Shinhan Securities Vietnam

Để sản xuất sản phẩm sữa tươi, doanh nghiệp thu gom sữa tươi từ 15 trang trại của doanh nghiệp và của gần 5,000 nông hộ liên kết. VNM hiện đang khai thác đàn bò sữa lớn nhất cả nước với khoảng 139,500 con cung ứng khoảng 35% tổng lượng sữa tươi trong cả nước.

Vinamilk khai thác đàn bò sữa lớn nhất cả nước (31/12/2023)

Trang trại	Đàn bò (con)	% số lượng bò sữa	Sữa sản xuất (tấn/năm)	% sữa thu hoạch	Năng suất (kg/con/năm)
VNM và MCM quản lý trực tiếp	38,000	27%	168,000	40%	4,421
Liên kết với nông dân	101,500	73%	240,000	60%	2,365
Tổng	139,500	100%	408,000	100%	

Nguồn: BCTN (2023), Shinhan Securities Vietnam

Nhìn chung, năng suất đàn bò của Vinamilk trong các trang trại cao gần gấp 2 lần so với liên kết với nông dân và trung bình của cả nước. Năng suất cao tại trang trại của VNM chủ yếu đến từ (1) gia tăng nhập khẩu giống bò sữa từ các quốc gia có năng suất sữa cao như New Zealand và (2) bò sữa được chăm sóc với chế độ đặc biệt nhờ công nghệ tiên tiến và các yếu tố phúc lợi động vật.

Mặt khác, sản xuất sữa trong nước hiện chỉ đáp ứng được 40-50% nhu cầu sữa trong nước (Research and Markets, 2021). Do đó, để đáp ứng nhu cầu sữa trong nước cùng **sản xuất sản phẩm sữa bột và sữa dinh dưỡng**, VNM nhập khẩu thêm các nguyên liệu gồm sữa bột nguyên kem (WMP), bột sữa tách béo (SMP)¹ và bột béo từ các quốc gia như Mỹ, châu Âu và New Zealand. Điều này khiến biên lợi nhuận gộp của VNM chịu ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu nhập khẩu.

Tuy vậy, chúng tôi kì vọng kế hoạch mở rộng và mở mới trang trại trong các năm tiếp theo góp phần (1) giảm sự phụ thuộc của VNM vào nguyên vật liệu nhập khẩu và (2) giảm giá thành nguyên vật liệu khi năng suất sữa/bò tăng.

(1) Hiện nay, khoảng hơn 50% giao dịch sản phẩm sữa trên thế giới là bột WMP và SMP bởi tính thuận tiện trong vận chuyển và bảo quản hơn so với sữa nước (với thành phần khoảng 85% là nước).

Dự án Vinamilk trọng điểm dự kiến triển khai trong 5 năm tới

Dự án	Quy mô	Vốn đầu tư	Năm dự kiến hoạt động
Tổ hợp Thiên đường sữa Mộc Châu	4,000 con bò sữa	3,150 tỷ đồng	2024
Dự án Tổ hợp Trang trại bò sữa Lao – Jagro	Giai đoạn 1 gồm 24,000 con bò sữa	N/A	Đã khai thác 8,000 con năm 2022
Dự án chăn nuôi và chế biến thịt bò – Vinabeef Tam Đảo giai đoạn 1	10,000 tấn sản phẩm/năm	~ 3,000 tỷ đồng	Thương mại hóa vào cuối 2024

Nguồn: BCTN (2023), Shinhan Securities Vietnam

Dự án chăn nuôi và chế biến thịt bò – Vinabeef Tam Đảo là dự án kết hợp giữa (1) nguồn bò thịt chất lượng cao của Vinamilk, (2) quỹ đất tiềm năng của Vilco với (3) chuyên môn và xử lý thịt bò của Tập đoàn Sojitz Nhật Bản tại Tam Đảo. Dự án gồm 2 phân khu chính là chăn nuôi bò và nhà máy chế biến thịt bò mát công suất 30,000 bò thịt/năm (~10,000 sản phẩm/năm) với tổng quy mô hợp tác đạt 500 triệu USD. Chúng tôi nhận định việc hợp tác mở ra hướng đi mới cho Vinamilk, góp phần hỗ trợ doanh thu cho doanh nghiệp trong 5 năm tiếp theo. Nếu hoạt động hết công suất, chúng tôi ước tính doanh thu vào khoảng 2,000 – 3,000 tỷ đồng (chiếm khoảng 3-5% doanh thu hiện tại). Tuy nhiên, do chưa đủ thông tin, chúng tôi thận trọng chưa phản ánh doanh thu dự phóng của dự án vào doanh thu của doanh nghiệp. Chúng tôi sẽ thực hiện cập nhật khi thông tin rõ ràng hơn.

6. Hệ thống phân phối**Hệ thống phân phối của Vinamilk vượt trội hơn so với đối thủ**

Hệ thống phân phối	Vinamilk	Friesland Campina	TH True Milk
Điểm bán hàng	251,000	>150,000	>180,000
Cửa hàng	430	N/A	>250
Nhà phân phối	200	>150	>180

Nguồn: YCP Solidance (2020), Shinhan Securities Vietnam

Ngoài vùng nguyên liệu, hệ thống phân phối cũng đóng vai trò quan trọng trong cuộc chiến thị phần. Theo Euromonitor, khoảng 97% sữa và các sản phẩm từ sữa được phân phối qua kênh bán lẻ truyền thống như tiệm tạp hóa, siêu thị,... và chỉ khoảng 3% sản phẩm được bán thông qua thương mại điện tử. Do đó, việc sở hữu hệ thống phân phối vượt trội hơn so với đối thủ góp phần tăng độ phủ các sản phẩm của Vinamilk, từ đó củng cố thị phần.

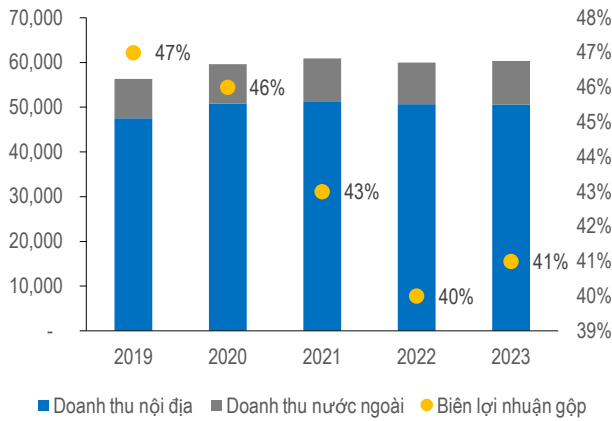
5. Doanh thu và chi phí

Doanh thu Vinamilk tăng khoảng 7.2% trong 5 năm qua với khoảng 84% đóng góp từ nội địa và khoảng 16% là doanh thu từ nước ngoài (xuất khẩu và doanh thu tại các chi nhánh nước ngoài). Trong đó, doanh thu xuất khẩu chủ yếu là các đơn hàng sữa bột trẻ em tại thị trường Trung Đông, sữa đặc tại thị trường Trung Quốc và các sản phẩm sữa đặc, sữa chua, sữa tươi tại thị trường châu Á. Bên cạnh đó, doanh thu các chi nhánh nước ngoài gồm Driftwood – Hoa Kỳ, Angkormilk – Campuchia và Liên doanh Del Monte – Vinamilk – Philippines cũng chiếm gần 50% tổng doanh thu nước ngoài. Nhìn chung, doanh thu nội địa ổn định trong khi doanh thu nước ngoài chủ yếu đến từ các thị trường, đối tác lớn và lâu năm của doanh nghiệp.

Chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí hoạt động của Vinamilk là chi phí nguyên vật liệu (55%), tiếp đến là chi phí bán hàng (26%). Vinamilk thường chốt trước nguyên liệu từ 3-6 tháng, tuy vậy, giá nguyên vật liệu đạt đỉnh năm 2022 cũng khiến biên gộp của doanh nghiệp giảm nhẹ.

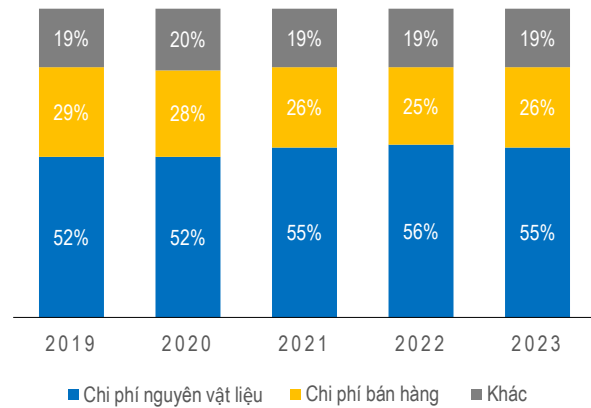
Chi phí bán hàng luôn chiếm tỷ trọng cao trong cấu thành chi phí hoạt động. Điều đó cho thấy mức độ cạnh tranh của ngành sữa tại Việt Nam khi các doanh nghiệp phải gia tăng chi phí bán hàng nhằm gia tăng nhận diện thương hiệu và giữ vững thị phần.

Doanh thu (tỷ) và biên lợi nhuận gộp (%) của Vinamilk qua các năm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

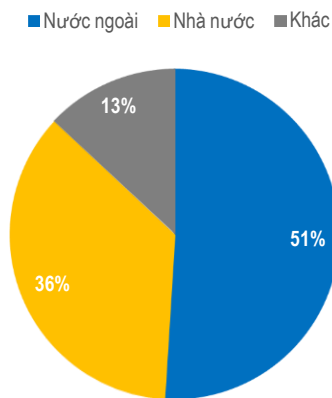
Cơ cấu chi phí hoạt động⁽²⁾ của Vinamilk qua các năm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

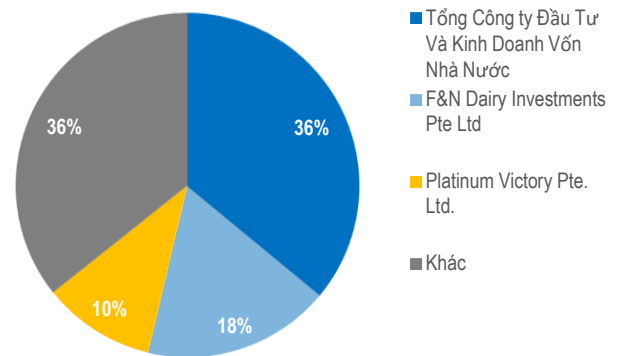
6. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 15/4/2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu của tổ chức ngày 15/4/2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Ở góc độ tổ chức sở hữu, tỷ lệ sở hữu của tổ chức và cá nhân nước ngoài tại VNM chiếm 51%, cho thấy sự hấp dẫn, minh bạch của VNM đối với nhà đầu tư quốc tế. Hiện tại, Tổng Công ty Đầu Tư Và Kinh Doanh Vốn Nhà Nước là cổ đông nắm tỷ trọng cổ phiếu cao nhất (36%), tiếp đến là F&N Dairy Investments Pte Ltd (thuộc tập đoàn Thai Beverage – Thái Lan) và quỹ đầu tư trong và ngoài nước.

Quan điểm đầu tư

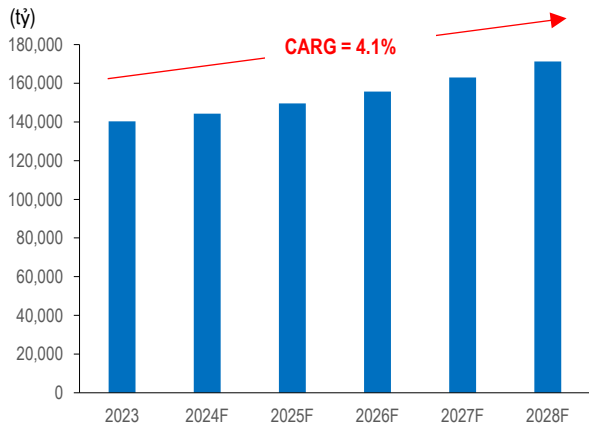
1. Vinamilk kì vọng được hưởng lợi từ sự thâm hụt sữa trong nước cùng sự tăng trưởng chung của ngành

Theo Euromonitor, **nhu cầu tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa được dự báo tăng trưởng kép chậm ở mức 4.1% trong 5 năm tiếp theo.** Chúng tôi kì vọng ngành sữa Việt Nam sẽ đạt mức tăng trưởng này bởi (1) nhận thức về sức khỏe trong người dân tiếp tục tăng và (2) dự báo thu nhập của người tiêu dùng được cải thiện thúc đẩy tăng chi tiêu cho các thực phẩm tốt cho sức khỏe. Cụ thể, mức độ tiêu thụ sữa của người Việt đã tăng trung bình 5%/năm từ 16 kg/người năm 2019 lên mức 19.9 kg/người vào năm 2023, và dự kiến đạt mức 22.5 kg/người vào năm 2026.

(2) Chi phí hoạt động gồm giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

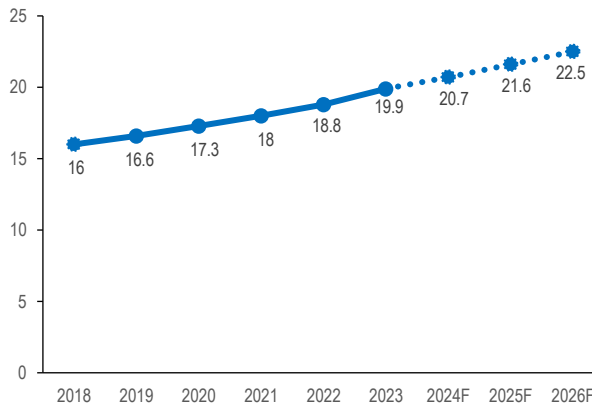
Tuy vậy, **mức độ mức tiêu thụ/người của Việt Nam vẫn còn thấp hơn so với trung bình khu vực**. Cụ thể, mức độ tiêu thụ sữa bình quân/người của Việt Nam (19.9kg/người) đang thấp hơn so trung bình khu vực như Thái Lan (khoảng 31kg/người), Trung Quốc (khoảng 42 kg/người). Do đó, chúng tôi kì vọng với nhận thức về sức khỏe và thu nhập gia tăng, người Việt sẽ tăng tiêu thụ sữa và kéo giảm khoảng cách với khu vực.

Tăng trưởng kép tổng ngành sữa dự báo ở mức 4.1%/năm (2023-2028F)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Mức độ tiêu thụ sữa (kg/người) tại Việt Nam được dự báo tiếp tục tăng

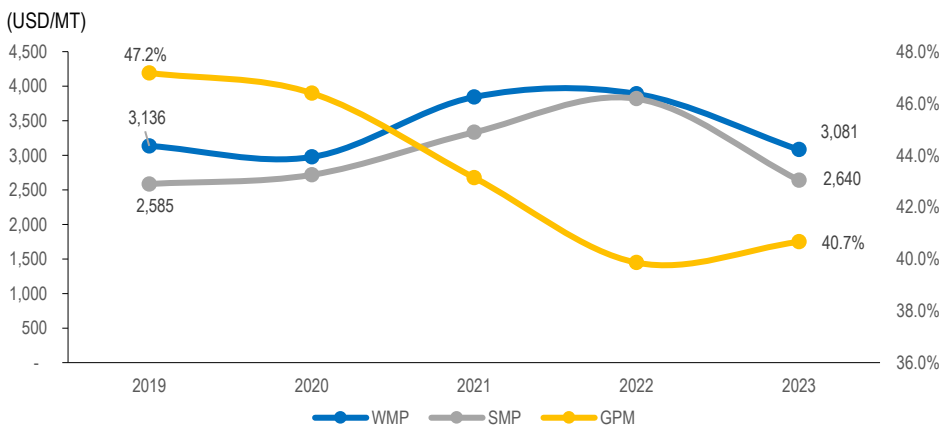


Nguồn: Statistic (2024), Shinhan Securities Vietnam

Trong khi đó, **sản xuất sữa tươi trong nước mới chỉ đáp ứng được 40- 50% nhu cầu tiêu thụ, phần còn lại phụ thuộc vào nhập khẩu** (Research and Markets, 2021). Dự kiến đến năm 2045, sản lượng sữa sản xuất chỉ mới có thể đáp ứng 60% nhu cầu trong nước (InvestVietnam, 2016). Có thể thấy, việc thâm hụt trong dài hạn này tạo ra cơ hội nhà các nhà sản xuất và phân phối sữa. Vì thế, chúng tôi kì vọng VNM với lợi thế sở hữu trang trại, đàn bò, nhà máy và hệ thống phân phối lớn nhất Việt Nam có thể tiếp tục hưởng lợi từ sự thâm hụt này.

2. Biên gộp của Vinamilk kì vọng được cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu hạ nhiệt

Giá nguyên liệu bột sữa có mối tương quan nghịch với biên lợi nhuận gộp



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận gộp của Vinamilk chịu tác động lớn của giá bột sữa nhập khẩu do hàng năm doanh nghiệp phải nhập khẩu thêm các nguyên liệu này để sản xuất sữa bột và sữa dinh dưỡng. Chúng tôi kì vọng **giá nguyên vật liệu đầu vào nhập khẩu đầu vào hạ nhiệt trong năm 2024 góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp của VNM**. Cụ thể:

- ❖ Về nguồn cung, theo Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA), sản lượng sữa nguyên liệu xuất khẩu được giữ ổn định đến tăng nhẹ.

Xuất khẩu SMP của các quốc gia lớn được dự báo ổn định

Quốc gia xuất khẩu lớn	Dự báo 2024 (1,000 tấn)	Thay đổi YoY(%)
Mỹ	838	+3%
Châu Âu	810	-1%
New Zealand	440	-5%
Belarus	125	+2%
Australia	125	0%
Tổng cộng	2,338	0%

Nguồn: USDA (2023), Shinhan Securities Vietnam

Xuất khẩu WMP của các quốc gia lớn được dự báo tăng nhẹ

Quốc gia xuất khẩu lớn	Dự báo 2024 (1,000 tấn)	Thay đổi YoY(%)
New Zealand	1,325	-2%
Châu Âu	250	-4%
Argentina	165	+57%
Australia	40	-11%
Tổng cộng	1,780	+1%

Nguồn: USDA (2023), Shinhan Securities Vietnam

- ❖ Trong khi đó, nhu cầu nhập khẩu sữa của quốc gia nhập khẩu hàng đầu là Trung Quốc được dự báo hạ nhiệt bởi (1) tình trạng dư thừa sữa tươi nguyên liệu trong nước và (2) nhu cầu sữa bột nguyên liệu để sản xuất sữa công thức cho trẻ em giảm do tỷ lệ sinh tiếp tục giảm. Cụ thể, USDA dự báo nhập khẩu sữa nguyên kem (WMP) Trung Quốc giảm 3% trong năm 2024 về mức 425,000 nghìn tấn.
- ❖ Cùng với đó, giá thức ăn chăn nuôi dự kiến hạ nhiệt so với niên vụ 2022/2023. Điều này cùng các yếu tố cung cầu góp phần hỗ trợ kì vọng giảm giá của sữa nguyên liệu trong năm nay.

Giá thức ăn chăn nuôi dự kiến giảm so với niên vụ 2022/2023

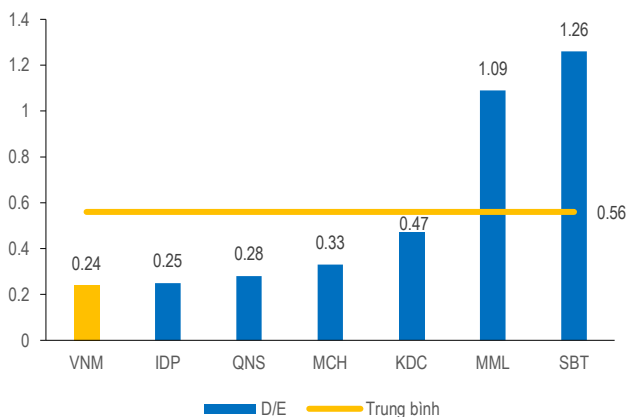
Thức ăn	2022/2023	2023/2024	Thay đổi (USD)
Bắp (USD/giạ ³)	6.54	4.80	-1.74
Đậu nành (USD/tấn thiếu ⁴)	451.91	350.00	-101.91

Nguồn: USDA, Shinhan Securities Vietnam

3. Tiềm lực tài chính vững mạnh, tỷ lệ chi trả cổ tức cao

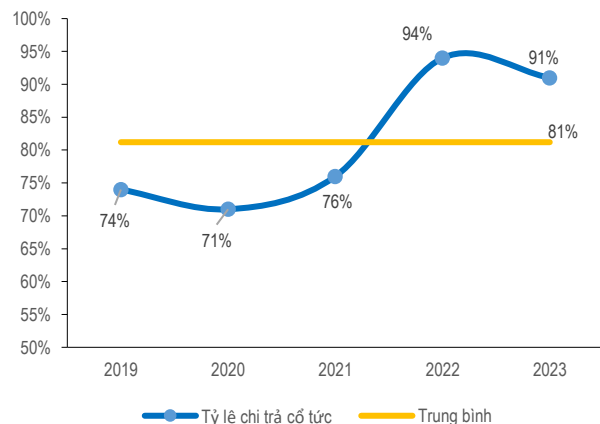
VNM là doanh nghiệp hàng đầu ngành thực phẩm và đồ uống (F&B) với cơ cấu nợ ròng/VCSH thấp. Cụ thể, tỷ lệ này của VNM đạt 0.24x, chỉ bằng 1/2 so với trung bình các doanh nghiệp lớn trong ngành F&B. Nợ vay thấp giúp doanh nghiệp không chịu nhiều ảnh hưởng của rủi ro lãi suất như các doanh nghiệp lớn khác.

Cơ cấu nợ ròng trên VCSH của VNM thấp hơn trung bình ngành



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ chi trả cổ tức/LNST luôn ở mức cao



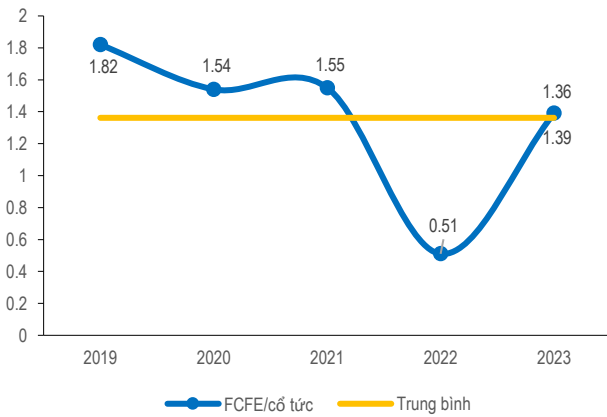
Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

(3) Giạ (bushel): gần 36 lít

(4) Tấn thiếu (short ton): gần bằng 907 kg

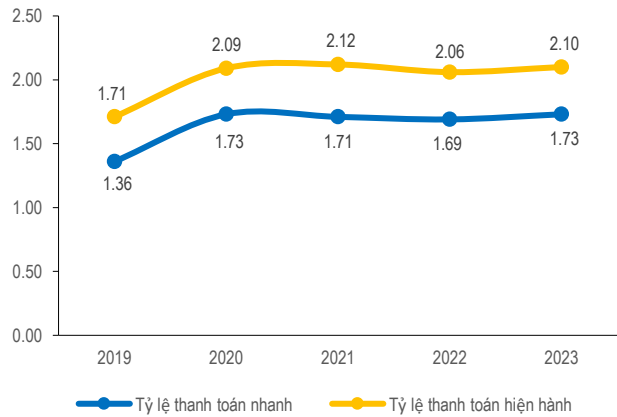
Tỷ lệ chi trả cổ tức của VNM luôn ở mức cao (trung bình gần 81% LNST phân bổ cho cổ đông công ty mẹ trong 5 năm gần đây) với tỷ lệ dòng tiền tự do cho cổ đông (FCFE)/cổ tức trung bình cao hơn 1. Điều này cho thấy doanh nghiệp có khả năng duy trì mức cổ tức cao và ổn định. **Chúng tôi kì vọng doanh nghiệp tiếp tục duy trì mức cổ tức cao** nhờ (1) tình hình kinh doanh tiếp tục ổn định và (2) doanh nghiệp có đủ tiềm lực tài chính để thực hiện các dự án đầu tư (mở rộng trang trại và dự án bò thịt).

Tỷ lệ bao phủ FCFE/cổ tức trung bình trên 1



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ thanh toán luôn ở mức cao và ổn định qua các năm

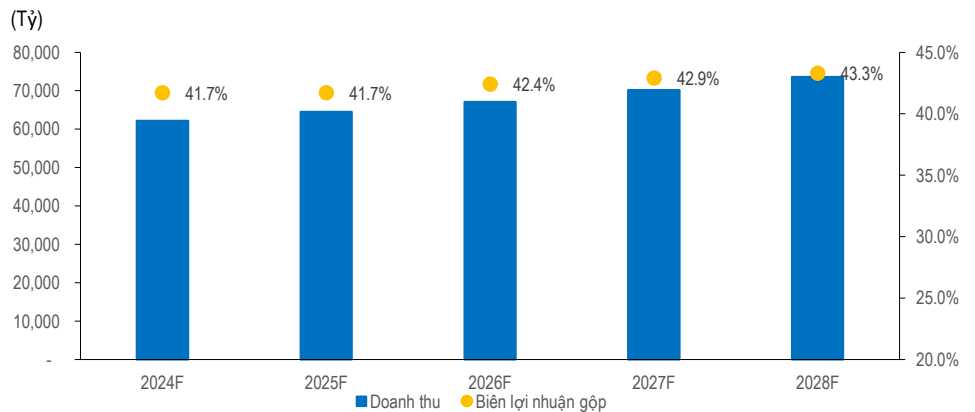


Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng doanh thu

Với các luận điểm trên nói trên, chúng tôi kì vọng doanh thu của Vinamilk trong năm 2024 tăng 3% YoY lên mức 62,167 tỷ VND với biên lợi nhuận gộp đạt mức 41.7% (tăng 1% từ mức 40.7%), tương đương 25,924 tỷ VND trong năm 2024. Giai đoạn 2025F – 2028F, chúng tôi thận trọng dự phóng doanh thu tăng trưởng 3.8% - 4.9%/năm và biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức 42-43% nhờ (1) việc mở rộng cây trồng (thức ăn chăn nuôi) được dự báo sẽ cải thiện chi phí đầu vào ngành sữa, (2) việc đưa các trang trại vào hoạt động góp phần giảm sự phụ thuộc vào sữa nguyên liệu nhập khẩu, đồng thời cũng góp phần giảm chi phí đầu vào.

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp qua các năm



Nguồn: Dữ liệu công ty Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của VNM (2024F-2028F)					
(Đơn vị: tỷ VND)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	62,167	64,548	67,111	70,176	73,619
Lợi nhuận gộp	25,924	27,239	28,522	30,246	32,098
Lợi nhuận từ HĐKD	10,094	10,987	11,049	11,783	12,522
Lợi nhuận ròng	9,420	10,105	10,421	11,152	11,898
Biên lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	41.7	42.2	42.5	43.1	43.6
Biên lợi nhuận từ HĐKD	16.2	17.0	16.5	16.8	17.0
Biên lợi nhuận ròng	15.2	15.7	15.5	15.9	16.2
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu thuần	3.0	3.8	4.0	4.6	4.9
Lợi nhuận từ HĐKD	3.3	7.3	3.1	7.0	6.7
Lợi nhuận ròng	4.5	5.9	5.4	7.3	7.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 84,400 VND

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Sữa Việt Nam với khuyến nghị mua và giá mục tiêu ở mức 84,400 đồng tương ứng với mức tăng 30.4% so với thị giá hiện tại. Đối với tầm nhìn dài hạn, VNM là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc với những lý do sau:

- 1) Vinamilk kì vọng được hưởng lợi từ sự thâm hụt sữa trong nước cùng sự tăng trưởng chung của ngành;
- 2) Biên gộp của Vinamilk kì vọng được cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu hạ nhiệt;
- 3) Tiềm lực tài chính vững mạnh, tỷ lệ chi trả cổ tức cao.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá VNM. Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp trong cùng ngành có quy mô tương đồng với VNM hoạt động trong nước và khu vực châu Á - Thái Bình Dương. Trung bình P/E của các doanh nghiệp trong thống kê (ngoại trừ VNM) ở mức 22.3x. Kết hợp cùng EPS dự phóng năm 2024 ở mức 3,970 đồng, chúng tôi kỳ vọng giá mục tiêu 12 tháng VNM ở mức 88,531 VND.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành					
Mã chứng khoán	PE	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS (%)	ROA (%)	ROE (%)
SAP CN EQUITY	25.5	12,635.4	125.76	2.3	4.8
FNH MK EQUITY	26.3	3,124.0	40.19	9.8	15.0
GLB ID EQUITY	20.0	3,410.7	70.36	8.7	16.7
2269 JT Equity	16.7	10,174.2	(18.52)	5.5	9.2
EMMN SW Equity	22.8	4,663.9	2.05	7.0	15.1
Trung bình	22.3				
EPS forward	3,970				
Giá mục tiêu	88,531				

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Company

Đối với phương pháp FCF, chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 2.9% là lãi suất phi rủi ro, Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử của VNM và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCF của VNM được định giá ở mức 80,270 đồng.

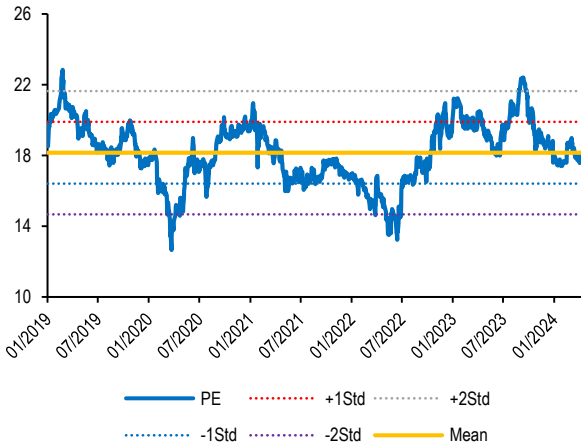
Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	10.1
Lãi suất phi rủi ro (%)	2.9
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	9.0
Beta	0.89
Chi phí nợ (%)	3.0
Chi phí sử dụng vốn (%)	10.9
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.06
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	8,456

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCF của VNM					
Đơn vị: tỷ VND	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
LN ròng	9,420	9,973	10,513	11,281	12,078
Cộng: Lãi vay sau thuế	116	130	114	111	108
Cộng: Khấu hao	1,969	2,062	2,178	2,226	2,352
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-247	-523	169	834	-767
Trừ: Vốn đầu tư	1,486	1,651	1,665	1,621	1,666
Dòng tiền tự do (FCFF)	10,266	11,037	10,971	11,163	13,639
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	46,953				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.5%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	109,547				
Giá trị doanh nghiệp	156,500				
Nợ vay	8,456				
Tiền và tương đương tiền	23,049				
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,329				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	2.09				
Giá mục tiêu (VND)	80,270				

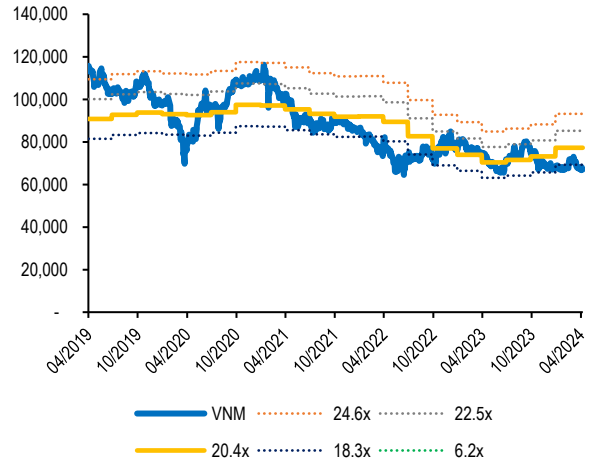
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của VNM



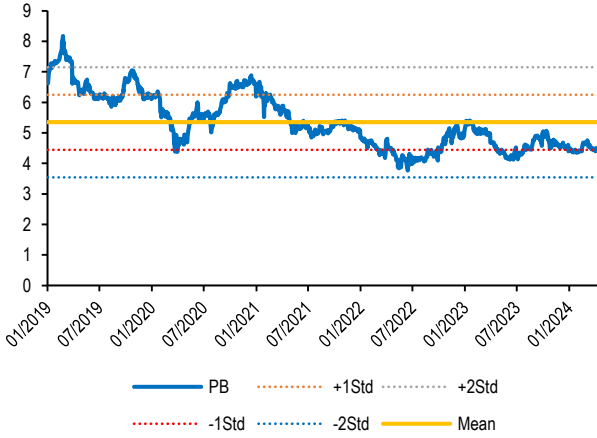
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER band của VNM



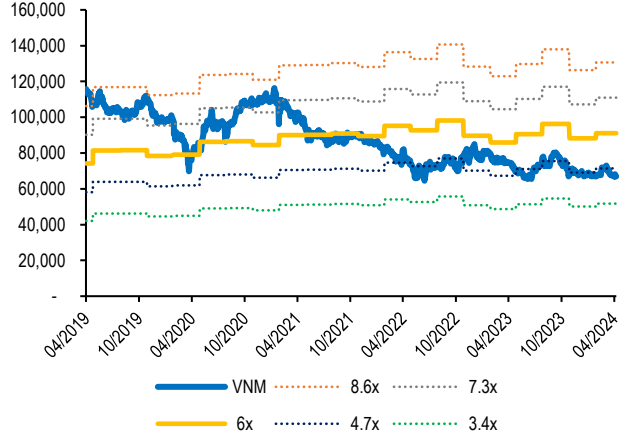
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của VNM



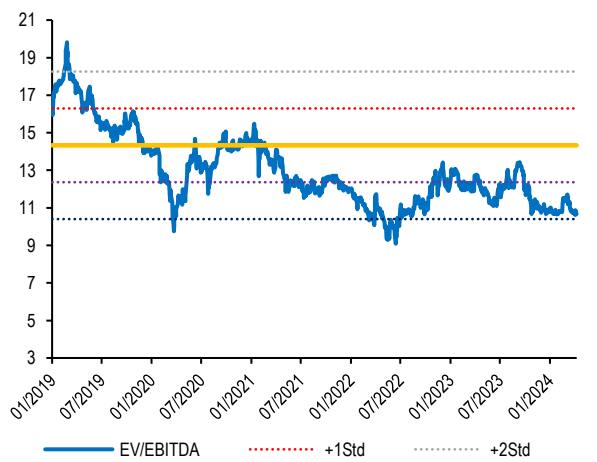
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của VNM



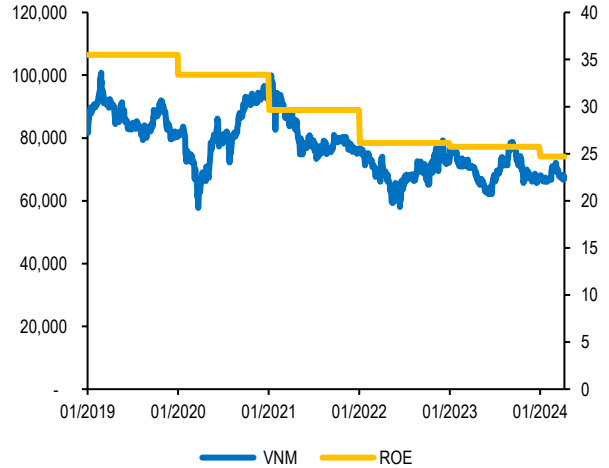
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của VNM



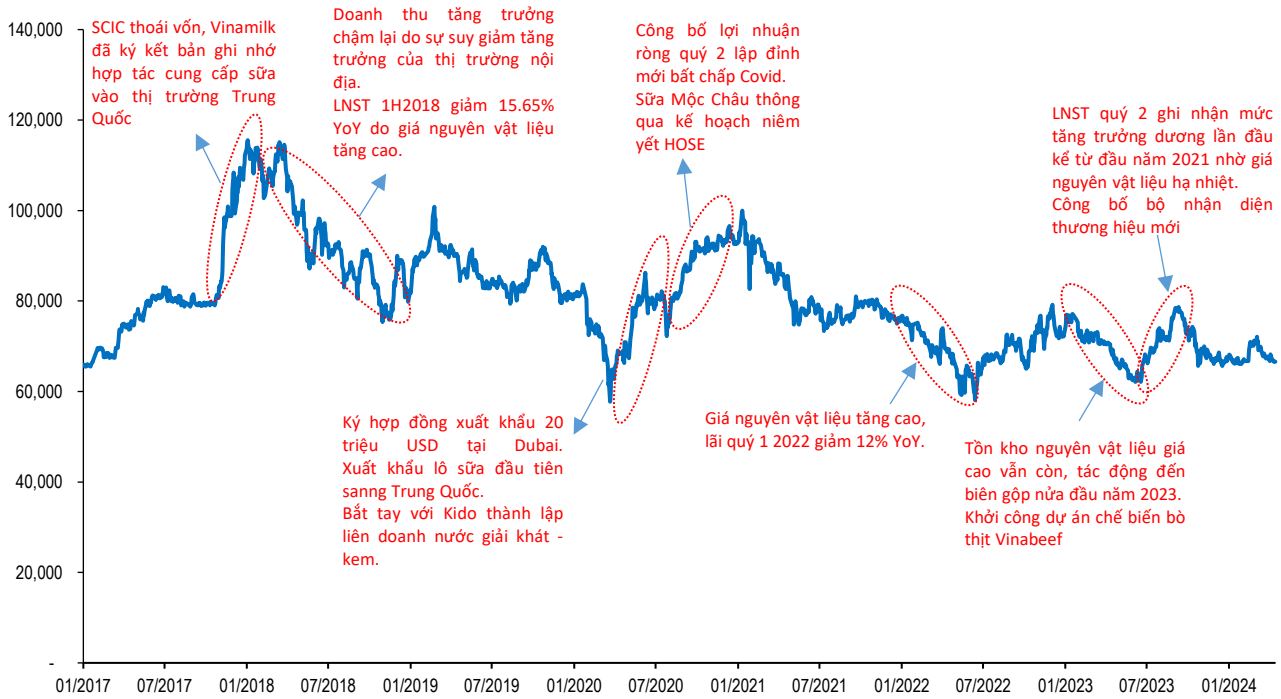
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE dự phóng của VNM



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của VNM



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Hạn chế về địa lý trong việc mở rộng trang trại và gia tăng năng suất sữa

Theo công bố của Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA), khi chỉ số độ ẩm nhiệt độ (temperature-humidity index - THI) vượt quá 70, gia súc dễ bị căng thẳng (stress nhiệt) và ảnh hưởng đến năng suất sữa. Cụ thể, sản lượng sữa có thể giảm 10-25% khi bò bị stress nhiệt. Nhiệt độ cao hơn 27 độ C, sản lượng sữa giảm rõ rệt.

Trong khi với khí hậu nhiệt đới như Việt Nam, nhiệt độ bình quân thường trên 25 độ C, độ ẩm tương đối thường vượt mức 80%, THI thường xuyên vượt quá 75. Những yếu tố trên ảnh hưởng đến năng suất sữa toàn ngành. Do đó, để hạn chế những ảnh hưởng của khí hậu, chăn nuôi bò sữa chủ yếu tập trung ở những khu vực có ưu thế tự nhiên, địa lý và kĩ thuật.

Chăn nuôi bò sữa tập trung chủ yếu tại các tỉnh có ưu thế địa lý và kĩ thuật

Tỉnh	Số lượng bò	% cả nước
Nghệ An	78,906	24.3
TPHCM	61,340	18.9
Lâm Đồng	29,338	0.09
Sơn La	26,024	0.08
Khác	129,546	39.8
Tổng cộng	325,154	100

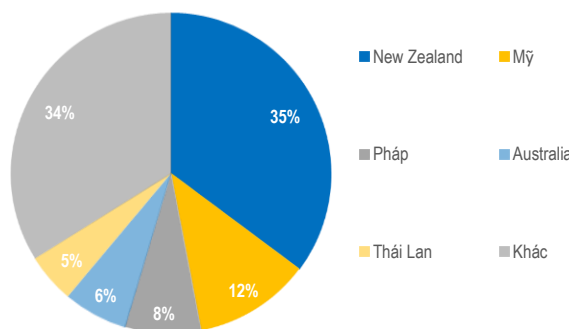
Nguồn: Thống kê chăn nuôi (2022), Shinhan Securities Vietnam

Chúng tôi nhận định rằng giới hạn địa lý và tự nhiên có thể ảnh hưởng đến (1) việc mở rộng trang trại của doanh nghiệp sữa Việt Nam nói chung và Vinamilk nói riêng và (2) năng suất sữa tại các nông hộ khi chưa thể áp dụng công nghệ hiện đại làm giảm ảnh hưởng của stress nhiệt.

Rủi ro phụ thuộc nguyên vật liệu nhập khẩu

Đặc điểm của ngành sữa Việt Nam là sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được 40% - 50% nhu cầu tiêu thụ. Do đó, đa phần các doanh nghiệp sữa phải nhập khẩu sữa bột từ các quốc gia có năng suất sản xuất sữa cao như Australia, Mỹ, Pháp,... để đáp ứng nhu cầu trong nước. Điều này đẩy doanh nghiệp Việt Nam vào thế phụ thuộc và rủi ro vào nguyên vật liệu nhập khẩu, đồng thời đẩy thế chủ động vào tay các doanh nghiệp sữa ngoại như Abbott, FrieslandCampina.

Việt Nam nhập thêm sữa và các sản phẩm từ sữa từ New Zealand



Nguồn: Tổng cục Hải Quan (11/2023), Shinhan Securities Vietnam

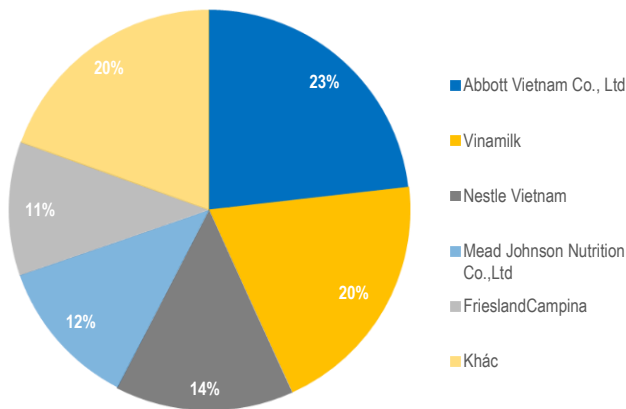
Tuy vậy, các doanh nghiệp có chiến lược riêng để giữ vững vị thế trong ngành sữa. Cụ thể, TH Milk tập trung vào mảng sữa tươi bằng việc phát triển vùng nguyên liệu với đàn bò có năng suất cao nhất Việt Nam, Nutifood đầu tư vào nhà máy và bao tiêu sản phẩm sữa của Hoàng Anh Gia Lai giúp giảm giá thành sản xuất. Với Vinamilk, doanh nghiệp liên tục mở rộng quy mô trang trại, đàn bò và liên kết với nông dân để giảm sự phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu.

Rủi ro tỷ lệ sinh giảm và hạn chế trong quảng cáo cho trẻ dưới 2 tuổi

Tiêu thụ sữa trẻ em chiếm 24% tổng tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa. Tuy nhiên, mức độ cạnh tranh trong mảng sữa trẻ em giữa các doanh nghiệp là gay gắt nhất khi (1) tỷ lệ sinh tại Việt Nam giảm từ 2.12 trẻ/phụ nữ (năm 2020) xuống 1.96 trẻ/phụ nữ (2023) khiến nhu cầu tiêu thụ sữa trẻ em giảm tốc và (2) xu hướng chi tiêu các sản phẩm cao cấp cho trẻ tăng cao trong khi đó các doanh nghiệp sữa ngoại có lợi thế về thương hiệu hơn. Có thể thấy, doanh nghiệp sữa ngoại đang chiếm thị phần cao hơn so với doanh nghiệp sữa nội là Vinamilk.

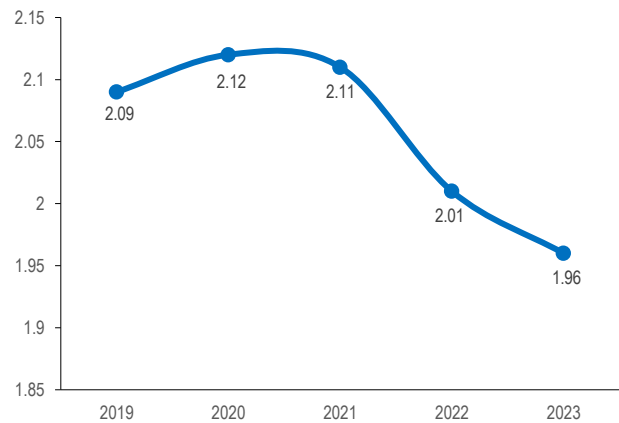
Thêm vào đó, Luật Quảng cáo năm 2018 cấm việc quảng cáo sản phẩm sữa thay thế sữa mẹ dùng cho trẻ dưới 24 tháng tuổi, sản phẩm dinh dưỡng bổ sung dùng cho trẻ dưới 06 tháng tuổi. Điều này góp phần giới hạn việc tiếp cận của doanh nghiệp sữa nội trong mảng sữa trẻ em.

Thị phần mảng sữa trẻ em phân mảnh



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sinh (trẻ/phụ nữ) giảm qua các năm



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024F
Tổng tài sản	48,433	53,332	48,482	52,673	53,894
Tài sản ngắn hạn	29,666	36,110	31,560	35,936	38,067
Tiền và tương đương tiền	2,111	2,349	2,300	2,912	2,649
Đầu tư TC ngắn hạn	17,314	21,026	17,414	20,137	22,568
Các khoản phải thu	5,187	5,822	6,100	6,530	6,327
Hàng tồn kho	4,905	6,773	5,538	6,128	6,324
Tài sản ngắn hạn khác	149	140	208	229	199
Tài sản dài hạn	18,767	17,222	16,922	16,737	15,827
Tài sản cố định	13,854	12,707	11,903	12,690	11,664
Chi phí xây dựng cơ bản	1,063	1,130	1,805	937	1,099
Tài sản dài hạn khác	4,913	4,515	5,019	4,047	4,163
Tổng nợ	14,785	17,482	15,666	17,648	17,731
Nợ ngắn hạn	14,213	17,068	15,308	17,139	17,305
Khoản phải trả	3,199	4,214	4,284	3,806	4,221
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	7,317	9,382	4,867	8,218	8,217
Khác	3,697	3,472	6,157	5,115	4,867
Nợ dài hạn	573	414	358	509	426
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	167	76	66	238	156
Khác	406	338	292	271	270
Vốn chủ sở hữu	33,647	35,850	32,817	35,026	36,163
Vốn góp chủ sở hữu	20,900	20,900	20,900	20,900	20,900
Quỹ đầu tư phát triển	3,286	4,352	5,267	6,164	7,123
Vốn khác	201	237	330	707	707
Lợi nhuận giữ lại	6,910	7,594	3,353	3,926	3,994
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,350	2,767	2,967	3,329	3,439
*Nợ vay	7,484	9,458	4,933	8,456	8,373
*Nợ ròng (tiền)	(11,941)	(13,917)	(14,781)	(14,593)	(16,844)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024F
Tiền từ HĐKD	10,180	9,431	8,827	7,888	9,368
Lợi nhuận ròng	13,519	12,922	10,496	10,968	11,476
Khấu hao TSCĐ	2,817	2,367	2,341	2,546	1,969
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(305)	(987)	(1,098)	(1,643)	(1,580)
Thay đổi vốn lưu động	(1,174)	(1,294)	104	(1,701)	247
Thay đổi khác	(4,677)	(3,577)	(3,016)	(2,282)	(2,744)
Tiền từ HĐ đầu tư	(4,801)	(3,933)	3,473	(2,988)	(2,337)
Thay đổi tài sản cố định	(1,115)	(1,397)	(1,320)	(1,475)	(1,486)
Thay đổi tài sản đầu tư	(4,849)	(3,514)	3,635	(2,856)	(2,431)
Khác	1,163	978	1,158	1,343	1,580
Tiền từ HĐ tài chính	(5,927)	(5,257)	(12,360)	(4,294)	(7,298)
Thay đổi vốn cổ phần	(14)	318	338	347	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	2,015	2,046	(4,531)	3,511	(83)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(7,928)	(7,621)	(8,167)	(8,152)	(7,215)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(548)	241	(60)	606	(267)
Tổng tiền đầu năm	2,669	2,115	2,352	2,300	2,912
Thay đổi trong kỳ giá	(10)	(7)	8	6	4
Tổng tiền cuối năm	2,111	2,349	2,300	2,912	2,649

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	59,636	60,919	59,956	60,369	62,167
Tăng trưởng (%)	5.9	2.2	-1.6	0.7	3.0
Giá vốn hàng bán	(31,968)	(34,641)	(36,059)	(35,824)	(36,243)
Lợi nhuận gộp	27,668	26,278	23,897	24,545	25,924
Biên lợi nhuận gộp (%)	46.4	43.1	39.9	40.7	41.7
Chi phí BH & QLDN	(15,405)	(14,518)	(14,144)	(14,774)	(15,830)
LN từ HĐKD	12,263	11,760	9,753	9,771	10,094
Tăng trưởng (%)	0.7	(4.1)	(17.1)	0.2	3.3
Biên LN từ HĐKD (%)	20.6	19.3	16.3	16.2	16.2
LN khác	1,255	1,163	742	1,196	1,382
Thu nhập tài chính	1,581	1,215	1,380	1,716	1,759
Chi phí tài chính	(309)	(202)	(618)	(503)	(361)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(144)	(89)	(166)	(354)	(142)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(17)	150	(20)	(17)	(16)
LNTT	13,518	12,923	10,495	10,967	11,476
Thuế TNDN	(2,283)	(2,290)	(1,918)	(1,949)	(2,056)
LNST	11,235	10,633	8,577	9,018	9,420
Tăng trưởng (%)	6.5	(5.4)	(19.3)	5.1	4.5
Biên lợi nhuận ròng (%)	18.8	17.5	14.3	14.9	15.2
LNST cổ đông công ty mẹ	11,099	10,532	8,516	8,874	9,310
Lợi ích CDTS	136	101	61	144	110
LN trước thuế và lãi vay	13,662	13,012	10,661	11,321	11,618
Tăng trưởng (%)	5.9	(4.8)	(18.1)	6.2	2.6
Biên LN (%)	22.9	21.4	17.8	18.8	18.7
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	16,479	15,379	13,002	13,867	13,587
Tăng trưởng (%)	10.4	(6.7)	(15.5)	6.7	(2.0)
Biên LN (%)	27.6	25.2	21.7	23.0	21.9

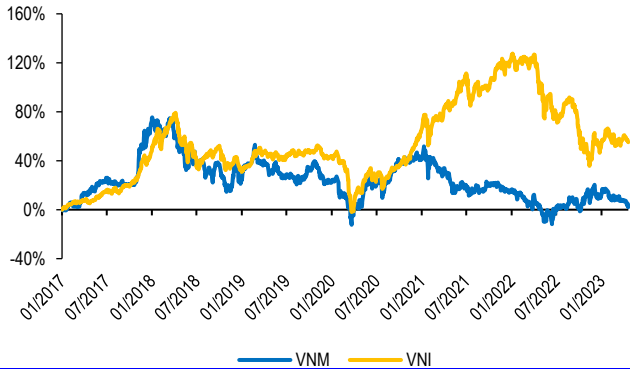
Chỉ số tài chính

Năm	2020	2021	2022	2023	2024F
EPS (đồng)	4,770	4,517	3,632	3,796	3,970
BPS (đồng)	14,975	15,829	14,282	15,166	15,657
DPS (đồng)	3,793	3,646	3,908	3,900	3,452
PER (x)	22.8	19.1	19.1	21.0	21.3
PBR (x)	7.3	5.5	5.5	5.3	5.4
EV/EBITDA (x)	14.3	14.3	9.5	9.3	11.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	71	76	94	91	78
Lãi cổ tức (%)	4.5	4.3	4.6	4.6	4.1
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	27.6	25.2	21.7	23.0	21.9
Biên LN từ HĐKD (%)	20.6	19.3	16.3	16.2	16.2
Biên LNST (%)	18.8	17.5	14.3	14.9	15.2
ROA (%)	23.2	19.9	17.7	17.1	17.5
ROE (%)	33.4	29.7	26.1	25.7	26.05
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	22.2	26.4	15.0	24.1	23.2
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	136.7	137.0	128.8	134.5	145.7
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	94.9	146.2	64.2	32.0	81.8
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	42.1	40.0	46.4	40.3	40.7
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	56.4	61.5	62.3	59.4	62.7
Số ngày khoản phải thu (ngày)	29.7	33.0	36.3	38.2	37.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Sữa Việt Nam (VNM VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Cao/Thấp
25/04/2024 (BC lần đầu)	MUA	84,400	18.6	26.4/6.8

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Trang Vo

Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VNM VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. 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 Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongsongpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000