

# CTCP SỮA VIỆT NAM

[ Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống ]

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

## MUA

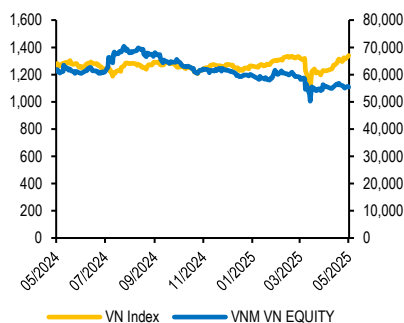
### Báo Cáo Cập Nhật

**Giá mục tiêu** (12 tháng) **72,700 VND**  
Giá hiện tại (03/06/2025) **55,600 VND**  
**Suất sinh lời (%)** **30.8%**

|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| VNINDEX                           | 1,345         |
| P/E thị trường                    | 11.2          |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 116,202       |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 2,090         |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        | 737           |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            | 76,200/51,400 |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 4.00          |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 247           |
| Sở hữu nước ngoài (%)             | 51.5          |

|                 |                                           |       |
|-----------------|-------------------------------------------|-------|
| 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 (%)       | -12.0 | -13.0 | -15.9 |
| So với VN-Index (%) | -14.7 | -20.6 | -20.9 |



Nguồn: Bloomberg

### Nhi Nguyễn

☎ (84-28) 6299-8000  
✉ [nhi.ntt@shinhan.com](mailto:nhi.ntt@shinhan.com)



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

## Điểm sáng từ xuất khẩu

### Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 72,700 đồng

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) là doanh nghiệp sữa có thị phần đứng đầu Việt Nam với hệ thống phân phối cùng đàn bò sữa lớn nhất cả nước. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng liên tục bành trướng sang các vùng lãnh thổ lớn như Trung Quốc và Trung Đông. Với mức giá hiện tại, VNM là một khoản đầu tư xứng đáng được cân nhắc bởi: (1) Tỷ lệ chi trả cổ tức cao và tiềm lực tài chính khỏe mạnh đủ để đáp ứng cho những nhu cầu đầu tư mở rộng trong tương lai, (2) Động lực tăng trưởng đến từ thị trường xuất khẩu và các công ty ở nước ngoài và (3) Dư địa tăng trưởng ở ngành sữa Việt Nam vẫn còn khi tăng trưởng kép dự báo ở mức 3.0%/năm trong giai đoạn 2025-2029 (theo Euromonitor 2024) và mức tiêu thụ sữa trên đầu người còn thấp so với các nước khác trong khu vực Đông Nam Á, tuy còn nhiều rào cản mở rộng sản xuất và phụ thuộc nhiều vào nguyên liệu nhập.

Dựa trên phương pháp FCF và P/E, chúng tôi cập nhật định giá và khuyến nghị MUA đối với VNM với giá mục tiêu là 72,700 VND, tương đương mức sinh lời kỳ vọng 30.8%.

### Cập nhật KQKD Q1/2025

Q1/2025, VNM ghi nhận DT thuần 12,935 tỷ đồng (-8.3% YoY) và LNST 1,587 tỷ đồng (-28% YoY), hoàn thành lần lượt 20% và 16% KH năm. DT thị trường nội địa đạt kết quả kém khả quan khi tăng trưởng âm -13%, trong khi đó thị trường nước ngoài duy trì quý thứ 7 tăng trưởng dương liên tiếp nhờ xuất khẩu tích cực.

DT giảm một phần do cải tổ hệ thống phân phối gây ra đứt gãy trong quá trình bán hàng, kết hợp với tăng trưởng âm ở một số mặt hàng chủ lực. Biên SG&A Q1 tăng lên 27.8% (Q1 cùng kỳ là 24.7%) khiến biên LNST sụt giảm so với cùng kỳ, trong khi đó biên LN gộp cải thiện nhẹ so với quý trước và sụt giảm so với cùng kỳ 2024 do giá bột sữa tăng từ quý 2 năm 2024. Tuy nhiên, Ban lãnh đạo (BLĐ) chia sẻ rằng Doanh thu tháng 4 đã quay trở lại tăng trưởng và Quý 2 có thể ghi nhận tăng trưởng dương so với cùng kỳ trong kịch bản tích cực.

### Dự phóng KQKD 2025

Chúng tôi dự phóng DT thuần 2025 đạt 63,134 tỷ đồng (+2.2% YoY) và LNST đạt 9,464 tỷ đồng (+0.1% YoY). Trong đó, chúng tôi kỳ vọng DT từ thị trường nước ngoài sẽ tăng trưởng 10% nhờ xuất khẩu tích cực, và DT nội địa tăng trưởng nhẹ 0.5% so với kết quả đạt được năm 2024.

### Rủi ro

(1) Rủi ro phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu; (2) Cạnh tranh; (3) Tỷ lệ sinh giảm; (3) Tốc độ phục hồi tiêu dùng yếu hơn dự kiến.

| Năm                            | 2022          | 2023          | 2024          | 2025F         | 2026F         |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu (tỷ VND)</b>      | <b>59,956</b> | <b>60,369</b> | <b>61,782</b> | <b>63,134</b> | <b>64,356</b> |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)            | 9,753         | 9,771         | 10,405        | 10,522        | 11,021        |
| <b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b> | <b>8,577</b>  | <b>9,019</b>  | <b>9,452</b>  | <b>9,464</b>  | <b>9,851</b>  |
| EPS (VND)                      | 3,632         | 3,796         | 4,022         | 4,035         | 4,200         |
| BPS (VND)                      | 14,282        | 15,166        | 15,444        | 15,893        | 16,360        |
| OPM (%)                        | 16.3          | 16.2          | 16.8          | 16.7          | 17.1          |
| NPM (%)                        | 14.3          | 14.9          | 15.3          | 15.0          | 15.3          |
| ROE (%)                        | 25.0          | 26.6          | 26.6          | 25.8          | 26.2          |
| PER (x)                        | 19.2          | 17.0          | 15.8          | 18.0          | 17.3          |
| PBR (x)                        | 4.9           | 4.3           | 4.1           | 4.6           | 4.4           |

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.

## Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/25 và dự phóng

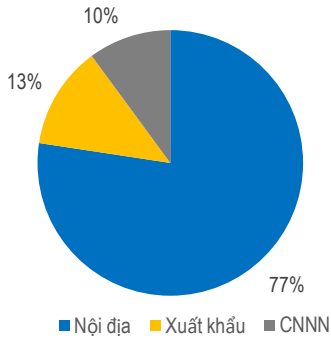
| Tỷ đồng                   | Q1/2025 | Q1/2024 | Thay đổi (YoY) | 2025F  | Tăng trưởng (YoY) |
|---------------------------|---------|---------|----------------|--------|-------------------|
|                           | 12,935  | 15,619  | -8%            | 63,134 | 2.2%              |
| Trong nước                | 10,011  | 13,085  | -13%           | 51,053 | 0.5%              |
| Nước ngoài                | 2,924   | 2,615   | 12%            | 12,081 | 10.0%             |
| Xuất khẩu                 | 1,620   | 1,298   | +25%           |        |                   |
| CNNN                      | 1,304   | 1,317   | -1%            |        |                   |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>      | 5,210   | 5,911   | -12%           | 26,011 | 1.6%              |
| Trong nước                | 3,954   | 4,848   | -18%           | 20,935 |                   |
| Nước ngoài                | 1,256   | 1,063   | 18%            | 5,077  |                   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b> | 1,587   | 2,207   | -28%           | 9,464  | 0.1%              |
| <b>Biên LN gộp</b>        | 40.3%   | 41.9%   | -1.6%          | 41.2%  |                   |
| Trong nước                | 39.5%   | 42.2%   | -2.7%          | 41.0%  |                   |
| Nước ngoài                | 43.0%   | 40.7%   | 2.3%           | 42.0%  |                   |
| <b>Biên SG&amp;A</b>      | 27.8%   | 24.7%   | 3.1%           | 24.5%  |                   |
| <b>Biên LNST</b>          | 12.3%   | 15.6%   | -3.4%          | 15.0%  |                   |

Quý 1/2025, VNM ghi nhận DT thuần 12,935 tỷ đồng (-8.3% YoY) và LNST 1,587 tỷ đồng (-28% YoY), hoàn thành lần lượt 20% và 16% kế hoạch đề ra bởi ĐHCĐ. Doanh thu sụt giảm chủ yếu do thị trường nội địa kém khả quan với DT chỉ đạt 10,011 tỷ đồng (-13% YoY) – nguyên nhân do công ty tiến hành cải tổ hệ thống phân phối gây gián đoạn quá trình bán hàng, kết hợp với tăng trưởng âm ở một số mặt hàng chủ lực.

Ở chiều ngược lại, DT từ thị trường nước ngoài ghi nhận tăng trưởng 12% YoY, trong đó Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng vượt trội 25%, bù đắp cho mức sụt giảm 1% của các chi nhánh nước ngoài (Driftwoods và Angkor Milk). Trong quý, công ty đã mở rộng thêm 2 thị trường xuất khẩu mới ở châu Âu và châu Đại Dương, nâng tổng số thị trường xuất khẩu lũy kế lên 65. Đây cũng là lần đầu tiên Doanh thu từ thị trường nước ngoài chiếm hơn 20% trong cơ cấu doanh thu của VNM.

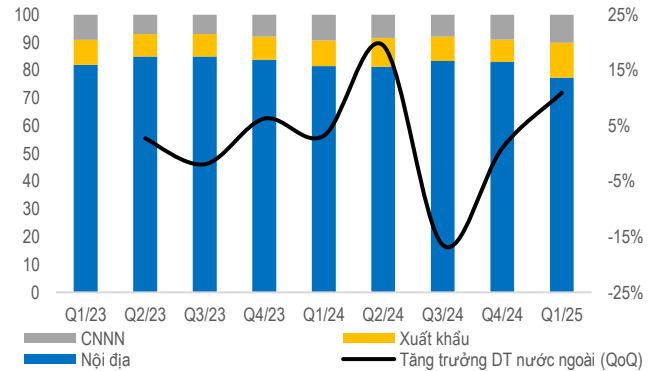
Tuy nhiên, công ty cũng chia sẻ rằng trong tháng 4, doanh thu nội địa đã hồi phục trở lại, ghi nhận tăng trưởng hai chữ số so với cùng kỳ. Trong kịch bản tích cực, BLĐ kỳ vọng Doanh thu Q2 sẽ quay trở lại tăng trưởng dương so với cùng kỳ.

## Cơ cấu doanh thu Q1/25 theo khu vực địa lý



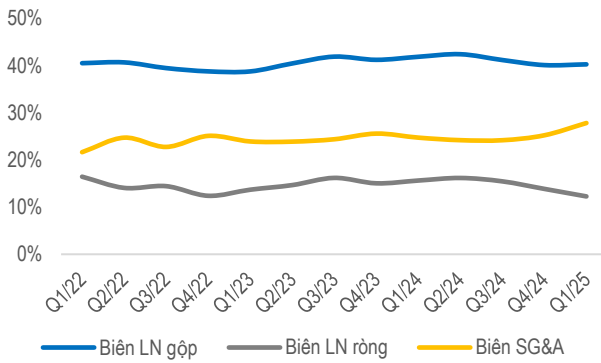
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Tỷ trọng doanh thu nước ngoài trên đà mở rộng



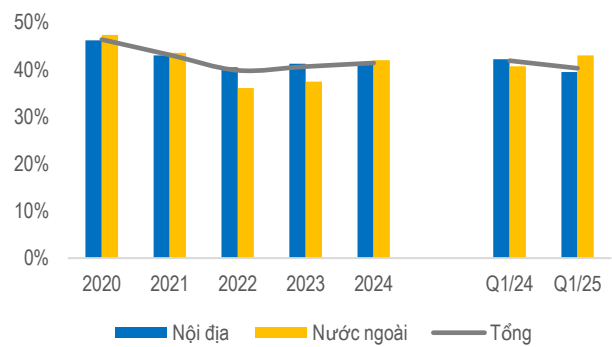
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Biên lợi nhuận qua các quý



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Biên lợi nhuận gộp phân tách theo khu vực địa lý



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận gộp Q1/25 đạt 40.3% (giảm 1.6% YoY), trong đó biên LNG của thị trường nội địa sụt giảm 2.7 điểm phần trăm YoY do giá bột sữa tăng (BLĐ chia sẻ giá NVL bình quân tăng 4.5% trong Q1), trái lại biên LNG của mảng xuất khẩu và các công ty nước ngoài lại tăng lên 43% (cùng kỳ là 40.7%). Biên SG&A cũng tăng 3.1 điểm phần trăm (do chi phí SG&A không phải toàn bộ là biến phí nên DT sụt giảm khiến chi phí biên tăng lên), dẫn đến biên LNST Q1/25 giảm còn 12.3%.

Chúng tôi dự phóng DT thuần 2025 đạt 63,134 tỷ đồng (+2.2% YoY) và LNST đạt 9,464 tỷ đồng (+0.1% YoY). Tuy kết quả Q1 kém khả quan nhưng chủ yếu do ảnh hưởng từ việc tái cấu trúc hệ thống phân phối, chúng tôi kỳ vọng tình hình sẽ cải thiện trong các quý tiếp theo. Chúng tôi hạ dự phóng tăng trưởng thị trường nội địa xuống còn 0.5% so với dự phóng trước đó và nâng dự phóng tăng trưởng của thị trường nước ngoài lên 10% nhờ hoạt động xuất khẩu khả quan hơn dự kiến.

## Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF và P/E để định giá VNM với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng các giả định và dự phóng như bên dưới:

| Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) |            |
|--------------------------------------|------------|
| <b>WACC (%)</b>                      | <b>9.0</b> |
| Lãi suất phi rủi ro (%)              | 3.1        |
| Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)       | 8.35       |
| Beta                                 | 0.77       |
| Chi phí nợ sau thuế (%)              | 2.5        |
| Chi phí sử dụng vốn (%)              | 9.6        |
| Tỷ lệ nợ trên vốn                    | 0.09       |
| Giá trị nợ vay (tỷ VND)              | 10,213     |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

| Mô hình định giá FCFF của VNM               |               |               |               |               |               |
|---------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Đơn vị: tỷ VND                              | 2025F         | 2026F         | 2027F         | 2028F         | 2029F         |
| LN ròng                                     | <b>9,464</b>  | <b>9,851</b>  | <b>10,018</b> | <b>10,171</b> | <b>10,424</b> |
| Cộng: Lãi vay sau thuế                      | 304           | 306           | 311           | 316           | 323           |
| Cộng: Chi phí không bằng tiền               | 2,082         | 2,365         | 2,629         | 3,001         | 3,073         |
| Trừ: Thay đổi vốn lưu động                  | -476          | 501           | -138          | 303           | 294           |
| Trừ: Vốn đầu tư                             | -2,170        | -2,474        | -2,579        | -2,516        | -2,619        |
| <b>Dòng tiền tự do (FCFF)</b>               | <b>9,205</b>  | <b>10,549</b> | <b>10,242</b> | <b>11,275</b> | <b>11,495</b> |
| Tỷ lệ chiết khấu                            | 0.95          | 0.87          | 0.80          | 0.73          | 0.67          |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do        | 8,742         | 9,192         | 8,189         | 8,271         | 7,738         |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn                  | 1.0%          |               |               |               |               |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn        | 97,884        |               |               |               |               |
| Giá trị doanh nghiệp                        | 140,016       |               |               |               |               |
| (Cộng) Tiền và tương đương tiền             | 25,708        |               |               |               |               |
| (Trừ) Nợ vay                                | -10,213       |               |               |               |               |
| (Trừ) Lợi ích cổ đông thiểu số              | -3,925        |               |               |               |               |
| Giá trị vốn chủ sở hữu                      | 151,586       |               |               |               |               |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị) | 2.09          |               |               |               |               |
| <b>Giá mục tiêu (VND)</b>                   | <b>72,500</b> |               |               |               |               |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Đối với phương pháp P/E, giá trị P/E chúng tôi sử dụng cho định giá là giá trị P/E trung bình của các doanh nghiệp trong ngành và bình quân P/E lịch sử 5 năm gần nhất của doanh nghiệp (với tỷ trọng mỗi giá trị là 50%). Với P/E mục tiêu là 18.1 thì giá mục tiêu cổ phiếu 12 tháng theo phương pháp này là 73,000 đồng.

| Phương pháp | P/E hiện tại | P/E trung bình 5 năm | P/E bình quân các công ty trong ngành | P/E mục tiêu | EPS 2025 (VND) | Giá mục tiêu (VND) |
|-------------|--------------|----------------------|---------------------------------------|--------------|----------------|--------------------|
| P/E         | 13.1x        | 17.6x                | 18.6x                                 | 18.1x        | 4,035          | <b>73,000</b>      |

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

| Tên công ty                  | Quốc gia   | Vốn hóa (tỷ VNĐ) | Tăng trưởng Doanh thu (%) | Tăng trưởng EPS (%) | P/E          | ROE (%) |
|------------------------------|------------|------------------|---------------------------|---------------------|--------------|---------|
| CISARUA MOUNTAIN DAIRY PT TB | Indonesia  | 60,703           | 16.10                     | -66.80              | 23.6X        | 2.00    |
| ULTRAJAYA MILK IND & TRADING | Indonesia  | 24,542           | 6.90                      | -1.90               | 12.6X        | 15.00   |
| NEW HOPE DAIRY CO LTD-A      | Trung Quốc | 57,881           | -2.90                     | 29.80               | 27.8X        | 24.80   |
| FRASER & NEAVE HOLDINGS BHD  | Malaysia   | 61,397           | 4.90                      | -3.80               | 19.2X        | 14.30   |
| VIETNAM DAIRY PRODUCTS JSC   | Vietnam    | 115,783          | 2.30                      | 5.90                | 13.1X        | 24.10   |
| <b>Trung bình</b>            |            |                  |                           |                     | <b>18.6X</b> |         |
| Trung vị                     |            |                  |                           |                     | 17.4X        |         |
| Cao                          |            |                  |                           |                     | 27.8X        |         |
| Thấp                         |            |                  |                           |                     | 12.6X        |         |

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

## Rủi ro

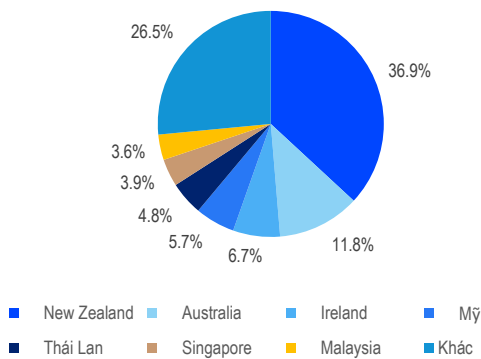
### Rủi ro phụ thuộc nguyên vật liệu nhập khẩu

Do nhiều hạn chế về quy mô đàn bò và khí hậu, nguồn sữa trong nước không đủ để đáp ứng nhu cầu nội địa. Các doanh nghiệp sản xuất sữa ở Việt Nam vẫn phải nhập thêm các nguyên liệu như bột sữa và kem béo từ nước ngoài, khiến biên lợi nhuận chịu ảnh hưởng bởi biến động của giá các nguyên vật liệu này trên thị trường thế giới. Ngoài ra, Việt Nam cũng nhập khẩu thêm nhiều loại sữa ngoại để đáp ứng nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng. Các trường nhập khẩu chính là New Zealand, Úc, Ireland và Mỹ. Trong đó, New Zealand là thị trường nhập khẩu lớn nhất với tỷ lệ 36.9% trong Q1/2025.

Tính từ đầu năm, giá các loại bột sữa đều tăng, nguyên nhân một phần do Trung Quốc tăng nhập khẩu trong bối cảnh nguồn cung trong nước không đủ đáp ứng nhu cầu. Điều này đã làm tăng chi phí nguyên vật liệu của các doanh nghiệp sản xuất trong Quý 1. Ban lãnh đạo VNM chia sẻ rằng giá nguyên vật liệu trung bình đã tăng 4.5% trong Q1.

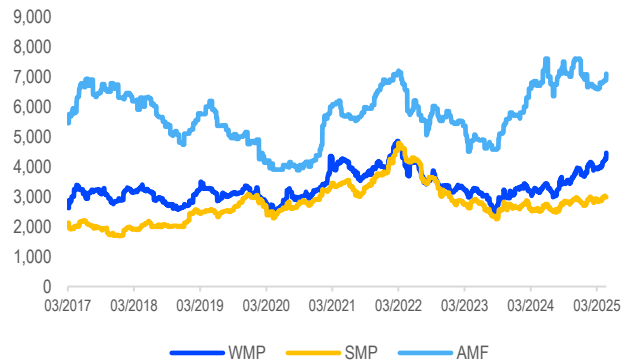
Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chiến tranh thương mại giữa Mỹ-Trung Quốc (Trung Quốc là thị trường xuất khẩu lớn thứ 3 của Mỹ đối với các sản phẩm sữa năm 2024) có thể khiến dòng chảy thương mại tắc nghẽn bắt buộc Mỹ phải chuyển hướng tìm thị trường thay thế, và có thể là yếu tố hỗ trợ cho giá nguyên vật liệu giảm trong ngắn hạn.

Thị trường nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa của Việt Nam Q1/2025



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Giá bột sữa nhập khẩu (USD/tấn)



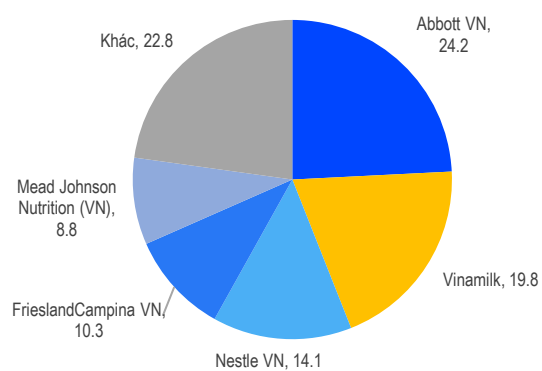
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

### 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 1.91 trẻ/phụ nữ (2024) 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.

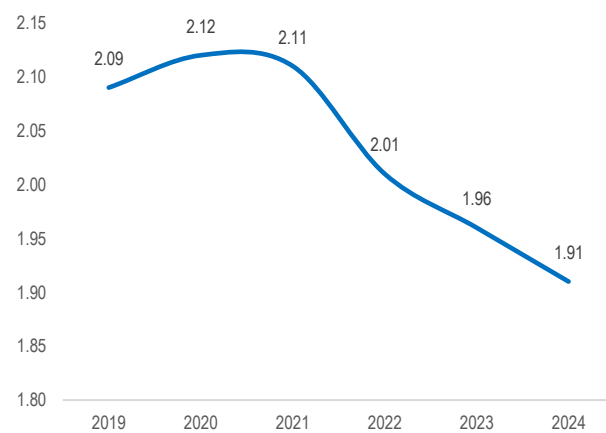
Thêm vào đó, Luật Quảng cáo năm 2018 cấm việc quảng cáo sản phẩm sữa thay thế sữa mẹ dùng cho trẻ dưới 24 tháng tuổi, sản phẩm dinh dưỡng bổ sung dùng cho trẻ dưới 06 tháng tuổi. Điều này góp phần giới hạn việc tiếp cận của doanh nghiệp sữa nội trong mảng sữa trẻ em.

## Thị phần mảng sữa trẻ em phân mảnh (2024)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

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



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

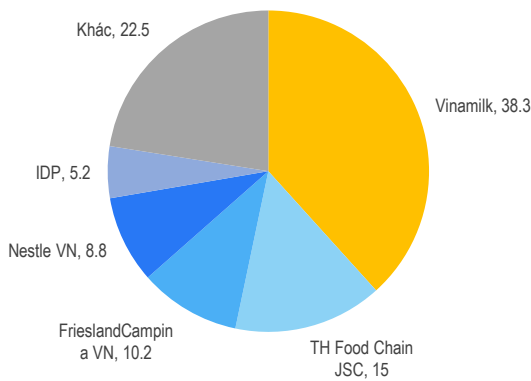
## Tổng quan doanh nghiệp

### 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 cổ phần hóa, 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. Sau 48 năm hoạt động, Vinamilk giữ vững vị thế là thương hiệu sữa hàng đầu tại Việt Nam và xếp thứ 36 toàn cầu (2024).

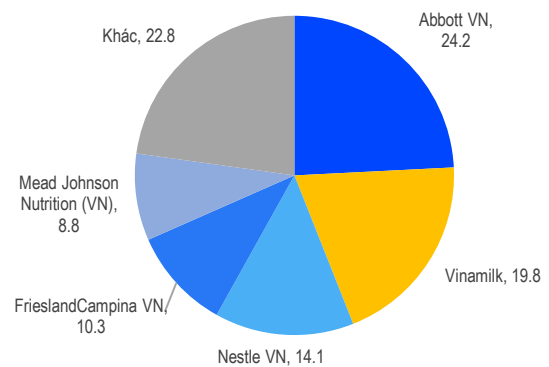
Sự thành công của thương hiệu được củng cố bởi sự đổi mới không ngừng của doanh nghiệp. Doanh nghiệp liên tục ra mắt và cải tiến sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Trong đó, 4 ngành hàng (sữa nước, sữa trẻ em, sữa chua, sữa đặc) chiếm hơn 90% trong tiêu thụ sản phẩm sữa của người Việt Nam (Euromonitor, 2024). Xét theo ngành hàng, Vinamilk chiếm thị phần đứng đầu trong ngành sữa nước, sữa chua và sữa đặc, đứng thứ 2 trong mảng sữa bột trẻ em (sau Abbott).

**Thị phần Sữa nước 2024 (%)**



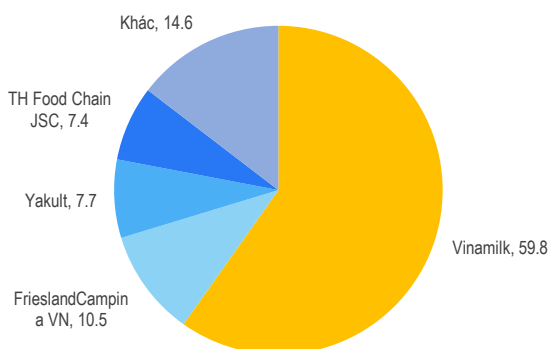
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

**Thị phần sữa bột trẻ em 2024 (%)**



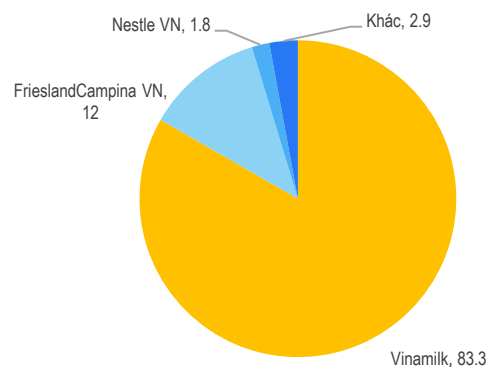
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

**Thị phần Sữa chua 2024 (%)**



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

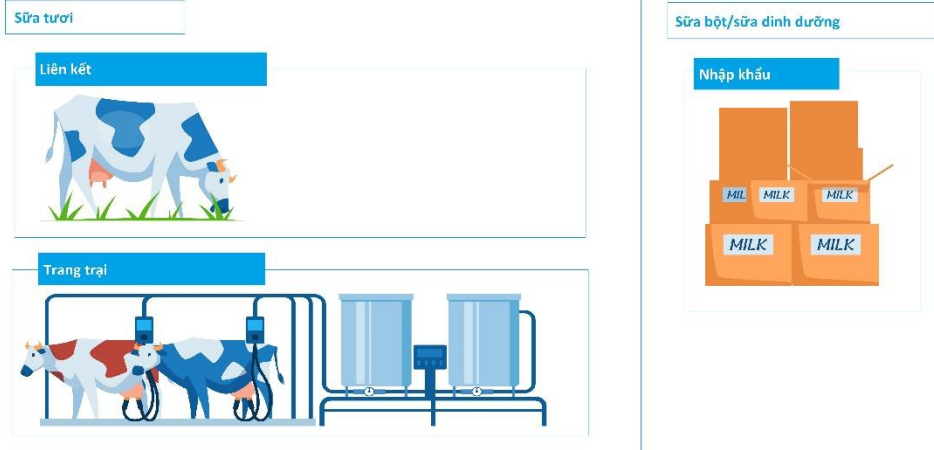
**Thị phần Sữa đặc 2024 (%)**



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

## 2. 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 6,000 hộ nông dân liên kết. VNM hiện đang khai thác đàn bò sữa lớn nhất cả nước với khoảng 130,000 con, tự chủ được 50% sữa tươi nguyên liệu đầu vào.

#### Vinamilk khai thác đàn bò sữa lớn nhất cả nước (31/12/2024)

| 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 | 40,000         | 31%               | 181,000                | 44%             | 4,525                  |
| Liên kết với nông dân        | 90,000         | 69%               | 227,000                | 56%             | 2,522                  |
| <b>Tổng</b>                  | <b>130,000</b> | <b>100%</b>       | <b>408,000</b>         | <b>100%</b>     |                        |

Nguồn: BCTN (2024), 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) 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.

**Dự án trọng điểm Vinamilk 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   | Quý 4/2025                      |
| 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 (2024), 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.

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

Ngoài vùng nguyên liệu, hệ thống phân phối cũng đóng vai trò quan trọng trong cuộc chiến thị phần. Theo Euromonitor, hơn 98% 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 gần 2% sản phẩm được bán thông qua thương mại điện tử. Do đó, việc sở hữu hệ thống phân phối vượt trội hơn đối thủ góp phần tăng độ phủ các sản phẩm của Vinamilk, từ đó củng cố thị phần.

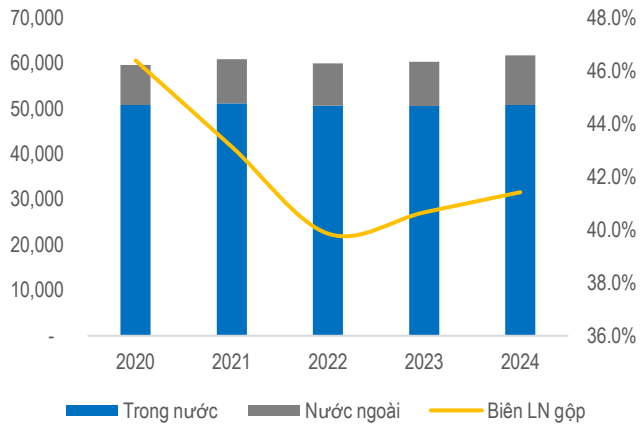
Hiện tại, VNM sở hữu hơn 200 nhà phân phối độc quyền, hơn 690 cửa hàng Vinamilk & Mộc Châu cùng hơn 190,000 điểm bán lẻ truyền thống như cửa hàng tạp hóa, chợ và đại lý nhỏ, kết hợp với hơn 6,000 điểm bán kênh hiện đại, mang lại trải nghiệm mua sắm tiện nghi cho người dùng.

**4. Doanh thu và chi phí**

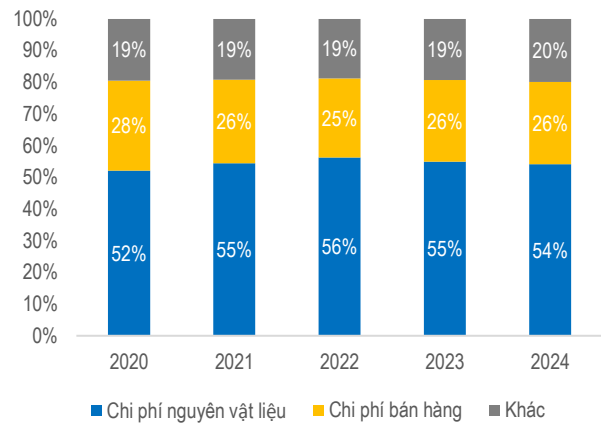
Doanh thu Vinamilk tăng khoảng 7.2% trong 5 năm qua với khoảng 84% đóng góp từ nội địa và khoảng 16% là doanh thu từ nước ngoài (xuất khẩu và doanh thu tại các chi nhánh nước ngoài). Trong đó, doanh thu xuất khẩu chủ yếu là các đơn hàng sữa bột trẻ em tại thị trường Trung Đông, sữa đặc tại thị trường 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 – Phillipines 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 (54%), 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.

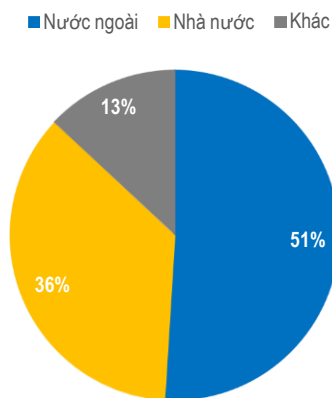
Chi phí bán hàng luôn chiếm tỷ trọng cao trong cấu thành chi phí hoạt động. Điều đó cho thấy mức độ cạnh tranh của ngành sữa tại Việt Nam khi các doanh nghiệp phải gia tăng chi phí bán hàng nhằm gia tăng nhận diện thương hiệu và giữ vững thị phần.

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

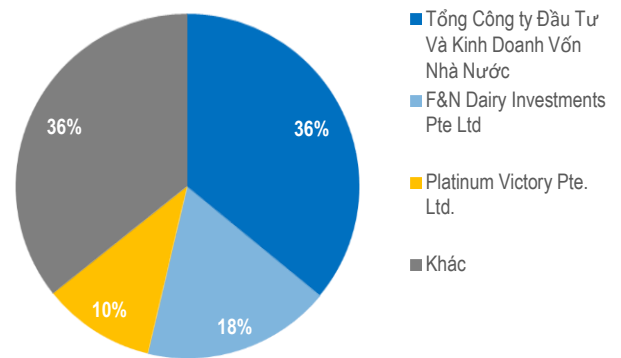
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Cơ cấu chi phí hoạt động của Vinamilk qua các năm**

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

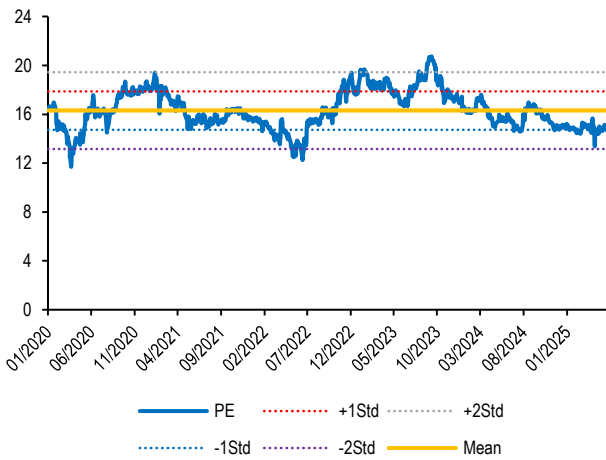
**5. Cơ cấu cổ đông****Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 26/05/2025**

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Tỷ lệ sở hữu của tổ chức ngày 26/05/2025**

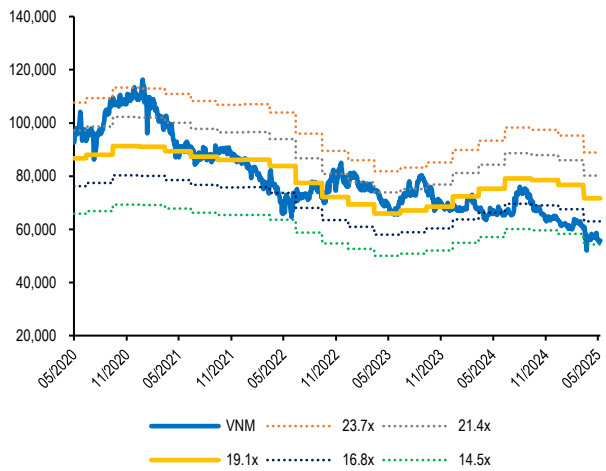
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/E



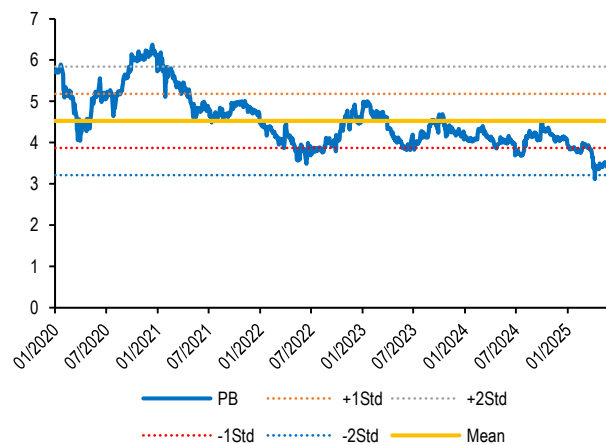
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PE Band



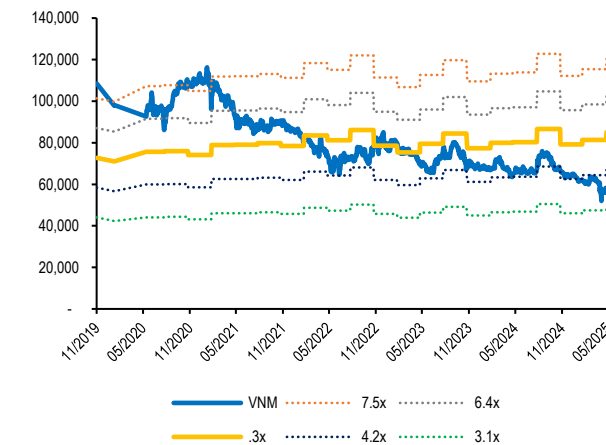
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/B



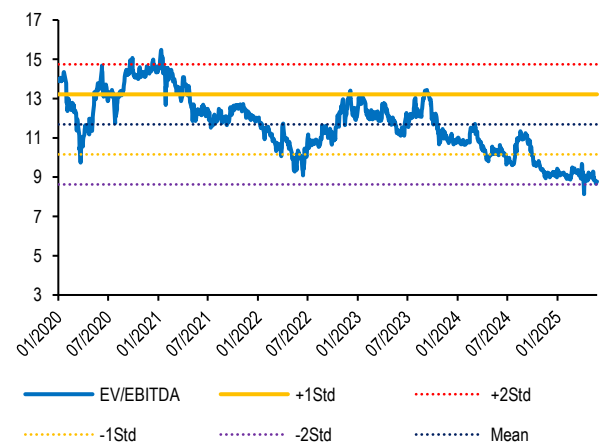
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PB Band



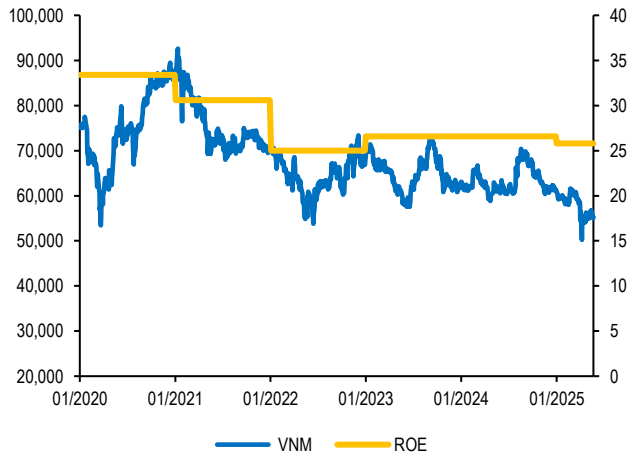
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ EV/EBITDA



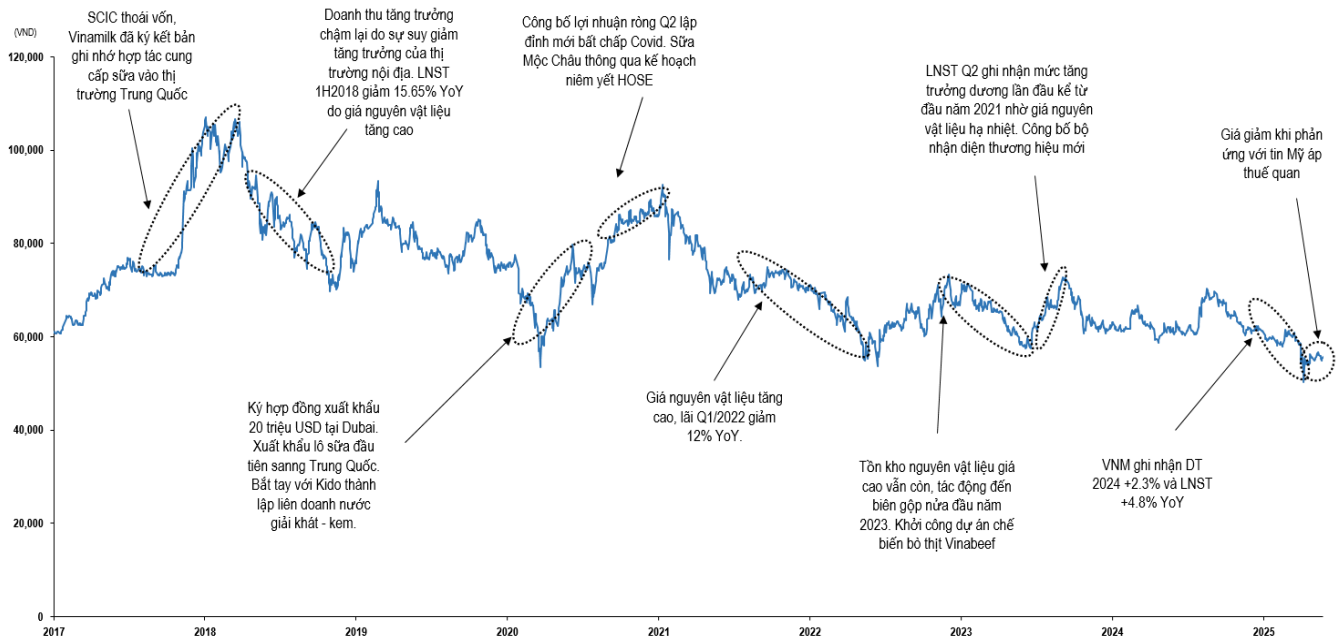
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE



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

## Những sự kiện quan trọng của VNM



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Phụ lục: Báo cáo tài chính

## Bảng cân đối kế toán

| Năm (Tỷ đồng)                    | 2022          | 2023          | 2024          | 2025F         | 2026F         |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Tổng tài sản</b>              | <b>48,483</b> | <b>52,673</b> | <b>55,049</b> | <b>56,363</b> | <b>57,932</b> |
| Tài sản ngắn hạn                 | 31,560        | 35,936        | 37,554        | 39,007        | 40,695        |
| Tiền và tương đương tiền         | 2,300         | 2,912         | 2,226         | 2,068         | 3,073         |
| Đầu tư TC ngắn hạn               | 17,414        | 20,137        | 23,260        | 23,769        | 24,229        |
| Các khoản phải thu               | 6,100         | 6,530         | 6,234         | 6,832         | 6,965         |
| Hàng tồn kho                     | 5,538         | 6,128         | 5,687         | 6,187         | 6,275         |
| Tài sản ngắn hạn khác            | 208           | 229           | 147           | 150           | 153           |
| Tài sản dài hạn                  | 16,923        | 16,737        | 17,495        | 17,356        | 17,238        |
| Tài sản cố định ròng             | 11,903        | 12,690        | 12,551        | 12,772        | 13,008        |
| Tài sản đầu tư                   | 743           | 831           | 1,373         | 1,373         | 1,373         |
| Tài sản dài hạn khác             | 4,277         | 3,216         | 3,572         | 3,211         | 2,857         |
| <b>Tổng nợ</b>                   | <b>15,666</b> | <b>17,647</b> | <b>18,875</b> | <b>19,287</b> | <b>19,928</b> |
| Nợ ngắn hạn                      | 15,308        | 17,139        | 18,460        | 18,897        | 19,564        |
| Khoản phải trả                   | 4,284         | 3,806         | 3,874         | 4,211         | 4,193         |
| Vay và nợ thuê tài chính ngắn    | 4,867         | 8,218         | 9,115         | 9,159         | 9,336         |
| Khác                             | 6,157         | 5,115         | 5,470         | 5,527         | 6,035         |
| Nợ dài hạn                       | 358           | 508           | 415           | 389           | 363           |
| Vay và nợ thuê tài chính dài hạn | 66            | 238           | 158           | 127           | 95            |
| Khác                             | 292           | 270           | 257           | 263           | 268           |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>            | <b>32,817</b> | <b>35,026</b> | <b>36,174</b> | <b>37,077</b> | <b>38,005</b> |
| Vốn góp chủ sở hữu               | 20,900        | 20,900        | 20,900        | 20,900        | 20,900        |
| Quỹ đầu tư và phát triển         | 5,267         | 6,164         | 7,079         | 7,988         | 8,895         |
| Vốn khác                         | 330           | 707           | 829           | 829           | 829           |
| Lợi nhuận giữ lại                | 3,353         | 3,926         | 3,471         | 3,499         | 3,568         |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát  | 2,967         | 3,329         | 3,896         | 3,861         | 3,814         |
| *Nợ vay                          | 4,933         | 8,456         | 9,273         | 9,286         | 9,431         |
| *Nợ ròng (tiền)                  | (14,781)      | (14,593)      | (16,213)      | (16,551)      | (17,871)      |

## Lưu chuyển tiền tệ

| Năm (Tỷ đồng)                          | 2022            | 2023           | 2024           | 2025F          | 2026F          |
|----------------------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Tiền từ HĐKD</b>                    | <b>8,827</b>    | <b>7,887</b>   | <b>8,846</b>   | <b>9,403</b>   | <b>11,030</b>  |
| Lợi nhuận ròng                         | 8,577           | 9,019          | 9,452          | 9,464          | 9,851          |
| Khấu hao TSCĐ                          | 2,095           | 2,054          | 2,095          | 2,082          | 2,365          |
| (Lãi) từ HĐ đầu tư                     | (1,098)         | (1,397)        | (1,654)        | (1,667)        | (1,687)        |
| Thay đổi vốn lưu động                  | 104             | (1,702)        | 904            | (476)          | 501            |
| Thay đổi khác                          | (851)           | (87)           | -              | -              | -              |
| <b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>               | <b>3,473</b>    | <b>(2,989)</b> | <b>(1,233)</b> | <b>(1,012)</b> | <b>(1,247)</b> |
| Thay đổi tài sản cố định               | (1,457)         | (1,580)        | (671)          | (2,170)        | (2,474)        |
| Thay đổi tài sản đầu tư                | 3,592           | (2,882)        | (2,310)        | (509)          | (460)          |
| Khác                                   | 1,338           | 1,473          | 1,741          | 1,667          | 1,687          |
| <b>Tiền từ HĐ tài chính</b>            | <b>(12,360)</b> | <b>(4,293)</b> | <b>(7,320)</b> | <b>(8,550)</b> | <b>(8,777)</b> |
| Thay đổi vốn cổ phần                   | 338             | 347            | -              | (937)          | (975)          |
| Tiền vay/(trả) nợ                      | (4,531)         | 3,512          | 727            | 12             | 145            |
| Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH       | (8,167)         | (8,152)        | (8,046)        | (7,625)        | (7,947)        |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b> | <b>(60)</b>     | <b>606</b>     | <b>293</b>     | <b>(158)</b>   | <b>1,005</b>   |
| Tổng tiền đầu năm                      | 2,348           | 2,300          | 2,912          | 2,226          | 2,068          |
| Thay đổi trong tỷ giá                  | 12              | 6              | -              | -              | -              |
| Tổng tiền cuối năm                     | 2,300           | 2,912          | 2,226          | 2,068          | 3,073          |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Kết quả hoạt động kinh doanh

| Năm (Tỷ đồng)                             | 2022          | 2023          | 2024          | 2025F         | 2026F         |
|-------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                    | <b>59,956</b> | <b>60,369</b> | <b>61,782</b> | <b>63,134</b> | <b>64,356</b> |
| Tăng trưởng (%)                           | -1.6          | 0.7           | 2.3           | 2.2           | 1.9           |
| <b>Giá vốn hàng bán</b>                   | <b>36,059</b> | <b>35,824</b> | <b>36,192</b> | <b>37,123</b> | <b>37,648</b> |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                      | <b>23,897</b> | <b>24,545</b> | <b>25,590</b> | <b>26,011</b> | <b>26,708</b> |
| Biên lợi nhuận gộp (%)                    | 39.9          | 40.7          | 41.4          | 41.2          | 41.5          |
| <b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>              | <b>14,144</b> | <b>14,774</b> | <b>15,185</b> | <b>15,489</b> | <b>15,686</b> |
| <b>LN từ HĐKD</b>                         | <b>9,753</b>  | <b>9,771</b>  | <b>10,405</b> | <b>10,522</b> | <b>11,021</b> |
| Tăng trưởng (%)                           | -17.1         | 0.2           | 6.5           | 1.1           | 4.7           |
| Biên LN từ HĐKD (%)                       | 16.3          | 16.2          | 16.8          | 16.7          | 17.1          |
| <b>LN khác</b>                            | <b>742</b>    | <b>1,196</b>  | <b>1,194</b>  | <b>914</b>    | <b>899</b>    |
| Thu nhập tài chính                        | 1,380         | 1,716         | 1,586         | 1,667         | 1,687         |
| Chi phí tài chính                         | (618)         | (503)         | (428)         | (790)         | (797)         |
| Trong đó: Chi phí lãi vay                 | (166)         | (354)         | (279)         | (371)         | (374)         |
| Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác               | (20)          | (17)          | 37            | 37            | 9             |
| <b>LNTT</b>                               | <b>10,495</b> | <b>10,967</b> | <b>11,599</b> | <b>11,436</b> | <b>11,921</b> |
| Thuế TNDN                                 | 1,918         | 1,948         | 2,147         | 1,972         | 2,070         |
| <b>LNST</b>                               | <b>8,577</b>  | <b>9,019</b>  | <b>9,452</b>  | <b>9,464</b>  | <b>9,851</b>  |
| Tăng trưởng (%)                           | -19.3         | 5.2           | 4.8           | 0.1           | 4.1           |
| Biên lợi nhuận ròng (%)                   | 14.3          | 14.9          | 15.3          | 15.0          | 15.3          |
| LNST cổ đông công ty mẹ                   | 8,515         | 8,873         | 9,392         | 9,371         | 9,753         |
| Lợi ích CĐTTS                             | 62            | 146           | 61            | 93            | 98            |
| <b>LN trước thuế và lãi vay</b>           | <b>10,661</b> | <b>11,321</b> | <b>11,878</b> | <b>11,807</b> | <b>12,295</b> |
| Tăng trưởng (%)                           | -18.1         | 6.2           | 4.9           | -0.6          | 4.1           |
| Biên LN (%)                               | 17.8          | 18.8          | 19.2          | 18.7          | 19.1          |
| <b>LN trước thuế, lãi vay và khấu hao</b> | <b>12,756</b> | <b>13,375</b> | <b>13,973</b> | <b>13,890</b> | <b>14,660</b> |
| Tăng trưởng (%)                           | -15.7         | 4.9           | 4.5           | -0.6          | 5.5           |
| Biên LN (%)                               | 21.3          | 22.2          | 22.6          | 22.0          | 22.8          |

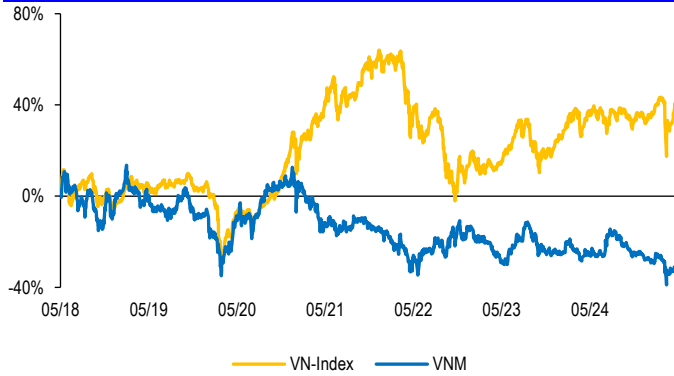
## Chỉ số tài chính

| Năm                               | 2022    | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS (đồng)                        | 3,632   | 3,796   | 4,022   | 4,035   | 4,200   |
| BPS (đồng)                        | 14,282  | 15,166  | 15,444  | 15,893  | 16,360  |
| PER (x)                           | 19.2    | 17.0    | 15.8    | 18.0    | 17.3    |
| PBR (x)                           | 4.9     | 4.3     | 4.1     | 4.6     | 4.4     |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)          | 128.9   | 69.5    | 85.7    | 80.0    | 80.0    |
| Lãi cổ tức (%)                    | 5.8     | 6.2     | 7.2     | 6.6     | 6.9     |
| <b>Khả năng sinh lời</b>          |         |         |         |         |         |
| Biên EBITDA (%)                   | 21.3    | 22.2    | 22.6    | 22.0    | 22.8    |
| Biên LN từ HĐKD (%)               | 16.3    | 16.2    | 16.8    | 16.7    | 17.1    |
| Biên LNST (%)                     | 14.3    | 14.9    | 15.3    | 15.0    | 15.3    |
| ROA (%)                           | 16.8    | 17.8    | 17.5    | 17.0    | 17.2    |
| ROE (%)                           | 25.0    | 26.6    | 26.6    | 25.8    | 26.2    |
| <b>Khả năng tài chính</b>         |         |         |         |         |         |
| Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)         | 15.0    | 24.1    | 25.6    | 25.0    | 24.8    |
| Nợ vay ròng/ EBITDA (%)           | (115.9) | (109.1) | (116.0) | (119.2) | (121.9) |
| Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)   | 128.8   | 134.5   | 138.1   | 136.7   | 139.6   |
| Khả năng thanh toán lãi vay (x)   | 64.2    | 32.0    | 42.6    | 31.8    | 32.8    |
| <b>Hiệu quả hoạt động (%)</b>     |         |         |         |         |         |
| Số ngày phải trả người bán (ngày) | 43.4    | 38.8    | 39.1    | 41.4    | 40.7    |
| Số ngày hàng tồn kho (ngày)       | 56.1    | 62.4    | 57.4    | 60.8    | 60.8    |
| Số ngày khoản phải thu (ngày)     | 37.1    | 39.5    | 36.8    | 39.5    | 39.5    |

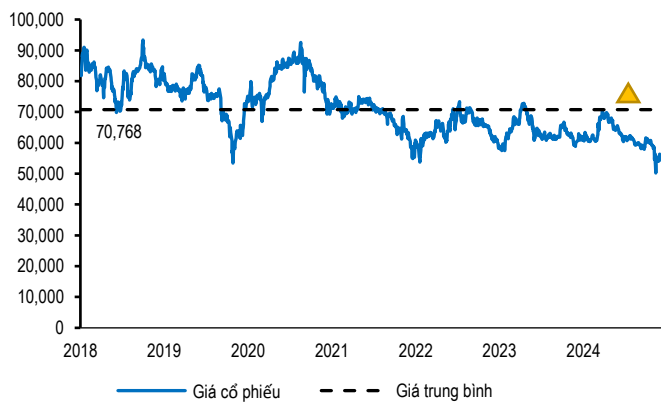
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM VN)

## Giá cổ phiếu



## Giá mục tiêu



| Ngày                     | Khuyến nghị | Giá mục tiêu (VND) | Khoảng giá MT (%) |          |
|--------------------------|-------------|--------------------|-------------------|----------|
|                          |             |                    | TB                | Max/Min  |
| 25/04/2024 (BC lần đầu)  | MUA         | 84,400             | 18.6              | 26.4/6.8 |
| 21/11/2024 (BC cập nhật) | MUA         | 76,000             | 15                | 3.5/23.8 |
| 11/02/2025 (BC cập nhật) | MUA         | 75,000             | 14.8              | 2.9/24.6 |
| 03/06/2025 (BC cập nhật) | MUA         | 72,700             | 18.0              | 3.3/44.8 |

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh 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: Nhi Nguyen

### 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, Yongdungpo-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

### 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

### 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

### Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,  
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000  
Fax : (84-8) 6299-4232

### 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

### 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

### 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