

# Vinamilk (VNM)

## MUA

Đặng Văn Pháp  
Chuyên viên cao cấp

### Cập nhật công ty Thực phẩm & Đồ uống

Giá mục tiêu	134.000
Giá hiện tại	104.000
Cổ tức tiền mặt	3.500
Tỷ lệ tăng	28,8%
Lợi suất cổ tức	3,4%
Tổng lợi nhuận	32,2%

Giá trị vốn hóa (USD)	4.896 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua USD	1,3 triệu
Sở hữu của khối ngoại	49%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	1000,1 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	1000,1 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	121.188
Mức thấp nhất 12 tháng VND	98.540

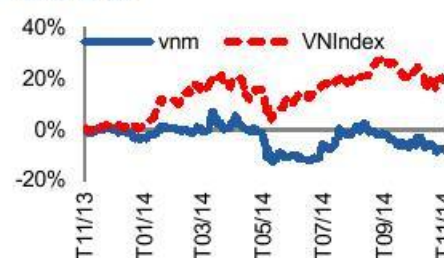
Cơ cấu cổ đông	
SCIC (Nhà nước)	45,08%
F&N Dairy Investments	11,04%
Khác	43,88%

Thuộc danh mục  
Chỉ số VN ALL, VNI, VN30

#### Mô tả công ty

Vinamilk (HSX: VNM) là công ty sữa lớn nhất tại Việt Nam, chiếm 47% thị phần. Với hơn 30 hoạt động tại Việt Nam, VNM đã thành công trong việc xây dựng nhãn hàng cho danh mục sản phẩm, bao gồm sữa bột, sữa nước, sữa chua, sữa đặc có đường và nước ép trái cây. Các sản phẩm của VNM được sản xuất và phân phối trên toàn quốc. Công ty được niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán TP. HCM (HSX), ngày giao dịch đầu tiên là ngày 19/01/2006.

Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu VNM so với chỉ số VNI



## Vinamilk tiếp tục được người tiêu dùng ưa chuộng, triển vọng 2015 tích cực

KQLN 9 tháng đầu năm thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi do doanh thu từ xuất khẩu giảm mạnh, bị ảnh hưởng bởi tình hình xung đột tại Iraq, trong khi thị trường này thường chiếm đến 80%-90% doanh thu từ xuất khẩu của VNM. Tuy nhiên, nhờ triển vọng năm 2015 tích cực hơn, chủ yếu nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh và doanh thu trong nước đang cải thiện, chúng tôi nâng khuyến nghị lên MUA với giá mục tiêu điều chỉnh tăng 14% lên 134.000 đồng/cổ phiếu. Tại dự báo của chúng tôi, VNM hiện đang giao dịch với PER 2015 là 15,3 lần, so với mức 22-23 lần của các công ty sữa khác trong khu vực.

LNST Quý 3 giảm 18,6% so với cùng kỳ, do doanh thu từ xuất khẩu giảm 60,9% so với cùng kỳ, cùng với những yếu tố tiêu cực khác đã được nhắc đến nhiều trong năm nay, bao gồm chi phí nguyên liệu tăng, việc áp trần giá bán buôn đối với sữa bột cho trẻ em và chi phí quản lý & bán hàng tăng mạnh. Xuất khẩu tiếp tục bị ảnh hưởng bởi tình hình xung đột tại Iraq. Trong những năm qua, thị trường này thường chiếm khoảng 80-90% doanh thu từ xuất khẩu của VNM.

Doanh thu nội địa đang cải thiện, cụ thể tăng 15,5% so với cùng kỳ trong Quý 3 sau khi tăng 9,0% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm nay. Đây là một dấu hiệu tích cực do sức tiêu thụ sữa trong nước vẫn tăng trưởng chậm. Điều này củng cố quan điểm của chúng tôi là VNM sẽ giành thêm thị phần, đặc biệt là ở phân khúc sản phẩm sữa nước và sữa bột.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 5,8% dự báo EPS năm 2014, phần lớn là do chúng tôi đã điều chỉnh giảm 35% dự báo doanh thu từ xuất khẩu. Ngoài ra, tuy chúng tôi nâng 20% dự báo đối với doanh thu từ Driftwood lên 2.550 tỷ đồng nhưng ảnh hưởng của việc này là không đáng kể vì biên LNST của Driftwood chỉ đạt 2-3%.

Dự báo giá sữa nguyên liệu vẫn sẽ ở mức thấp trong thời gian tới, giá của mặt hàng này đã giảm 50% kể từ mức giá đỉnh được ghi nhận trong tháng 02/2014. Việc Nga ban hành lệnh cấm nhập khẩu thực phẩm từ các nước phương Tây trong tháng 08/2014 chỉ làm gia tăng thêm áp lực kim hãm đà phục hồi của giá sữa. Giá của mặt hàng này được cho là sẽ tăng trở lại trong Quý 2 hoặc Quý 3/2015 khi hoạt động sản xuất sẽ được điều chỉnh vì mức giá thấp và sức mua của thị trường Trung Quốc sẽ tăng mạnh trở lại. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp chung sẽ tăng từ 34,7% trong năm 2014 lên 36,5% trong năm 2015.

Định giá hấp dẫn với PER năm 2015 là 15,3 lần, thấp hơn 32% so với các công ty khác trong khu vực. Chúng tôi dự báo EPS năm 2014 của VNM sẽ đạt 6.798 đồng/cổ phiếu, tăng 16,4% so với dự báo mà chúng tôi đưa ra cho năm 2014. Chúng tôi đưa ra dự phóng EPS trên cơ sở doanh thu sẽ tăng trưởng 13,5% và biên LNST tăng lên 17,3% từ con số ước tính trong năm 2014 là 16,9%.

Các chỉ số chính	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu (tỷ đồng)	26.562	30.949	34.528	39.187	44.547
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	5.819	6.534	5.841	6.799	7.389
Biên LN gộp (%)	34,2%	36,1%	34,7%	36,5%	34,6%
Biên LN từ HĐ (%)	23,4%	23,6%	19,4%	20,6%	19,0%
Biên LN ròng sau thuế (%)	21,9%	21,1%	16,9%	17,3%	16,6%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	5.819	6.533	5.840	6.798	7.388
Tăng trưởng EPS (%)	38,0%	12,3%	-10,6%	16,4%	8,7%
GT doanh nghiệp (EV) / EBITDA	13,1	11,1	11,9	10,1	9,5
Giá CP / Dòng tiền tự do, theo giá TT	25,8	13,4	23,3	17,1	15,4
Giá CP / Thu nhập, theo giá TT	17,9	15,9	17,8	15,3	14,1
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	6,7	5,9	5,2	4,6	4,1
ROA (%)	33,0%	30,7%	24,4%	25,5%	24,5%
ROE (%)	41,6%	39,5%	31,2%	32,0%	30,7%
Nợ/CSH (%)	0,0%	2,1%	1,8%	1,6%	1,4%





## Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>KQLN</b>					
Doanh thu thuần	26.562	30.949	34.528	39.187	44.547
- Giá vốn hàng bán	-17.485	-19.766	-22.533	-24.878	-29.151
Lợi nhuận gộp	9.077	11.183	11.995	14.309	15.396
- Chi phí bán hàng	-2.346	-3.276	-4.525	-5.384	-5.995
- Chi phí quản lý DN	-525	-611	-763	-859	-953
LN thuần HĐKD	6.206	7.295	6.706	8.066	8.448
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	66	0	0	0	0
- Lợi nhuận khác	661	715	658	685	824
EBIT	6.933	8.010	7.364	8.751	9.272
- Chi phí lãi vay	-3	0	-56	-27	-27
Lợi nhuận trước thuế	6.930	8.010	7.308	8.725	9.245
- Thuế TNDN	-1.110	-1.476	-1.462	-1.919	-1.849
LNST	5.819	6.534	5.846	6.805	7.396
- Lợi ích CDTs	0	0	-6	-7	-7
LNST cổ đông CT Mẹ	<b>5.819</b>	<b>6.534</b>	<b>5.841</b>	<b>6.799</b>	<b>7.389</b>
	7.457	8.782	8.222	9.638	10.255
<b>EBITDA</b>					
SL CP lưu hành (triệu)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
EPS	5.819	6.533	5.840	6.798	7.388
EPS pha loãng hoàn toàn	5.819	6.533	5.840	6.798	7.388

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>Tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu	22,8%	16,5%	11,6%	13,5%	13,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	16,3%	13,0%	14,0%	10,4%	17,2%
Tăng trưởng EBIT	38,8%	15,5%	-8,1%	18,8%	5,9%
Tăng trưởng EPS	38,0%	12,3%	-10,6%	16,4%	8,7%

<b>Khả năng sinh lợi</b>					
Biên LN gộp %	34,2%	36,1%	34,7%	36,5%	34,6%
Biên LN từ HĐ %	23,4%	23,6%	19,4%	20,6%	19,0%
EBIT %	26,1%	25,9%	21,3%	22,3%	20,8%
EBITDA %	28,1%	28,4%	23,8%	24,6%	23,0%
Biên LN ròng %	21,9%	21,1%	16,9%	17,3%	16,6%
ROE %	41,6%	39,5%	31,2%	32,0%	30,7%
ROA %	33,0%	30,7%	24,4%	25,5%	24,5%

<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					
Số ngày tồn kho	70,4	61,8	51,1	47,6	46,3
Số ngày phải thu	16,5	18,6	17,5	14,1	14,1
Số ngày phải trả	42,6	38,9	35,9	38,1	37,1
TG luân chuyển tiền	44,4	41,5	32,6	23,6	23,4

<b>Thanh khoản</b>					
CS thanh toán hiện hành	2,7	2,6	2,8	3,0	3,1
CS thanh toán nhanh	1,8	2,0	2,1	2,3	2,4
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,6	0,5	0,6	0,7
Nợ/Tài sản	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ/Vốn sử dụng	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ/Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Khả năng thanh toán lãi vay	2.225,7	N/A	130,8	330,0	349,6

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>Bảng CĐKT</b>					
Tiền và tương đương	1.252	2.746	2.583	3.405	4.521
Đầu tư TC ngắn hạn	3.909	4.167	5.217	6.367	7.517
Các khoản phải thu	1.266	1.895	1.419	1.610	1.831
Hàng tồn kho	3.473	3.217	3.087	3.408	3.993
TS ngắn hạn	1.210	993	993	993	993
Tổng TS ngắn hạn	11.111	13.019	13.299	15.783	18.855
TS dài hạn (gộp)	10.417	12.552	15.282	16.935	18.588
- Khấu hao lũy kế	-2.289	-3.484	-4.342	-5.228	-6.212
TS dài hạn (ròng)	8.127	9.068	10.940	11.707	12.376
Đầu tư TC dài hạn	66	34	35	36	36
TS dài hạn khác	394	755	773	793	815
Tổng TS dài hạn	8.587	9.856	11.748	12.535	13.226
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>19.698</b>	<b>22.875</b>	<b>25.047</b>	<b>28.318</b>	<b>32.081</b>
Phải trả ngắn hạn	2.248	1.968	2.469	2.726	3.195
Nợ ngắn hạn	0	179	179	179	179
Phải trả ngắn hạn khác	1.897	2.809	2.137	2.426	2.758
Nợ ngắn hạn	4.145	4.956	4.786	5.331	6.131
Vay và nợ dài hạn	0	184	184	184	184
Phải trả dài hạn khác	60	167	167	167	167
Tổng nợ dài hạn	60	351	351	351	351
<b>Tổng nợ</b>	<b>4.205</b>	<b>5.307</b>	<b>5.136</b>	<b>5.682</b>	<b>6.482</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Thặng dư	1.277	1.277	1.277	1.277	1.277
Vốn cổ phần	8.340	8.339	10.006	10.006	10.006
Lợi nhuận giữ lại	5.877	7.952	8.622	11.341	14.297
Lợi ích CDTs	0	0	6	13	20
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>15.493</b>	<b>17.568</b>	<b>19.910</b>	<b>22.637</b>	<b>25.600</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>19.698</b>	<b>22.875</b>	<b>25.047</b>	<b>28.318</b>	<b>32.081</b>

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>DÒNG TIỀN</b>					
Tiền đầu năm	3.157	1.252	2.746	2.583	3.405
Lợi nhuận sau thuế	5.819	6.534	5.841	6.799	7.389
Khấu hao	535	786	857	887	984
Thay đổi vốn lưu động	-201	-102	442	39	2
Điều chỉnh khác	-487	-1.036	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>5.667</b>	<b>6.182</b>	<b>7.139</b>	<b>7.725</b>	<b>8.374</b>
Chi mua sắm TSCĐ	-3.117	-1.491	-2.730	-1.653	-1.653
Đầu tư	0	0	0	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-5.346</b>	<b>-1.520</b>	<b>-3.799</b>	<b>-2.824</b>	<b>-2.825</b>
Cổ tức đã trả	-2.223	-3.167	-3.504	-4.079	-4.433
Tăng (giảm) vốn	-2	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	0	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-2.225</b>	<b>-3.168</b>	<b>-3.504</b>	<b>-4.079</b>	<b>-4.433</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.904	1.494	-164	822	1.116
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1.252</b>	<b>2.746</b>	<b>2.583</b>	<b>3.405</b>	<b>4.521</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính của VNM, Dự báo của VCSC

## Kết quả hoạt động theo quý (theo báo cáo của VNM)

2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của VNM	Dự báo của VCSC
Doanh thu	7.678	9.232	8.731	N/A	25.641	36.928	34.528
LN gộp	2.565	3.165	3.029	N/A	8.759		
Biên LN gộp (%)	33,4%	34,3%	34,7%	N/A	34,2%		
LN từ hoạt động	1.573	1.804	1.546	N/A	4.923		
Biên LN từ hoạt động (%)	20,5%	19,5%	17,7%	N/A	19,2%		
LN ròng sau thuế	1.387	1.575	1.376	N/A	4.338	5.993	5.841
Biên LN ròng sau thuế (%)	18,1%	17,1%	15,8%	N/A	16,9%		
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	6.676	8.070	8.028	8.174	30.949		
LN gộp	2.456	3.122	2.935	2.669	11.183		
Biên LN gộp (%)	36,8%	38,7%	36,6%	32,7%	36,1%		
LN từ hoạt động	1.749	2.084	1.908	1.554	7.295		
Biên LN từ hoạt động (%)	26,2%	25,8%	23,8%	19,0%	23,6%		
LN ròng sau thuế	1.531	1.843	1.690	1.470	6.534		
Biên LN ròng sau thuế (%)	22,9%	22,8%	21,1%	18,0%	21,1%		
2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	5.876	7.011	6.619	7.055	26.562		
LN gộp	1.800	2.422	2.342	2.514	9.077		
Biên LN gộp (%)	30,6%	34,5%	35,4%	35,6%	34,2%		
LN từ hoạt động	1.268	1.662	1.600	1.676	6.206		
Biên LN từ hoạt động (%)	21,6%	23,7%	24,2%	23,8%	23,4%		
LN ròng sau thuế	1.270	1.506	1.395	1.648	5.819		
Biên LN ròng sau thuế (%)	21,6%	21,5%	21,1%	23,4%	21,9%		
2011	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	4.535	5.420	5.697	5.975	21.627		
LN gộp	1.509	1.702	1.673	1.704	6.588		
Biên LN gộp (%)	33,3%	31,4%	29,4%	28,5%	30,5%		
LN từ hoạt động	1.078	1.169	1.049	1.021	4.317		
Biên LN từ hoạt động (%)	23,8%	21,6%	18,4%	17,1%	20,0%		
LN ròng sau thuế	1.006	1.107	1.062	1.042	4.218		
Biên LN ròng sau thuế (%)	22,2%	20,4%	18,7%	17,4%	19,5%		

## Dự báo KQLN năm 2014 do VCSC đưa ra

	Thực tế năm 2013	Dự báo cũ của VCSC cho 2014	Dự báo mới của VCSC cho 2014	YoY % (so với Dự báo mới)	Ghi chú
Doanh thu	30.949	35.559	34.528	11,6%	
Trong nước	26.535	29.241	29.241	10,2%	Sức tiêu thụ trong nước đang cải thiện qua từng quý
Xuất khẩu	4.414	4.193	2.737	-35,0%	Ảnh hưởng bởi tình hình xung đột ở Iraq
Driftwood	0	2.125	2.550	NA	Điều chỉnh theo gợi ý của VNM
Lợi nhuận gộp	11.183	12.192	11.195		
Trong nước	10.221	10.928	10.940		
Xuất khẩu	962	839	571		
Driftwood	0	425	485		
Chi phí bán hàng & marketing	-3.276	-4.324	-4.525		Sức ép cạnh tranh gia tăng khiến chi phí bán hàng tăng
Chi phí quản lý DN	-611	-763	-763		Giữ nguyên ở xấp xỉ 2% doanh thu
LN từ hoạt động	7.295	7.105	6.706		
LN ngoài hoạt động	715	663	658		
LN trước thuế và lãi vay (EBIT)	8.010	7.768	7.364		
Chi phí lãi vay	0	0	-56		
LN trước thuế	8.010	7.768	7.308		
LNST	6.534	6.214	5.846		
LNST (sau lợi ích CĐTS)	6.534	6.199	5.841		
EBITDA	8.782	8.625	8.222		
<i>Biên LN gộp %</i>					
Trong nước %	38,5%	37,3%	37,4%		Chi phí nguyên liệu cao hơn năm 2013
Xuất khẩu %	21,7%	20,0%	20,8%		
Driftwood %	NA	20,0%	19,0%		Ước tính
<i>Chi phí bán hàng &amp; marketing /doanh thu (%)</i>	10,6%	12,2%	13,1%		
<i>Chi phí quản lý DN/ doanh thu (%)</i>	2,0%	2,1%	2,2%		
<i>Biên LN từ HĐ %</i>	23,6%	20,0%	19,4%		
<i>Biên EBIT %</i>	25,9%	21,8%	21,3%		
<i>Biên EBITDA %</i>	28,4%	24,3%	23,8%		
<i>Biên LNST (sau lợi ích CĐTS) %</i>	21,1%	17,4%	16,9%		
<i>Thuế thu nhập DN %</i>	18,0%	20,0%	20,0%		Một số nhà máy không còn được giảm thuế



## Nội dung báo cáo

Sơ lược về công ty .....	6
KQLN Quý 3/2014 – Doanh thu trong nước tăng, nhưng xuất khẩu giảm mạnh.....	7
Triển vọng 2015 tích cực nhờ giá nguyên liệu thấp .....	8
Dự báo 2015: Lợi nhuận trở lại quỹ đạo tăng trưởng .....	10
Định giá: Giá mục tiêu tăng 14% lên 134.000 đồng .....	12
Lịch sử khuyến nghị.....	15
Liên hệ .....	17
CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC) .....	17
Phòng Nghiên cứu và Phân tích.....	17
Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức .....	17
Phòng Môi giới khách hàng trong nước .....	17

## Bảng và hình ảnh

Hình 1: Một số chỉ báo công ty .....	6
Hình 2: Tăng trưởng sức tiêu thụ sữa ở nông thôn (trái) và thành thị (phải) tại Việt Nam .....	7
Hình 3: VNM tạo thêm lợi nhuận khi tăng chi phí quảng cáo và khuyến mãi.....	8
Hình 4: Giá sữa bột tách béo và sữa bột nguyên kem trong các năm qua (USD/tấn).....	9
Hình 5: Quan điểm của các công ty nói gì về giá sữa .....	9
Hình 6: Cơ cấu doanh thu 2015 (tỷ đồng) .....	10
Hình 7: Ước tính biên lợi nhuận gộp các lĩnh vực trong năm 2014 và 2015 .....	11
Hình 8: Tổng kết mô hình định giá.....	12
Hình 9: Diễn biến PER 12 tháng qua của VNM và các công ty sữa khác trong khu vực .....	13
Hình 10: So sánh diễn biến PER 12 tháng trước của VNM và chỉ số VNIndex .....	13
Hình 11: So sánh với một số công ty sữa khác.....	14

## Sơ lược về công ty

**Lĩnh vực kinh doanh**

**Doanh thu**

**Lợi nhuận ròng**

VND/USD = 21.246

Sản xuất các sản phẩm từ sữa và nước giải khát

1,4 tỷ USD (2013)

308 triệu USD, tương đương 6.534 tỷ đồng (2013)

**Yếu tố doanh thu chính**

**Yếu tố chi phí chính**

**Key risks factors**

**Major clients**

**Lãnh đạo**

**Địa chỉ**

**Website**

**Email**

**Điện thoại**

Các sản phẩm từ sữa (sữa lỏng, sữa bột, sữa đặc có đường, sữa chua)

Giá sữa bột tách béo, sữa bột nguyên kem, sữa tươi

Biến động giá sữa tươi và sữa bột tách béo, tình hình cạnh tranh

Người tiêu dùng cuối

Bà Mai Kiều Liên (Chủ tịch HĐQT & TGD)

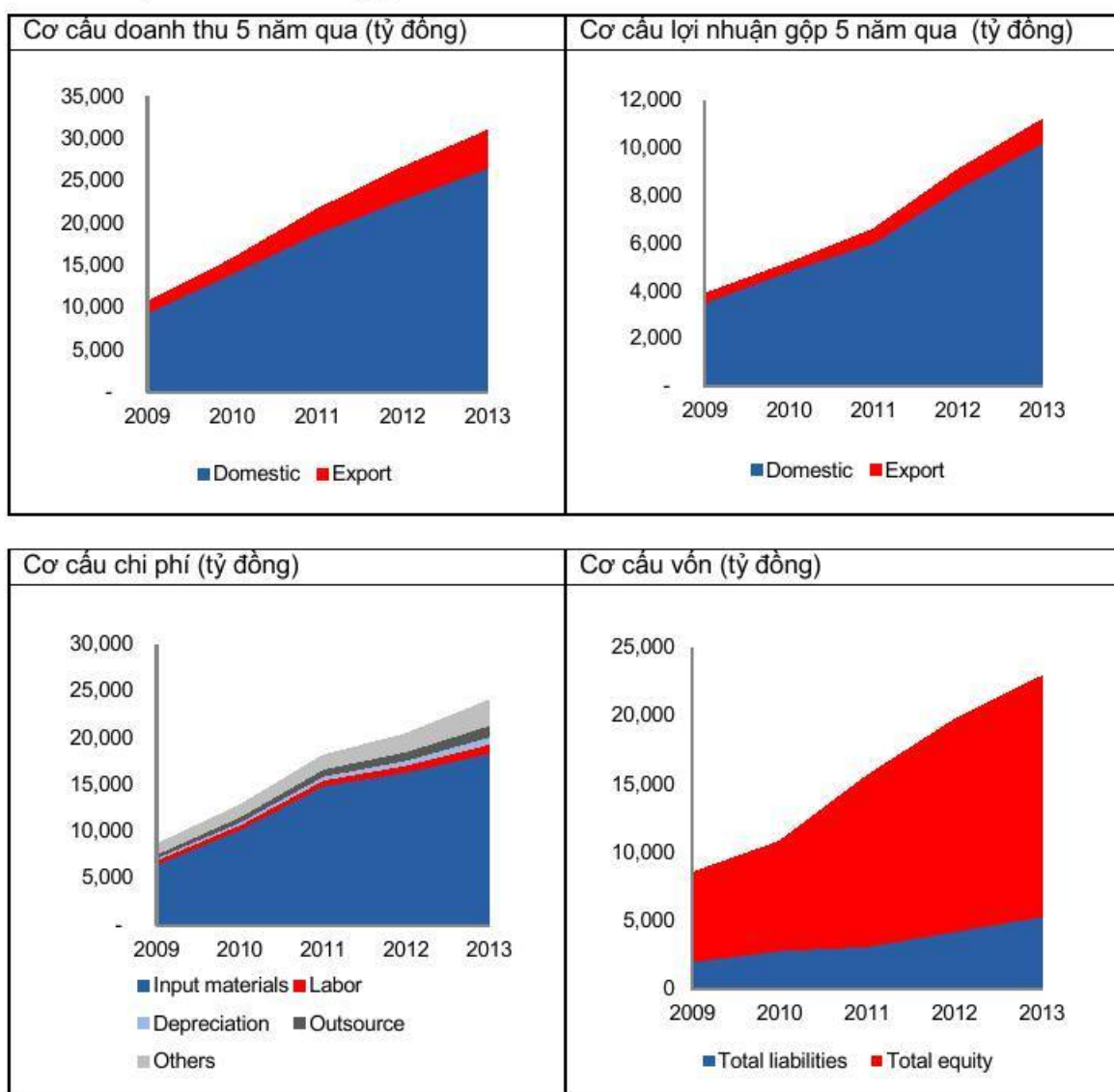
10 Tân Trào, P. Tân Phú, Q. 7, TP. HCM

www.vinamilk.com.vn

vinamilk@vinamilk.com.vn

(+84) 8 5415 5555

**Hình 1: Một số chỉ báo công ty**



Nguồn: Số liệu tài chính của VNM (2013), ước tính VCSC

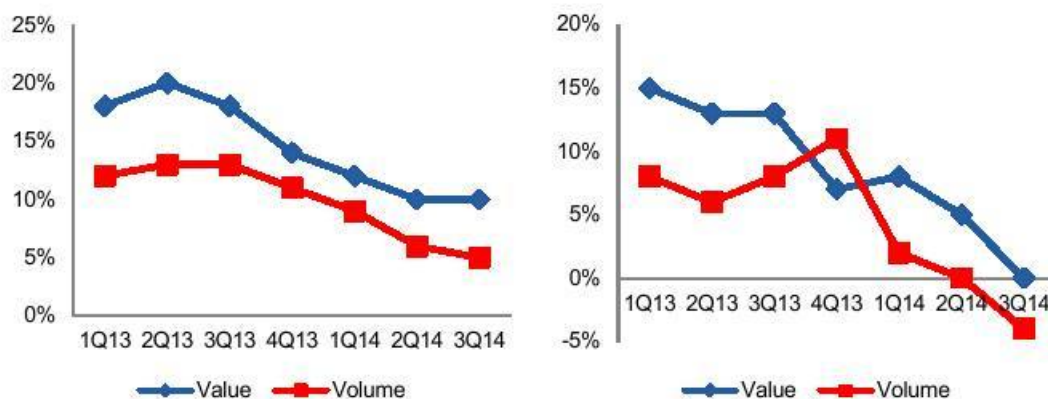


## KQLN Quý 3/2014 – Doanh thu trong nước tăng, nhưng xuất khẩu giảm mạnh

**Trong Quý 3, doanh thu trong nước đạt tốc độ tăng trưởng 15,5% so với cùng kỳ, sau khi tăng lần lượt 3,2% so với cùng kỳ trong Quý 1 và 12,3% so với cùng kỳ trong Quý 2.** Do ngành sữa tại Việt Nam có tốc độ tăng trưởng thấp trong Quý 3, kết quả này cũng cố quan điểm của chúng tôi là VNM sẽ giành thêm thị phần, đặc biệt là trong phân khúc sữa nước và sữa bột. Ban lãnh đạo của VNM cho biết thị phần của Công ty trong phân khúc sữa nước đã tăng từ 49% lên 51%, trong khi đó thị phần xét về khối lượng của phân khúc sữa bột hiện đạt xấp xỉ 25%.

Trong 9 tháng đầu năm nay, doanh thu trong nước tăng 11,2% so với cùng kỳ lên 19.421 tỷ đồng, tương đương 73,8% mục tiêu mà chúng tôi đưa ra cho năm 2014. Chúng tôi vẫn giữ nguyên mục tiêu này trong báo cáo lần này.

**Hình 2: Tăng trưởng sức tiêu thụ sữa ở nông thôn (trái) và thành thị (phải) tại Việt Nam**



Nguồn: KantarWorld Panel

**Trong khi đó, doanh thu từ xuất khẩu trong Quý 3 giảm mạnh 60,9% so với cùng kỳ, do tình hình căng thẳng kéo dài tại Iraq.** Trong 9 tháng đầu năm 2014, doanh thu từ xuất khẩu giảm 38,1% so với cùng kỳ và chỉ hoàn thành 50% dự báo mà chúng tôi đề ra cho cả năm, do đó, chúng tôi đã điều chỉnh giảm 35% mức dự báo này.

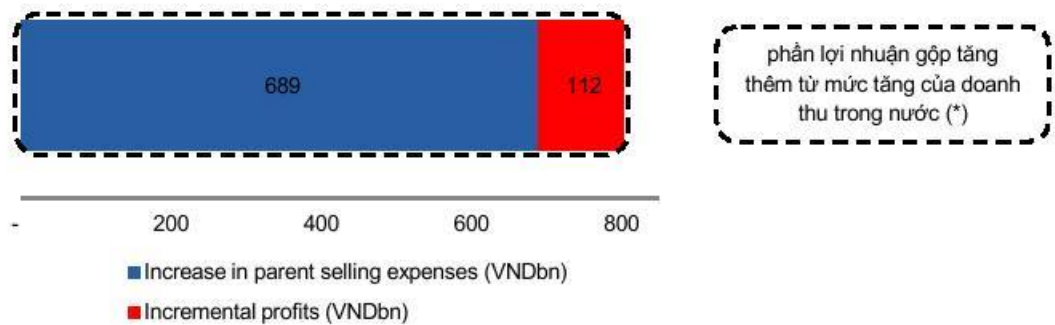
**Biên lợi nhuận gộp chung tăng từ 34,3% trong Quý 2 lên 34,7% trong Quý 3, chủ yếu là nhờ lĩnh vực xuất khẩu có biên lợi nhuận gộp cao hơn, trong khi lĩnh vực kinh doanh trong nước có biên lợi nhuận gộp giảm từ 38,3% xuống 36,9%.** Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của lĩnh vực kinh doanh trong nước giảm là do việc áp trần giá bán buôn đối với sữa bột cho trẻ em có hiệu lực đầy đủ trong toàn bộ Quý 3, so với việc chỉ có hiệu lực trong 1 tháng trong Quý 2 (tháng sáu). Trong hai quý tới, chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận gộp của doanh thu trong nước sẽ tăng hơn nữa khi nguyên liệu sữa với mức giá thấp hơn bắt đầu được sử dụng.

Chi phí bán hàng tiếp tục tăng mạnh do chi phí quảng cáo và khuyến mãi (A&P), cụ thể chi phí bán hàng tăng 46,1% so với cùng kỳ sau khi tăng 36,8% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm nay. Nếu chỉ xem xét công ty mẹ (không bao gồm Driftwood), chi phí bán hàng tăng 37,3% so với cùng kỳ trong Quý 3/2014 và tăng 29,7% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2014.

**Câu hỏi đặt ra là liệu chi phí quảng cáo và khuyến mãi tăng mạnh như vậy có đem lại lợi ích cho VNM hay không? Câu trả lời là có, vì theo chúng tôi ước tính thì chi phí này giúp VNM giành thêm thị phần mà không làm ảnh hưởng đến lợi nhuận.** Cụ thể, do chi phí bán

hàng chủ yếu là để hỗ trợ doanh thu trong nước, chúng tôi tính toán sự khác nhau giữa (1) phần lợi nhuận gộp tăng thêm từ mức tăng của doanh thu trong nước và (2) mức tăng của chi phí bán hàng tại công ty mẹ (không bao gồm Driftwood). Kết quả là con số dương, điều này cho thấy VNM đã quản lý chi phí quảng cáo và khuyến mãi đủ hiệu quả để có thể tạo thêm lợi nhuận.

**Hình 3: VNM tạo thêm lợi nhuận khi tăng chi phí quảng cáo và khuyến mãi**



Nguồn: Ước tính của VCSC (\* = mức tăng của doanh thu trong nước trong 9 tháng đầu năm 2014 nhân với biên lợi nhuận gộp trong nước trong 9 tháng đầu năm 2014)

**LNST Quý 3/2014 giảm 18,6% so với cùng kỳ**, đây là kết quả của các yếu tố nêu trên, qua đó khiến LNST 9 tháng đầu năm giảm 14,3% so với cùng kỳ. LNST 9 tháng đầu năm đã hoàn thành 70% dự báo cũ mà chúng tôi đưa trước đó.

**Chúng tôi điều chỉnh giảm 5,8% dự báo LNST năm 2014 xuống 5.841 tỷ đồng (giảm 10,6% so với cùng kỳ)**, chủ yếu là vì chúng tôi đã điều chỉnh giảm 35% doanh thu từ xuất khẩu (xem trang 4 để biết thêm chi tiết). Ngoài ra, mặc dù chúng tôi nâng 20% ước tính doanh thu cho Driftwood lên 2.550 tỷ đồng theo gợi ý của VNM, việc này có ảnh hưởng không đáng kể vì biên LNST của Driftwood chỉ ở mức 2-3%.

## Triển vọng 2015 tích cực nhờ giá nguyên liệu thấp

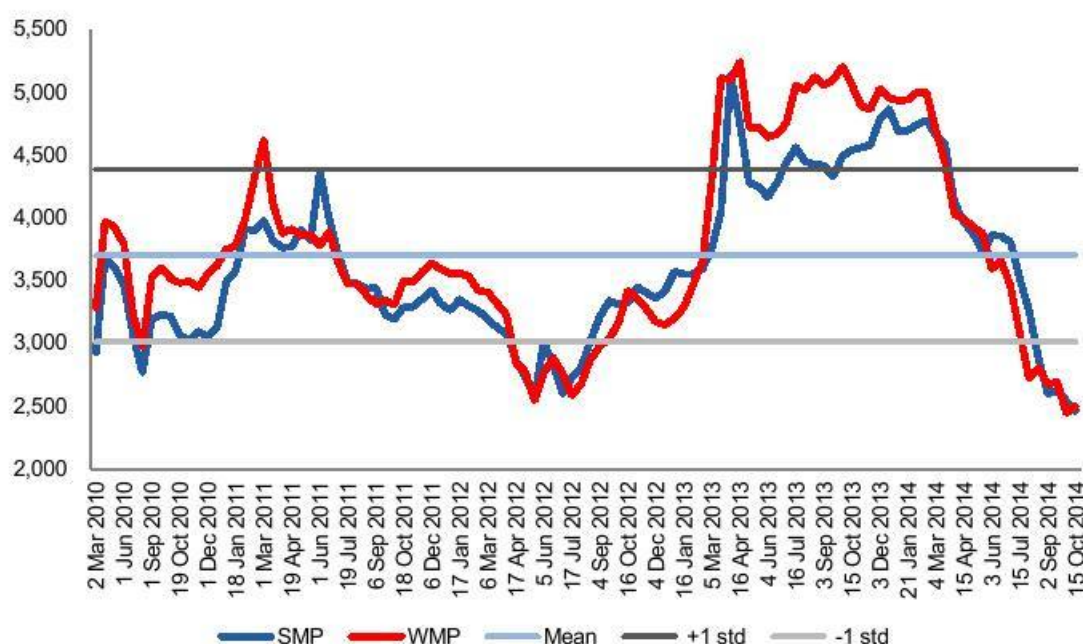
**Dự kiến giá sữa bột tách béo/sữa bột nguyên kem (SMP/WMP), đã giảm 50% kể từ mức giá đỉnh ghi nhận trong tháng 02/2014, vẫn sẽ ở mức thấp**

**Việc Nga ban hành lệnh cấm nhập khẩu thực phẩm từ các nước phương Tây trong tháng tám chỉ làm gia tăng thêm áp lực kìm hãm đà phục hồi của giá sữa**, giá của mặt hàng này đã giảm mạnh kể từ tháng 02/2014 do tăng trưởng sản lượng của ngành sữa thế giới cải thiện và sức mua của Trung Quốc giảm mạnh do nước này đang giải quyết lượng hàng tồn kho lớn đã mua trước đó.

Lệnh cấm của Nga bắt đầu có hiệu lực từ ngày 08/08/2014 và được áp dụng đối với các mặt hàng thịt, sữa, trái cây, rau quả và các sản phẩm chế biến nhập khẩu từ Liên minh châu Âu, Mỹ, Canada, Úc và Na Uy. Nhóm các quốc gia này chiếm khoảng 84% sản lượng sữa và các sản phẩm từ sữa mà Nga nhập khẩu, đây là nước nhập khẩu sữa lớn thứ hai chỉ sau Trung Quốc. Do đó, lệnh cấm nhập khẩu này khiến thị trường trở nên bất ổn và tạo rủi ro các nhà sản xuất đặc biệt là từ khu vực Châu Âu sẽ tìm các điểm đến mới cho các sản phẩm của mình, điều này sẽ làm gia tăng áp lực lên giá sữa trên phạm vi toàn cầu.



Hình 4: Giá sữa bột tách béo và sữa bột nguyên kem trong các năm qua (USD/tấn)



Nguồn: Global Dairy Trade

Giá sữa được kỳ vọng sẽ tăng trở lại trong Quý 2 hoặc Quý 3/2015 khi hoạt động sản xuất được điều chỉnh trong bối cảnh giá bán thấp, và sức mua từ thị trường Trung Quốc tăng mạnh trở lại và có khả năng lệnh cấm của Nga sẽ được dỡ bỏ.

Hình 5: Quan điểm của các công ty về giá sữa

Công ty	Quan điểm
<b>Công ty Fonterra (New Zealand)</b>	Dự báo mới cho giá sữa thu mua tại trang trại trong năm 2014/2015 giảm từ 4,8 USD/kg xuống 4,3 USD/kg đối với sữa bột/sữa đã tách nước. Việc này ám chỉ Fonterra dự báo giá SMP/WMP trong năm 2014/2015 sẽ vào khoảng 3.400 USD/tấn "Theo tình hình thị trường hiện nay, mặt hàng sữa đối mặt với rủi ro tiếp tục giảm giá. Tuy nhiên, dự báo trên phản ánh kỳ vọng rằng giá sẽ tăng trong trung hạn"
<b>Ngân hàng ASB (New Zealand)</b>	"Chúng tôi cho rằng ngành sữa thế giới sẽ có mức tăng trưởng vừa phải và nhu cầu sữa của Trung Quốc sẽ tăng trở lại vào năm 2015" Dự báo giá sữa thu mua tại trang trại sẽ tăng lên 6,5 USD/kg trong năm 2015/2016 và lên 7,0 USD/kg trong dài hạn
<b>Tập đoàn Rabobank (Hà Lan)</b>	"Mọi dấu hiệu đều cho thấy giá sữa cần được giữ ở mức thấp trong thời gian dài nhằm giải quyết hàng tồn kho trên thế giới" "Giá sữa tại các thị trường thế giới và khu vực có khả năng sẽ tăng trở lại trong Quý 3/2015"
<b>Công ty Dairy Australia (Úc)</b>	"Các thị trường giao sau, tình hình kinh doanh sữa theo mùa và kỳ vọng về tốc độ giảm lượng sữa tồn kho tại thị trường Trung Quốc, ba yếu tố này cho thấy giá sữa thế giới có khả năng sẽ chưa thể phục hồi trở lại trước tháng 07/2015"

Nguồn: Fonterra, Ngân hàng ASB, Rabobank, Dairy Australia & thông tin do VCSC thu thập

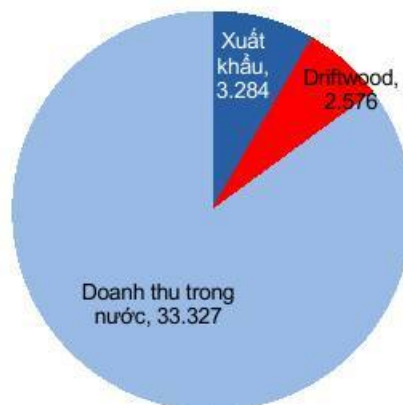
**Tin vui: VNM đang nỗ lực chốt trước giá nguyên liệu với số lượng càng nhiều càng tốt,** theo cuộc trao đổi gần đây nhất giữa chúng tôi và Công ty. VNM cho rằng hiện giá sữa nguyên liệu đang giảm xuống sát với mức chi phí sản xuất, do đó VNM cho rằng khả năng giá sữa tiếp tục giảm sâu là không cao. Chúng tôi đồng ý với quan điểm này và đánh giá cao động thái chốt trước giá của VNM.

**Chúng tôi dự báo chi phí SMP trung bình trong năm 2015 của VNM 2.800 USD/tấn,** và mức giá này sẽ là 3.800 USD/tấn kể từ năm 2016. Chúng tôi cho rằng giá sữa bột tách béo (SMP) sẽ tăng dần từ mức hiện tại khoảng 2.500 USD/tấn lên xấp xỉ 3.500 USD/tấn trong quý 3 năm 2015 khi cung cầu trở nên cân bằng hơn. Trong dài hạn, chúng tôi ước tính giá SMP sẽ đạt trung bình 3.800 USD/tấn, đây là mức trung bình trong 5 năm qua và chúng tôi cho rằng đây là mức giá bền vững. Vì VNM tăng cường việc chốt trước giá sữa nguyên liệu như đã đề cập ở phía trên, chúng tôi tin rằng cơ sở giá của VNM sẽ thấp hơn so với bình quân giá sữa giao ngay trong năm 2015.

## Dự báo 2015: Lợi nhuận trở lại quỹ đạo tăng trưởng

**Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng 13,5% so với dự báo 2014,** bao gồm doanh thu từ thị trường trong nước tăng 14% và xuất khẩu tăng 20% trong khi doanh thu của Driftwood không đổi. Chúng tôi cho rằng VNM sẽ mở rộng được thị phần sữa lỏng và sữa bột, trong khi tình hình kinh tế vĩ mô phục hồi có thể hỗ trợ tăng trưởng toàn ngành. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng hoạt động xuất khẩu sẽ tăng trở lại trong năm 2015 khi tình hình tại Iraq cải thiện. VNM cho biết đang trong quá trình kết nối lại với các nhà phân phối tại Iraq để phục hồi sản lượng bán ra.

**Hình 6: Cơ cấu doanh thu 2015 (tỷ đồng)**

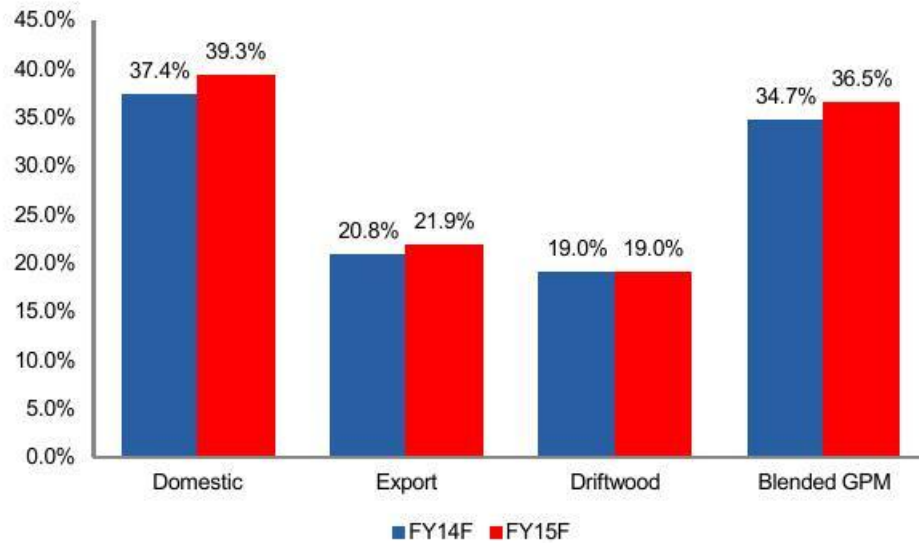


Nguồn: Ước tính của VCSC

**Biên lợi nhuận gộp chung dự báo sẽ tăng lên 36,5% trong năm 2015 từ mức 34,7% trong năm 2014,** nhờ giá sữa bột tách béo giảm, ước tính sẽ vào khoảng 2.800USD/tấn so với mức 4.025USD/tấn năm 2014.



Hình 7: Ước tính biên lợi nhuận gộp các lĩnh vực trong năm 2014 và 2015



Nguồn: VCSC

**Chi phí bán hàng nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng mạnh hơn doanh thu**, vì VNM sẽ tiếp tục tăng chi phí quảng cáo và khuyến mãi nhằm mở rộng thị phần, hoặc ít nhất là để giữ thị phần. Chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng sẽ tương đương 13,7% doanh thu, so với mức ước tính 13,1% năm 2014 và 10,6% năm 2013.

**Thuế suất thực tế lại gần mức quy định 22% trong năm 2015 từ khoảng 20% trong năm 2014.** Trong số các công ty con và nhà máy có thu nhập chịu thuế TNDN của VNM, chỉ có Công ty TNHH một thành viên Sữa Lam Sơn sẽ được hưởng ưu đãi thuế trong năm 2015. Vì công ty này đóng góp lợi nhuận không đáng kể, chúng tôi cho rằng mức thuế áp dụng cho VNM sẽ lại gần mức quy định 22% trong năm 2015.

**LNST năm 2015 dự kiến đạt 6.799 tỷ đồng, tăng 13,4% so với mục tiêu 2014 của VNM**, như vậy, EPS tương ứng là 6.798 đồng và PER 2015 là 15,3 lần, tại mức giá đóng cửa gần đây nhất là 104.000 đồng.

## Định giá: Giá mục tiêu tăng 14% lên 134.000 đồng

Hình 8: Tổng kết mô hình định giá

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (tỷ đồng)	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT	8.751	9.272	10.815	12.570	14.190
trừ: thuế	(1.925)	(1.854)	(2.163)	(2.514)	(2.838)
cộng: khấu hao	887	984	1.008	1.023	1.038
trừ: đầu tư XDCB	(1.653)	(1.653)	(280)	(280)	(281)
(tăng) / giảm vốn lưu động	33	(6)	18	20	19
<b>FCFF</b>	<b>6.092</b>	<b>6.743</b>	<b>9.398</b>	<b>10.818</b>	<b>12.127</b>
Tỷ lệ chiết khấu	11.1%				
Tỷ lệ tăng trưởng cuối cùng	3.5%				
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>	<b>129.671</b>				
cộng tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	7.927				
trừ tổng nợ	1.624				
<b>Giá trị CSH</b>	<b>135.974</b>				
Giá trị hợp lý của lợi ích CĐTS	46				
<b>Vốn CSH sau CĐTS</b>	<b>135.928</b>				
Số lượng cổ phiếu lưu hành	1.000.120.465				
<b>Giá trị nội tại/cổ phiếu (VND)</b>	<b>135.912</b>				
<b>Phương pháp PER mục tiêu</b>					
EPS dự phóng 2015 (VND)	6.798				
PER dự phóng	19x				
Giá trị nội tại (VND)	<b>129.156</b>				
<b>Tổng hợp giá mục tiêu</b>					
Tỷ trọng của phương pháp CKDT (70%)	95.138				
Tỷ trọng của phương pháp PER mục tiêu (30%)	38.747				
<b>GIÁ MỤC TIÊU</b>	<b>133.885</b>				

Nguồn: VCSC

### Ghi chú về định giá theo phương pháp dòng tiền tự do

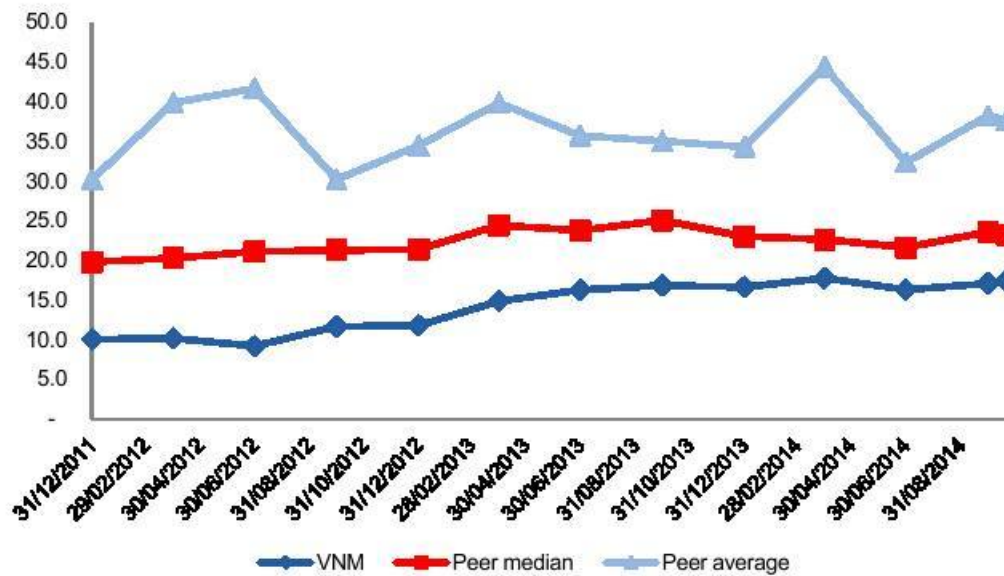
Chúng tôi điều chỉnh lãi suất phi rủi ro từ 8,5% như trong báo cáo trước dành cho VNM xuống 5,5% để phản ánh việc lợi suất trái phiếu Chính phủ giảm. Đồng thời, chúng tôi cũng hạ tỷ lệ tăng trưởng cuối từ 5% xuống 3,5% để phản ánh chính xác hơn việc tăng trưởng toàn ngành sữa Việt Nam đang có xu hướng giảm khi quy mô thị trường đã trở nên lớn hơn.

### Ghi chú về định giá theo phương pháp PER mục tiêu

Trung vị PER 12 tháng qua của các công ty sữa trong khu vực khá ổn định và sự chênh lệch giữa nó và PER của VNM cũng không thay đổi nhiều. Vì vậy, chúng tôi giữ nguyên PER mục tiêu đối với VNM là 19 lần, thấp hơn khoảng 16% so với các công ty sữa khác trong khu vực.



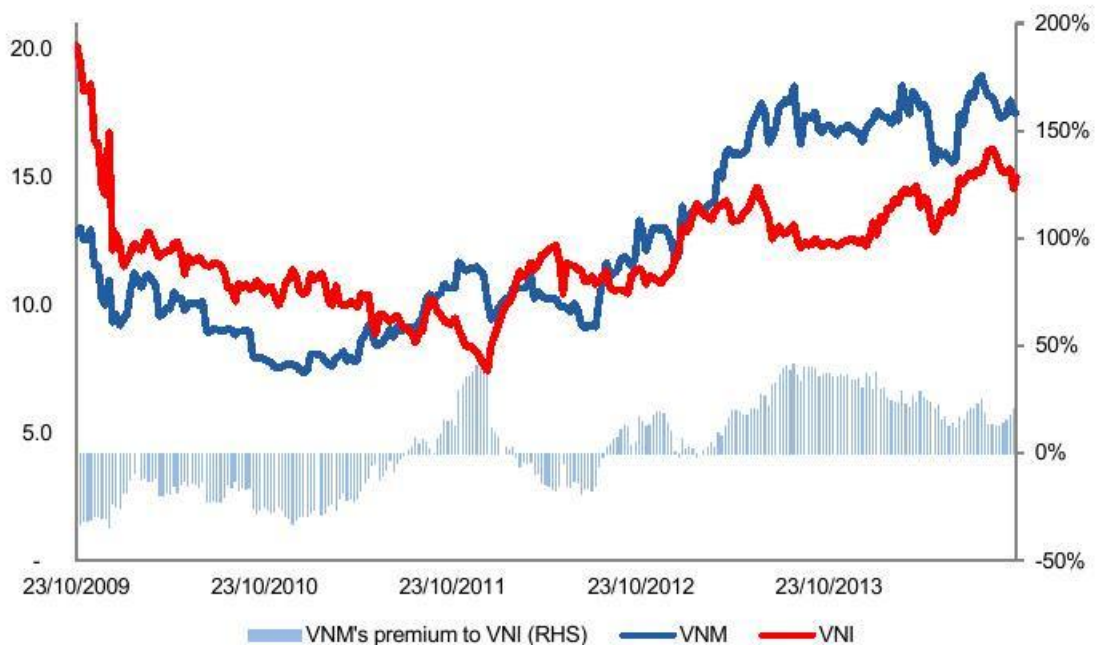
Hình 9: PER của VNM và các công ty sữa khác trong khu vực



Nguồn: Bloomberg & Capital IQ

Trong khi đó, chúng tôi cho rằng cổ phiếu VNM (giảm 4,6% so với đầu năm) sẽ không còn diễn biến kém khả quan hơn so với thị trường chung (tăng 18,3% so với đầu năm). Với lợi nhuận trở lại quý đạo tăng trưởng và những đặc tính cơ bản tốt vốn có của VNM, chúng tôi cho rằng cổ phiếu VNM sẽ có diễn biến tốt hơn thị trường chung trong vòng 12 tháng tới và chênh lệch PER so với thị trường chung sẽ cao hơn so với mức hiện tại (khoảng 15%).

Hình 10: So sánh PER của VNM và chỉ số VNIndex



Nguồn: Bloomberg & VCSC

Hình 11: So sánh với một số công ty sữa trong khu vực

Công ty	Mã	GTVH (tỷ đồng)	PER 2014	Biên EBIT 2013 (%)	ROE 2013 (%)	ROA 2013 (%)
<b>VINAMILK</b>	<b>HOSE:VNM</b>	<b>4,9</b>	<b>17,8</b>	<b>25,9</b>	<b>39,5</b>	<b>30,7</b>
<b>Trung bình</b>		<b>4,7</b>	<b>31,3</b>	<b>9,3</b>	<b>15,5</b>	<b>6,1</b>
<b>Trung vị</b>		<b>3,3</b>	<b>22,7</b>	<b>7,6</b>	<b>11,4</b>	<b>4,4</b>
ITOCHU Corp	TSE:8001	20,4	7,4	5,2	14,2	2,3
PT Unilever Indo	JKSE:UNVR	20,0	41,4	23,3	130,2	35,4
Want Want China Hd	SEHK:151	16,9	24,7	22,9	38,6	14,0
Tingyi Cayman Islands	SEHK:322	15,1	21,9	6,5	13,3	5,6
Inner Mongolia Yili Ind.	SHSE:600887	13,0	19,4	5,3	26,9	6,0
Kirin Holdings	TSE:2503	12,0	27,1	6,3	8,5	3,1
Nestle India	BSE:500790	9,7	47,7	18,8	53,6	18,6
Uni-President	TSEC:1216	9,5	20,8	4,3	15,8	3,2
Universal Robina	PSE:URC	8,9	33,5	13,5	20,8	9,4
China Mengniu Dairy	SEHK:2319	8,7	25,8	4,1	11,8	3,6
Yakult Honsha	TSE:2267	8,6	37,4	9,0	9,1	4,2
Fonterra Co-Operative	NZSE:FCG	8,2	52,8	2,9	11,0	3,8
Charoen Pokphand Foods	SET:CPF	7,4	21,9	0,9	7,5	0,7
Coca-Cola Amatil Ltd	ASX:CCL	6,1	17,8	16,4	4,2	7,8
Meiji Holdings	TSE:2269	5,7	25,6	2,9	5,9	2,8
Nissin Foods	TSE:2897	5,7	29,2	6,5	5,9	3,7
Guangzhou Baiyunshan	SEHK:874	5,6	22,6	5,3	15,8	5,4
PT Indofood CBP	JKSE:ICBP	5,4	25,2	11,0	17,7	8,8
PPB Group Berhad	KLSE:PPB	5,2	20,2	5,1	6,4	0,6
PT Indofood	JKSE:INDF	5,2	14,8	10,8	9,4	5,7
Golden Agri-Resources	SGX:E5H	5,1	15,4	7,8	3,6	2,3
Nestle Malaysia	KLSE:NESTLE	4,8	26,3	15,4	71,7	23,0
First Pacific	SEHK:142	4,8	13,3	13,8	8,4	3,6
New Hope Liuhe	SZSE:000876	4,7	10,5	1,7	15,9	2,8
Minor International	SET:MINT	4,3	30,9	14,7	18,2	5,9
Uni-President China	SEHK:220	4,3	38,7	2,1	11,6	1,7
NH Foods	TSE:2282	4,2	17,9	2,9	8,0	3,6
Kikkoman Corp	TSE:2801	4,2	30,6	6,9	6,3	4,3
San Miguel Corp	PSE:SMC	4,1	15,6	7,4	14,2	3,1
Fraser and Neave Ltd	SGX:F99	3,5	26,4	16,4	8,9	3,1
Nestle Pakistan	KASE:NESTLE	3,4	-	12,7	50,1	13,3
China Huishan Dairy	SEHK:6863	3,4	12,1	44,3	13,1	6,4
Bright Dairy & Food	SHSE:600597	3,3	34,2	4,2	10,0	4,1
Beingmate Baby & Child Food	SZSE:002570	2,8	42,2	14,5	19,7	11,5
Britannia Industries	BSE:500825	2,7	35,5	7,8	58,1	17,1
Lotte Chilsung Beverage	KOSE:A005300	2,6	28,8	7,8	4,4	2,8
Kewpie Corp	TSE:2809	2,5	20,8	4,2	7,3	4,4
China Modern Dairy	SEHK:1117	2,5	15,7	26,4	-	-
Berli Jucker	SET:BJC	2,3	38,4	8,3	15,4	5,4
Ezaki Glico	TSE:2206	2,1	13,6	3,5	9,2	3,1
China Shengmu Organic Milk	SEHK:1432	2,0	19,1	34,4	25,6	10,0
Kaneka Corp	TSE:4118	1,9	13,3	4,4	5,1	3,1
Fraser & Neave Holdings	KLSE:F&N	1,9	22,7	7,9	16,3	6,2
He Bei Cheng De LoLo	SZSE:000848	1,8	26,2	16,5	36,9	15,9
Standard Foods Corp	TSEC:1227	1,7	-	9,8	17,9	8,4
Chuying Agro-pastoral	SZSE:002477	1,7	174,4	8,1	3,4	1,8
PT Sinar Mas Agro	JKSE:SMAR	1,6	-	8,1	11,6	7,0
Beijing Sanyuan	SHSE:600429	1,4	-	(6,1)	(15,9)	(4,1)
V V Food & Beverage	SHSE:600300	1,4	-	0,4	2,7	0,2
Adeka Corp	TSE:4401	1,4	14,1	6,3	6,8	3,7
Vitasoy International	SEHK:345	1,3	29,6	10,6	18,1	9,4
Fuji Oil	TSE:2607	1,3	15,4	6,2	6,7	4,8



QL Resources	KLSE:QL	1,3	22,1	9,1	14,5	6,5
Jaiprakash Associates	BSE:532532	1,3	NM	-	(3,9)	2,5
Japfa Ltd	SGX:UD2	1,2	-	7,5	12,6	6,9
Super Group Ltd	SGX:S10	1,1	20,5	17,2	22,9	10,5
PT Salim Ivomas Pratama	JKSE:SIMP	1,1	12,3	11,8	4,0	3,6
Goodman Fielder Ltd.	ASX:GFF	1,1	17,9	6,3	(29,6)	3,5
Luoniushan Co., Ltd.	SZSE:000735	1,1	-	6,2	1,6	1,6
Yashili International	SEHK:1230	1,1	16,8	12,3	12,2	5,9
Lotte Food Co.	KOSE:A002270	1,0	-	4,7	16,5	4,6
Fortune Ng Fung Food	SHSE:600965	1,0	-	10,0	10,7	5,7
China Huiyuan Juice	SEHK:1886	1,0	NM	(5,2)	2,9	(1,0)
Jiangxi Zhengbang Technology	SZSE:002157	1,0	252,3	0,7	(2,2)	1,2
Xinjiang Tecon Animal Husbandry	SZSE:002100	1,0	27,7	5,3	11,1	4,6

Nguồn: S&P Capital IQ

### Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
06/11/2014	MUA	104.000	134.000
14/08/2014	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	114.000	118.000
02/04/2014	KHẢ QUAN	141.000	156.000
03/06/2013	KHẢ QUAN	133.000	149.000
19/12/2012	MUA	84.500	106.000

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

**Trụ sở chính**

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

**Phòng giao dịch**

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 8 3914 3588

**Chi nhánh Hà Nội**

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

**Phòng giao dịch**

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Giám đốc**

Vũ Thanh Tú  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng,** Ngô Hoàng Long  
**Trưởng phòng,** Nguyễn Đức Tuấn  
**CV cao cấp,** Đặng Văn Pháp  
**Chuyên viên,** Ngô Đăng Quế  
**Chuyên viên,** Dương Mỹ Thanh  
**Chuyên viên,** Nguyễn Thảo Vy

**Phòng Nghiên cứu và Phân tích**

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên,** Nguyễn Thị Anh Đào  
**Chuyên viên,** Văn Đình Vỹ  
**Chuyên viên,** Trần Minh Đức  
**Chuyên viên,** Nguyễn Ngọc Hoàng Hải  
**Chuyên viên,** Văn Đình Phong  
**Chuyên viên,** Ngô Thùy Trâm  
**CV PTKT cao cấp,** Nguyễn Thế Minh

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& Cá nhân nước ngoài*

**Tổ chức nước ngoài**

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

**Tổ chức trong nước**

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

**Tp. Hồ Chí Minh**

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

**Hà Nội**

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.