

# CTCP SỮA VIỆT NAM

[ Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống ]

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

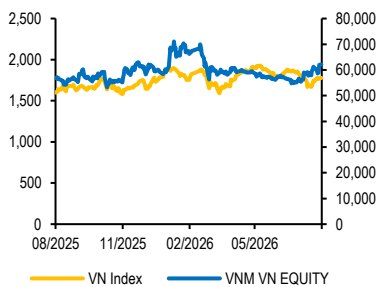
## MUA

### Báo Cáo Cập Nhật

**Giá mục tiêu** (12 tháng) **79,600 VND**  
**Giá hiện tại** (10/08/2026) **62,100 VND**  
**Suất sinh lời (%)** **28%**

|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| VNINDEX                           | 1,777         |
| P/E thị trường                    | 12.5          |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 129,786       |
| SLCP lưu hành (triệu CP)          | 2,090         |
| Tự do giao dịch (triệu CP)        | 798           |
| 52-tuần cao/thấp (VND)            | 75,500/54,600 |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 3.80          |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 228           |
| Sở hữu nước ngoài (%)             | 49            |

|                     |           |       |       |  |
|---------------------|-----------|-------|-------|--|
| Cổ đông lớn (%)     | SCIC      | 36.0  |       |  |
|                     | F&N Group | 24.99 |       |  |
| Biến động giá       | 3T        | 6T    | 12T   |  |
| Tuyệt đối (%)       | 2.5       | -10.1 | 1.0   |  |
| So với VN-Index (%) | 8.7       | -9.0  | -10.3 |  |



Nguồn: Bloomberg

### Nhi Nguyễn

(84-28) 6299-8000  
 nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

## Triển vọng vượt kế hoạch kinh doanh

### Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 79,600 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 có quy mô lớn nhất cả nước. VNM thị phần dẫn đầu trên hầu hết các phân khúc cùng cơ cấu tài sản lành mạnh và tình hình chi trả cổ tức đều đặn. VNM vừa đây đã công bố kết quả kinh doanh Q2/2026 với doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ, nhờ đóng góp đồng đều của cả thị trường trong nước và quốc tế. Dựa trên phương pháp FCF và P/E, chúng tôi cập nhật định giá và khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 79,600 đồng, tương đương mức sinh lời kỳ vọng 28%. Chúng tôi cho rằng mức P/E TTM hiện tại quanh 13x khá hấp dẫn để mua vào một cổ phiếu với mức chi trả cổ tức đều đặn như VNM, với mức tỷ suất cổ tức kỳ vọng đạt 7% tính trên giá hiện tại.

### Cập nhật KQKD Q2/2026

Q2/2026, VNM ghi nhận DT thuần 18,847 tỷ đồng (+16.7% QoQ, +12.5% YoY), trong đó cả thị trường nội địa và nước ngoài đều đóng góp đáng kể vào mức tăng trưởng. Doanh thu từ nội địa đạt 14,516 tỷ đồng (+20.2% QoQ, +6.5% YoY), chiếm 77% tổng doanh thu và tăng mạnh so với cùng kỳ. Doanh thu từ thị trường quốc tế đạt 4,331 tỷ đồng (+6.4% QoQ, +39.2% YoY), chiếm 23% doanh thu thuần và tiếp tục thiết lập đỉnh cao mới. Tuy vậy, biên LN gộp của thị trường quốc tế giảm 2.2 đpt YoY, phản ánh chi phí logistics và chi phí nguyên liệu tăng do căng thẳng Mỹ - Iran.

Biên LN gộp mở rộng trong Q2/2026, đạt 43.5% (+1.7 đpt YoY) nhờ chi phí nguyên liệu thấp hơn cùng kỳ do đã được tích trữ từ trước đó. Chi tiêu cho chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) đạt 4,625 tỷ đồng (+10.8% YoY) trong quý do VNM đẩy mạnh các hoạt động quảng cáo và khuyến mãi nhân kỷ niệm 50 năm thành lập. Lũy kế 6 tháng, chi tiêu SG&A tăng khoảng 13% YoY, tuy nhiên nếu so sánh tỷ lệ trên doanh thu thì biên SG&A chỉ đang ở mức 25.2% YoY, thấp hơn 1 đpt so với cùng kỳ. LNST Q2 đạt 3,184 tỷ đồng (+27.9% YoY) và lũy kế 6T đạt 5,642 tỷ đồng (+38.4% YoY).

### Dự phóng KQKD 2026F

Cho năm 2026, chúng tôi nâng dự phóng DT thuần lên 70,098 tỷ đồng (+10.1% YoY) do đánh giá lại tiềm năng tăng trưởng của thị trường nội địa lẫn xuất khẩu. Vượt kỳ vọng trước đó của chúng tôi, mảng xuất khẩu vẫn mang lại kết quả khả quan bất chấp biến động tại Trung Đông. Biên lợi nhuận gộp cả năm dự kiến duy trì ở mức 42.2%, LNST dự báo tăng 12.7% YoY, tương ứng đạt 10,611 tỷ đồng, vượt kế hoạch đặt ra tại ĐHĐCĐ đầu năm.

### Rủi ro

(1) Rủi ro phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu; (2) Tỷ lệ sinh giảm và hạn chế trong quảng cáo cho trẻ em dưới 2 tuổi; (3) Cạnh tranh; (4) Tốc độ phục hồi tiêu dùng yếu hơn dự kiến.

| Năm                            | 2023          | 2024          | 2025          | 2026F         | 2027F         |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu (tỷ VND)</b>      | <b>60,369</b> | <b>61,783</b> | <b>63,646</b> | <b>70,098</b> | <b>73,241</b> |
| LN từ HĐKD (tỷ VND)            | 9,771         | 10,405        | 10,664        | 11,990        | 12,507        |
| <b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b> | <b>9,019</b>  | <b>9,453</b>  | <b>9,414</b>  | <b>10,611</b> | <b>11,025</b> |
| EPS (VND)                      | 3,796         | 4,022         | 4,028         | 4,579         | 4,714         |
| BPS (VND)                      | 15,166        | 15,444        | 14,682        | 14,910        | 15,271        |
| OPM (%)                        | 16.2          | 16.8          | 16.8          | 17.1          | 17.1          |
| NPM (%)                        | 14.9          | 15.3          | 14.8          | 15.1          | 15.1          |
| ROE (%)                        | 26.6          | 26.6          | 26.6          | 30.6          | 31.2          |
| PER (x)                        | 17.8          | 15.8          | 15.2          | 17.4          | 16.9          |
| PBR (x)                        | 4.5           | 4.1           | 4.2           | 5.3           | 5.2           |

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 Q2/2026

| (Tỷ đồng)                  | Q2/2026       | Q2/2025       | Thay đổi (YoY) | H1/2026       | Thay đổi (YoY) | FY2026        | Thay đổi (YoY) |
|----------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>     | <b>18,847</b> | <b>16,748</b> | <b>12.5%</b>   | <b>34,996</b> | <b>17.8%</b>   | <b>70,098</b> | <b>10.1%</b>   |
| Nội địa                    | 14,516        | 13,636        | 6.5%           | 26,596        | 12.4%          | 54,169        | 6.3%           |
| Nước ngoài                 | 4,331         | 3,112         | 39.2%          | 8,400         | 39.1%          | 15,929        | 25.6%          |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>       | <b>8,204</b>  | <b>7,005</b>  | <b>17.1%</b>   | <b>15,100</b> | <b>23.8%</b>   | <b>29,585</b> | <b>12.9%</b>   |
| Nội địa                    | 6,422         | 5,658         | 13.5%          | 11,613        | 21.0%          | 23,022        | 9.6%           |
| Nước ngoài                 | 1,782         | 1,347         | 32.3%          | 3,487         | 34.2%          | 6,563         | 26.3%          |
| Lợi nhuận tài chính (ròng) | 279           | 267           | 4.5%           | 511           | -13.7%         | 1,205         | 5.1%           |
| Chi phí SG&A               | 4,625         | 4,174         | 10.8%          | 8,809         | 13.3%          | 17,595        | 13.2%          |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>  | <b>3,184</b>  | <b>2,489</b>  | <b>27.9%</b>   | <b>5,642</b>  | <b>38.4%</b>   | <b>10,611</b> | <b>12.7%</b>   |
| <b>Biên lợi nhuận</b>      |               |               |                |               |                |               |                |
| Biên LNG                   | 43.5%         | 41.8%         | 1.7 đpt        | 43.1%         | 2 đpt          | 42.2%         | 1 đpt          |
| Nội địa                    | 44.2%         | 41.5%         | 2.7 đpt        | 43.7%         | 3.1 đpt        | 42.5%         | 1.3 đpt        |
| Nước ngoài                 | 41.1%         | 43.3%         | -2.2 đpt       | 41.5%         | -1.5 đpt       | 41.2%         | 0.2 đpt        |
| Biên SG&A                  | 24.5%         | 24.9%         | -0.4 đpt       | 25.2%         | -1 đpt         | 25.1%         | 0.7 đpt        |
| Biên LNST                  | 16.9%         | 14.9%         | 2 đpt          | 16.1%         | 2.4 đpt        | 15.1%         | 0.3 đpt        |

### Doanh thu Q2/2026 ghi nhận tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi cả thị trường nội địa và thị trường quốc tế

Q2/2026, VNM ghi nhận DT thuần hợp nhất là 18,847 tỷ đồng (+16.7% QoQ, +12.5% YoY), trong đó cả thị trường nội địa và nước ngoài đều đóng góp đáng kể vào mức tăng trưởng.

Doanh thu từ thị trường nội địa đạt 14,516 tỷ đồng (+20.2% QoQ, +6.5% YoY), chiếm 77% tổng doanh thu và tăng mạnh so với cùng kỳ nhờ: (1) đóng góp từ cả việc tăng giá bán và tăng sản lượng tiêu thụ khi nhu cầu cải thiện, và (2) cơ cấu danh mục sản phẩm hiệu quả hơn giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu. Hiện tại, tỷ trọng các sản phẩm cao cấp đã vượt mức 10% tổng doanh thu.

Hệ thống cửa hàng của VNM hiện đã đạt 950 cửa hàng, dự kiến đạt mốc 1,000 trong năm nay. Đóng góp từ doanh thu mua trực tiếp và doanh thu thương mại điện tử (được phân phối từ các cửa hàng) hiện chiếm khoảng 15-16%, kênh hiện đại (MT) chiếm khoảng 19%, kênh truyền thống (GT) tuy đang trên đà co hẹp nhưng vẫn là kênh phân phối chủ đạo - chiếm khoảng 65% doanh thu nội địa.

Doanh thu từ thị trường quốc tế đạt 4,331 tỷ đồng (+6.4% QoQ, +39.2% YoY), chiếm 23% doanh thu thuần và tiếp tục thiết lập đỉnh cao mới. Tuy vậy, biên LN gộp của thị trường quốc tế thu hẹp còn 41.1% trong Q2, tương ứng giảm 2.2 đpt YoY, phản ánh chi phí logistics và chi phí nguyên liệu tăng do căng thẳng Mỹ - Iran.

- Doanh thu xuất khẩu (chiếm 14% doanh thu thuần) tiếp tục dẫn dắt đà tăng trưởng, ghi nhận mức tăng vượt trội 39.2% YoY bất chấp biến động về địa chính trị thế giới. Thị trường chủ đạo vẫn là thị trường Trung Đông, công ty đã phải linh hoạt chuyển đổi tuyến vận chuyển qua Biển Đỏ - Jordan khi eo biển Hormuz bị phong tỏa.

- Các công ty con và công ty liên kết cũng ghi nhận kết quả tích cực: Doanh thu Quý 2 của Angkor Milk và Driftwood tăng lần lượt 242% YoY và 3.3% YoY; LNST tăng lần lượt 210% và 104% YoY.

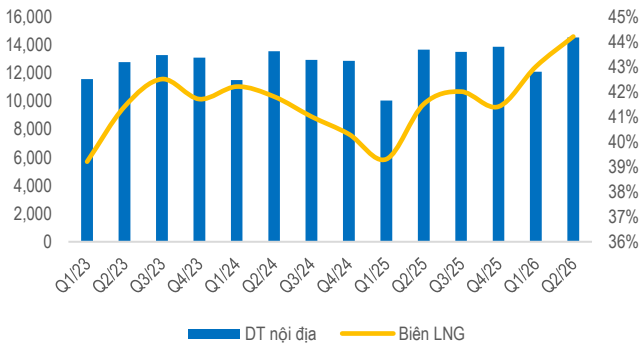
#### Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ tồn kho nguyên vật liệu giá thấp

Biên LN gộp mở rộng trong Q2/2026, đạt 43.5% (+1.7 đpt YoY) nhờ chi phí nguyên liệu thấp hơn cùng kỳ do đã được tích trữ từ các đợt thu mua trước đó. Tuy nhiên, xung đột trên thị trường quốc tế gần đây đã làm tăng giá hàng hóa nói chung, trong đó có giá bột sữa. Nhìn chung, công ty đã mua xong nguyên liệu cho tháng 11-12, và giá nguyên liệu có cao hơn cùng kỳ, dù vẫn nằm trong tầm kiểm soát. Do đó, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp trong nửa cuối năm có thể giảm nhẹ so với 6 tháng đầu năm.

#### Lợi nhuận sau thuế tăng mạnh so với cùng kỳ dù biên chi phí SG&A có gia tăng

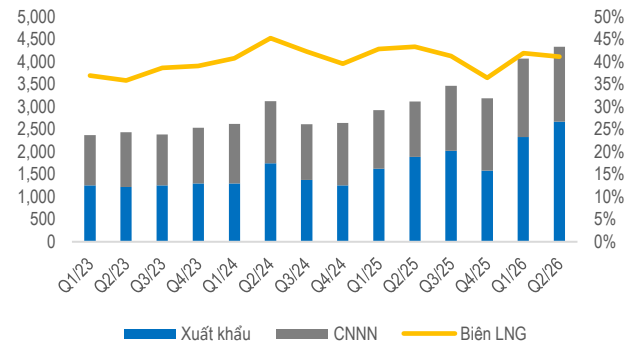
Chi tiêu cho chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) đạt 4,625 tỷ đồng (+10.8% YoY) trong Q2 do VNM đẩy mạnh các hoạt động quảng cáo và khuyến mãi nhân kỷ niệm 50 năm thành lập. Lũy kế 6 tháng, chi tiêu SG&A tăng khoảng 13% YoY, tuy nhiên nếu so sánh tỷ lệ trên doanh thu thì biên SG&A chỉ đang ở mức 25.2% YoY, thấp hơn 1 đpt so với cùng kỳ. LNST Q2 đạt 3,184 tỷ đồng (+27.9% YoY) và lũy kế 6T đạt 5,642 tỷ đồng (+38.4% YoY).

#### Doanh thu nội địa tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ (Tỷ đồng)



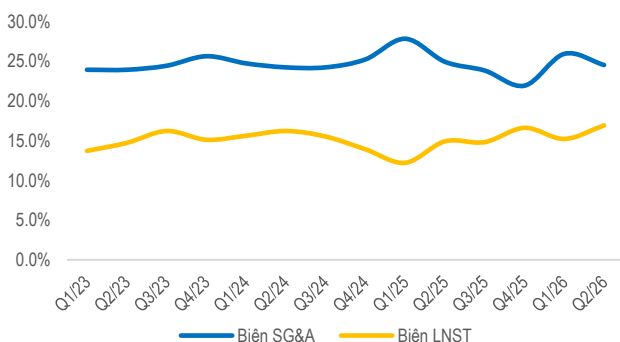
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

#### Doanh thu nước ngoài tiếp tục thiết lập đỉnh cao mới (Tỷ đồng)



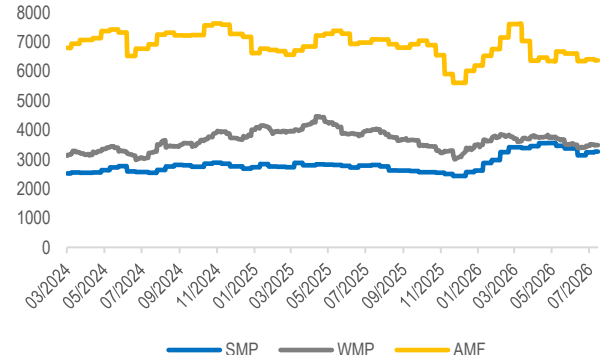
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

#### Biên lợi nhuận cải thiện nhờ kiểm soát chi phí tốt hơn



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

#### Giá bột sữa nhập khẩu tăng mạnh YTD (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Cho năm 2026, chúng tôi nâng dự phóng doanh thu thuần lên 70,098 tỷ đồng (+10.1% YoY) do đánh giá lại tiềm năng tăng trưởng của thị trường nội địa lẫn xuất khẩu. Vượt kỳ vọng trước đó của chúng tôi, mảng xuất khẩu vẫn mang lại kết quả khả quan bất chấp biến động tại Trung Đông. Biên lợi nhuận gộp cả năm dự kiến duy trì ở mức 42.2%, LNST dự báo đạt mức tăng trưởng 12.7% YoY, tương ứng đạt 10,611 tỷ đồng.

## 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>9.60</b> |
| Lãi suất phi rủi ro (%)              | 4.5         |
| Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)       | 8.46        |
| Beta                                 | 0.65        |
| Chi phí nợ sau thuế (%)              | 3.4         |
| Chi phí sử dụng vốn (%)              | 10.0        |
| Tỷ lệ nợ trên vốn                    | 0.06        |
| Giá trị nợ vay (tỷ VND)              | 8,454       |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

| Mô hình định giá FCFF của VNM               |               |               |               |               |               |
|---------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Đơn vị: tỷ VND                              | 2026F         | 2027F         | 2028F         | 2029F         | 2030F         |
| LN ròng                                     | 10,611        | 11,025        | 11,780        | 12,323        | 13,128        |
| (Cộng) Lãi vay sau thuế                     | 273           | 286           | 300           | 314           | 330           |
| (Cộng) Chi phí không bằng tiền              | 2,211         | 2,321         | 2,428         | 2,380         | 2,403         |
| (Trừ) Thay đổi vốn lưu động                 | 213           | (204)         | 666           | 190           | 307           |
| (Trừ) Vốn đầu tư                            | 1,670         | 1,860         | 1,793         | 1,893         | 1,905         |
| <b>Dòng tiền tự do (FCFF)</b>               | <b>11,212</b> | <b>11,976</b> | <b>12,049</b> | <b>12,934</b> | <b>13,649</b> |
| Tỷ lệ chiết khấu                            | 0.96          | 0.88          | 0.80          | 0.73          | 0.73          |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do        | 50,348        |               |               |               |               |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn                  | 0%            |               |               |               |               |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn        | 103,789       |               |               |               |               |
| Giá trị doanh nghiệp                        | 154,137       |               |               |               |               |
| (Cộng) Tiền và tương đương tiền             | 8,454         |               |               |               |               |
| (Trừ) Nợ vay                                | 26,504        |               |               |               |               |
| (Trừ) Lợi ích cổ đông thiểu số              | 3,799         |               |               |               |               |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị) | 2.09          |               |               |               |               |
| <b>Giá mục tiêu (VND)</b>                   | <b>80,500</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 17.2x thì giá mục tiêu theo phương pháp này là 78,700 đồng.

| Tên công ty                  | Mã CK            | Vốn hóa<br>(tỷ VNĐ) | Tăng trưởng<br>Doanh thu<br>(%) | Tăng<br>trưởng EPS<br>(%) | P/E           | ROE<br>(%) |
|------------------------------|------------------|---------------------|---------------------------------|---------------------------|---------------|------------|
| FRASER & NEAVE HOLDINGS BHD  | FNH MK Equity    | 63,253              | -0.93                           | -5.13                     | 25.3          | 10.92      |
| CISARUA MOUNTAIN DAIRY PT TB | CMRY IJ Equity   | 54,597              | 18.82                           | 33.23                     | 16.1          | 32.05      |
| NEW HOPE DAIRY CO LTD-A      | 002946 CH Equity | 56,846              | 5.33                            | 27.59                     | 16.4          | 25.56      |
| ULTRAJAYA MILK IND & TRADING | ULTJ IJ Equity   | 22,883              | -1.20                           | 18.25                     | 9.5           | 23.34      |
| <b>Trung bình</b>            |                  |                     |                                 |                           | <b>16.8</b>   |            |
| P/E 5 năm của VNM            |                  |                     |                                 |                           | 17.6          |            |
| P/E mục tiêu                 |                  |                     |                                 |                           | 17.2          |            |
| EPS 2026F                    |                  |                     |                                 |                           | 4,579         |            |
| Giá mục tiêu                 |                  |                     |                                 |                           | <b>78,700</b> |            |

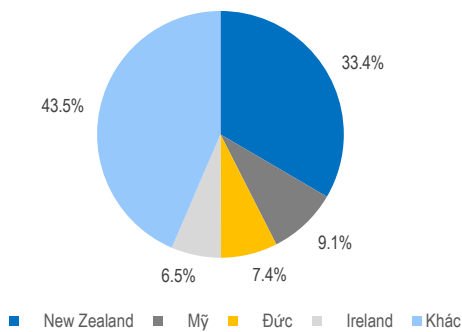
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Rủi ro

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

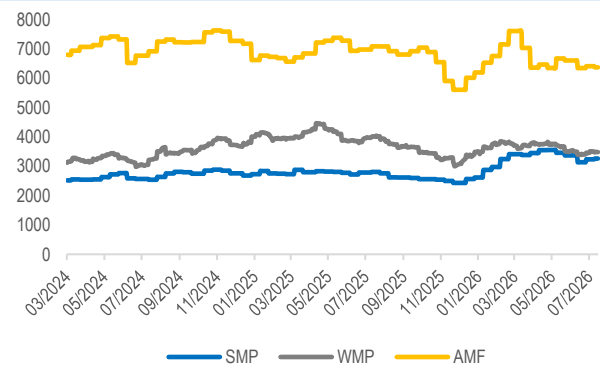
Do nhiều hạn chế về quy mô đàn bò và khí hậu, nguồn sữa trong nước không đủ để đáp ứng nhu cầu nội địa. Các doanh nghiệp sản xuất sữa ở Việt Nam vẫn phải nhập thêm các nguyên liệu như bột sữa và kem béo từ nước ngoài, khiến biên lợi nhuận chịu ảnh hưởng bởi biến động của giá các nguyên vật liệu này trên 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, Mỹ, Đức... Trong đó, New Zealand là thị trường nhập khẩu lớn nhất với tỷ lệ 33.4% trong H1/2026.

Thị trường nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa của Việt Nam H1/2026



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Giá bột sữa nhập khẩu (USD/tấn)



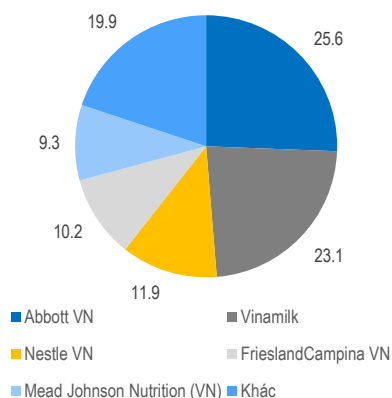
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

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

Mức độ cạnh tranh trong mảng sữa trẻ em giữa các doanh nghiệp khá gay gắt nhất khi (1) tỷ lệ sinh tại Việt Nam giảm từ 2.12 trẻ/phụ nữ (năm 2020) xuống 1.93 trẻ/phụ nữ (2025) 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.

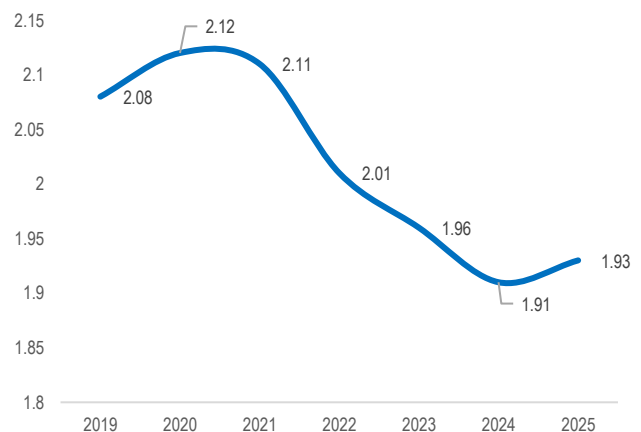
Thêm vào đó, Luật Quảng cáo năm 2018 cấm việc quảng cáo sản phẩm sữa thay thế sữa mẹ dùng cho trẻ dưới 24 tháng tuổi, sản phẩm dinh dưỡng bổ sung dùng cho trẻ dưới 06 tháng tuổi. Điều này góp phần giới hạn việc tiếp cận của doanh nghiệp sữa nội trong mảng sữa trẻ em.

Thị phần mảng sữa trẻ em phân mảnh (2025)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

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



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

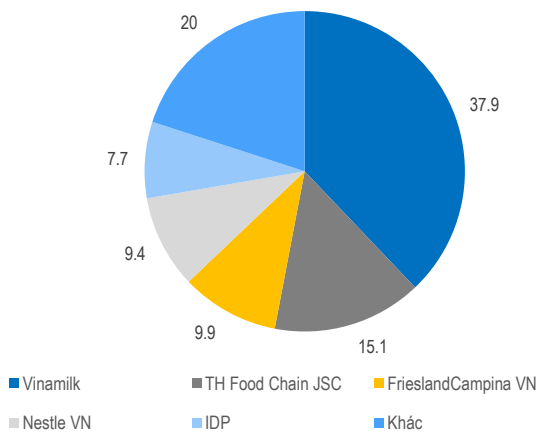
## Tổng quan doanh nghiệp

### 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 công ty sữa lớn nhất trên HOSE.

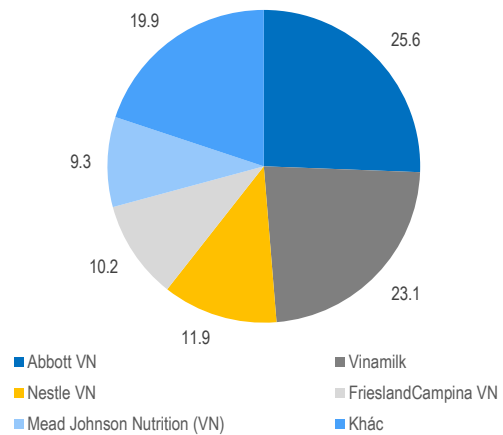
Sự thành công của thương hiệu được củng cố bởi sự đổi mới không ngừng của doanh nghiệp. Vinamilk liên tục ra mắt và cải tiến sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Trong đó, 4 ngành hàng (sữa nước, sữa trẻ em, sữa chua, sữa đặc) chiếm hơn 90% trong tiêu thụ sản phẩm sữa của người Việt Nam. Xét theo ngành 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 2025 (%)



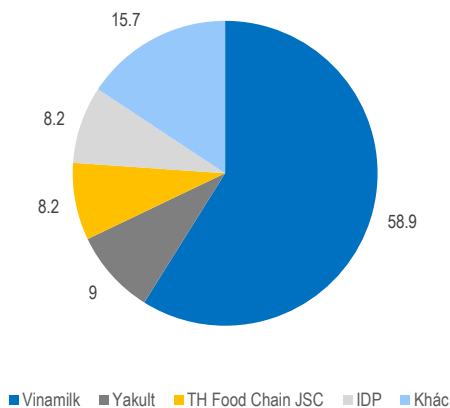
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần sữa bột trẻ em 2025 (%)



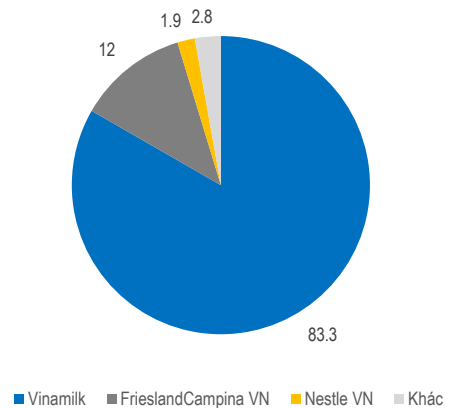
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần Sữa chua 2025 (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

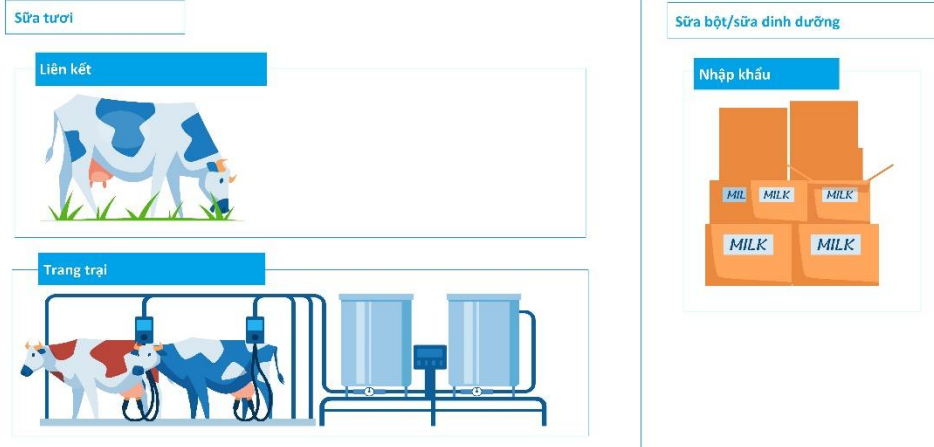
Thị phần Sữa đặc 2025 (%)



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 và khoảng 4,000 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 khoảng 50% sữa tươi nguyên liệu đầu vào.

#### Vinamilk khai thác đàn bò sữa lớn nhất cả nước (31/12/2025)

| Trang trại                                   | Đàn bò (con) | % số lượng bò sữa | Sữa sản xuất (tấn/năm) | Năng suất (kg/con/năm) |
|----------------------------------------------|--------------|-------------------|------------------------|------------------------|
| VNM và MCM quản lý trực tiếp (15 trang trại) | 39,500       | 30%               | 410,000                | 3,154                  |
| Liên kết với nông dân                        | 90,500       | 70%               |                        |                        |
| Đàn bò thịt                                  | 5,300        |                   | N/A                    | N/A                    |

Nguồn: BCTN (2025), 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. 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.

**Các dự án đang được triển khai**

| Dự án                                 | Vốn đầu tư      | Tình trạng triển khai (tính đến cuối 2025)                                                                                  |
|---------------------------------------|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Nhà máy sữa Tây Ninh                  | 388 tỷ đồng     | Đã giải ngân 1.6 tỷ đồng. Dự án đã được phê duyệt chủ trương đầu tư, dự kiến đưa vào thương mại trong Q4/2026               |
| Tổ hợp trang trại Tây Ninh 2 và 3     | 4,130 tỷ đồng   | Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư và giải ngân 15 tỷ cho trang trại Tây Ninh 2; trang trại Tây Ninh 3 đang chờ phê duyệt. |
| Nhà máy sữa Hưng Yên                  | 2,083 tỷ đồng   | Đã giải ngân 63 tỷ đồng và phê duyệt chủ trương đầu tư                                                                      |
| Trang trại tại công ty con Angkormilk | 12.34 triệu USD | Đã được chấp thuận chủ trương của chính phủ về việc cho thuê 592 ha đất, chưa giải ngân                                     |
| Dây chuyền sữa đặc có đường tại Mega  | 418.5 tỷ đồng   | Chưa giải ngân. Dự kiến sản xuất thương mại trong Q4/2026                                                                   |

Nguồn: BCTN (2025), Shinhan Securities Vietnam

**3. Hệ thống phân phối**

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.

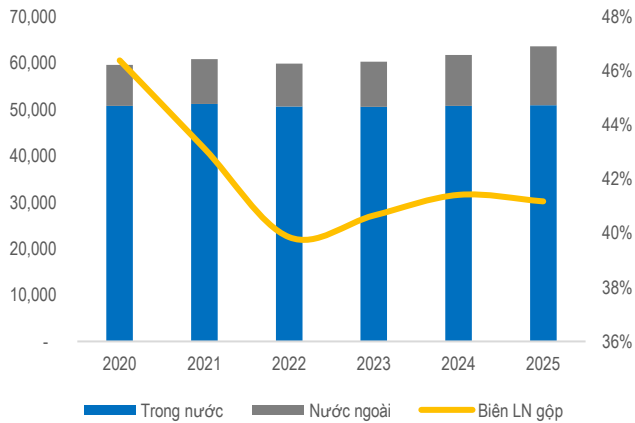
Hiện tại, VNM sở hữu hơn 200 nhà phân phối độc quyền, khoảng 950 cửa hàng Vinamilk & Mộc Châu cùng hơn 190,000 điểm bán lẻ truyền thống như cửa hàng tạp hóa, chợ và đại lý nhỏ, kết hợp với hơn 6,000 điểm bán kênh hiện đại, mang lại trải nghiệm mua sắm tiện nghi cho người dùng.

**4. Doanh thu và chi phí**

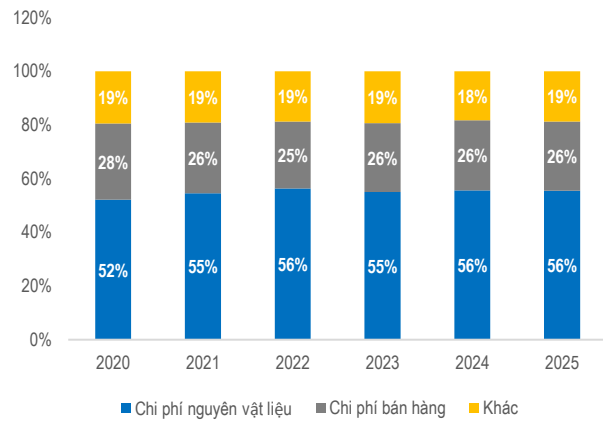
Doanh thu Vinamilk tăng khoảng 7% trong giai đoạn 2020-2025 với khoảng 80% đóng góp từ nội địa và khoảng 20% là doanh thu từ nước ngoài (xuất khẩu và các công ty con ở nước ngoài bao gồm AngkorMilk và Driftwood). Trong đó, doanh thu xuất khẩu chủ yếu là các đơn hàng sữa bột trẻ em tại thị trường Trung Đông, sữa đặc tại thị trường Trung Quốc và các sản phẩm sữa đặc, sữa chua, sữa tươi tại thị trường châu Á. Đáng lưu ý là tỷ trọng đóng góp của doanh thu nước ngoài liên tục tăng nhờ tốc độ tăng trưởng duy trì hai chữ số.

Chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí hoạt động của Vinamilk là chi phí nguyên vật liệu (56%), 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.

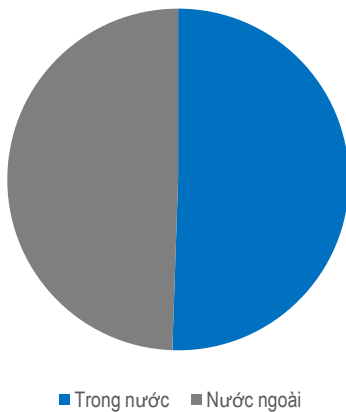
**Doanh thu (tỷ) và biên lợi nhuận gộp (%) của Vinamilk qua các năm**

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

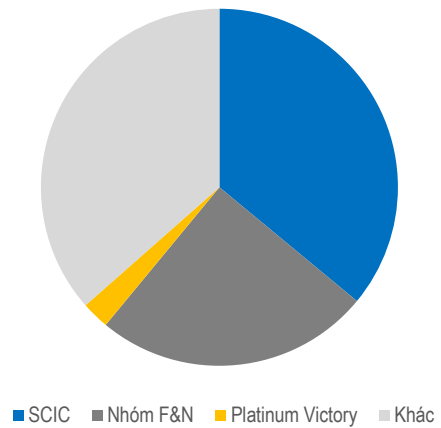
**Cơ cấu chi phí hoạt động của Vinamilk qua các năm**

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## 5. Cơ cấu cổ đông

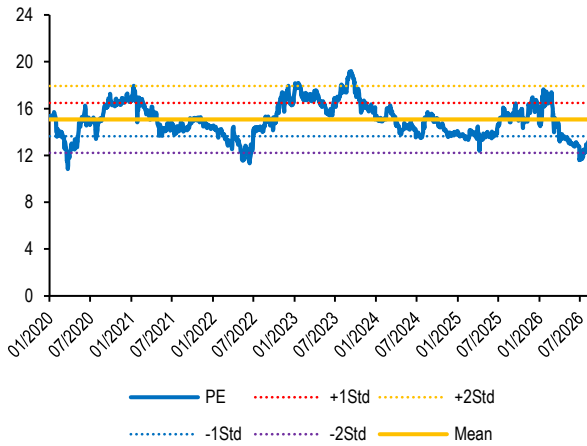
**Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 10/08/2026**

Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

**Tỷ lệ sở hữu của tổ chức ngày 10/08/2026**

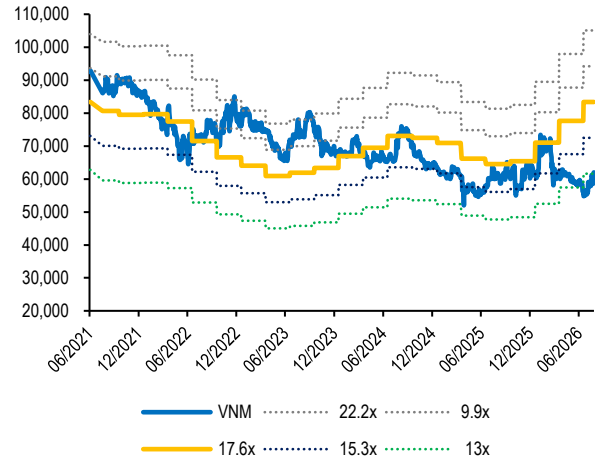
Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/E



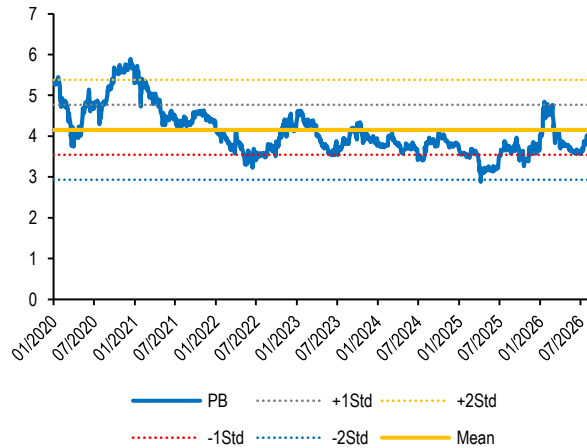
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PE Band



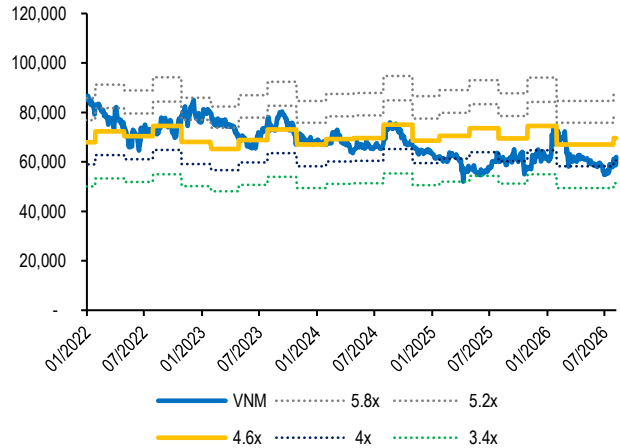
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/B



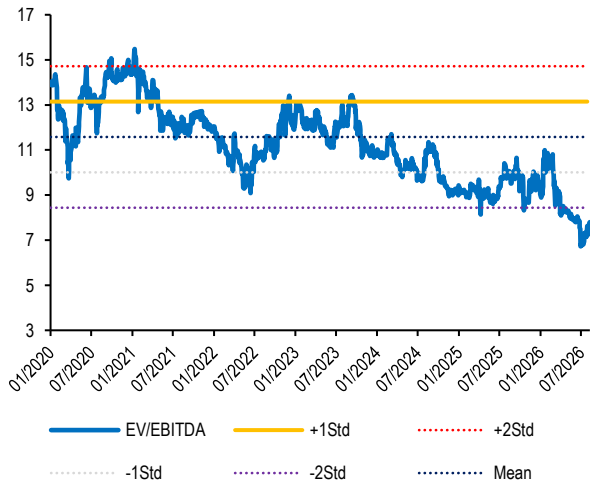
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PB Band



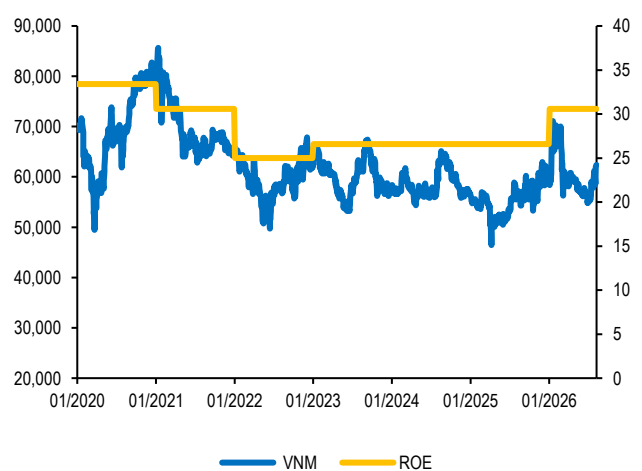
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ EV/EBITDA



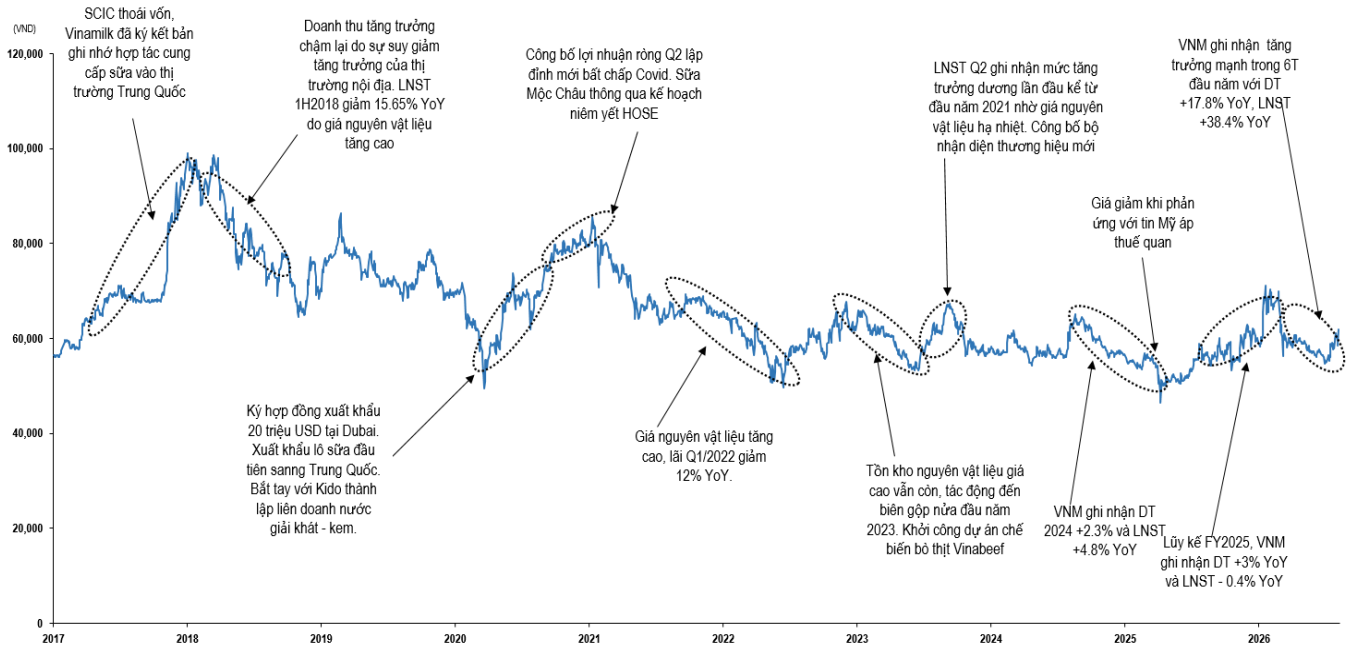
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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)                    | 2023          | 2024          | 2025          | 2026F         | 2027F         |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Tổng tài sản</b>              | <b>52,673</b> | <b>55,049</b> | <b>53,312</b> | <b>55,739</b> | <b>57,506</b> |
| Tài sản ngắn hạn                 | 35,936        | 37,554        | 36,261        | 39,228        | 41,456        |
| Tiền và tương đương tiền         | 2,912         | 2,226         | 1,795         | 3,537         | 4,666         |
| Đầu tư TC ngắn hạn               | 20,137        | 23,260        | 21,355        | 21,029        | 21,972        |
| Các khoản phải thu               | 6,530         | 6,234         | 6,028         | 6,879         | 7,081         |
| Hàng tồn kho                     | 6,773         | 5,538         | 6,128         | 5,687         | 6,839         |
| Tài sản ngắn hạn khác            | 416           | 296           | 955           | 2,096         | 898           |
| Tài sản dài hạn                  | 16,737        | 17,495        | 17,051        | 16,511        | 16,050        |
| Tài sản cố định ròng             | 12,690        | 12,551        | 12,649        | 12,708        | 12,411        |
| Tài sản đầu tư                   | 937           | 1,540         | 1,321         | 1,121         | 1,160         |
| Tài sản dài hạn khác             | 4,047         | 4,944         | 4,402         | 3,803         | 3,639         |
| <b>Tổng nợ</b>                   | <b>17,648</b> | <b>18,875</b> | <b>18,829</b> | <b>20,780</b> | <b>21,792</b> |
| Nợ ngắn hạn                      | 17,139        | 18,460        | 18,520        | 20,494        | 21,519        |
| Khoản phải trả                   | 3,806         | 3,874         | 3,923         | 4,374         | 4,556         |
| Vay và nợ thuê tài chính ngắn    | 8,218         | 9,115         | 9,394         | 9,866         | 10,347        |
| Khác                             | 5,115         | 5,471         | 5,203         | 6,254         | 6,616         |
| Nợ dài hạn                       | 509           | 415           | 309           | 286           | 273           |
| Vay và nợ thuê tài chính dài hạn | 238           | 158           | 63            | 39            | 26            |
| Khác                             | 271           | 257           | 246           | 247           | 247           |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>            | <b>35,026</b> | <b>36,174</b> | <b>34,483</b> | <b>34,959</b> | <b>35,714</b> |
| Vốn góp chủ sở hữu               | 20,900        | 20,900        | 20,900        | 20,900        | 20,900        |
| Quỹ đầu tư và phát triển         | 34            | 34            | 34            | 34            | 34            |
| Vốn khác                         | 10,166        | 11,769        | 5,026         | 5,028         | 5,028         |
| Lợi nhuận giữ lại                | 3,926         | 3,471         | 8,523         | 8,997         | 9,752         |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát  | 2,767         | 2,967         | 3,329         | 3,896         | 3,798         |
| *Nợ vay                          | 8,456         | 9,273         | 9,457         | 9,905         | 10,373        |
| *Nợ ròng (tiền)                  | (14,593)      | (16,213)      | (13,693)      | (14,661)      | (16,265)      |

## Lưu chuyển tiền tệ

| Năm (Tỷ đồng)                          | 2023           | 2024           | 2025            | 2026F          | 2027F          |
|----------------------------------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| <b>Tiền từ HĐKD</b>                    | <b>7,887</b>   | <b>9,686</b>   | <b>8,668</b>    | <b>10,258</b>  | <b>11,018</b>  |
| Lợi nhuận ròng                         | 9,019          | 9,453          | 9,414           | 10,611         | 11,025         |
| Khấu hao TSCĐ                          | 2,300          | 2,341          | 2,363           | 2,211          | 2,321          |
| (Lãi) từ HĐ đầu tư                     | (1,463)        | (1,447)        | (1,180)         | (1,472)        | (1,538)        |
| Thay đổi vốn lưu động                  | (1,701)        | 182            | (1,968)         | (213)          | 204            |
| Thay đổi khác                          | (268)          | (843)          | 39              | (879)          | (994)          |
| <b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>               | <b>(2,988)</b> | <b>(3,739)</b> | <b>1,976</b>    | <b>128</b>     | <b>(1,265)</b> |
| Thay đổi tài sản cố định               | (1,475)        | (1,628)        | (1,644)         | (1,670)        | (1,860)        |
| Thay đổi tài sản đầu tư                | (2,856)        | (3,620)        | 2,232           | 326            | (943)          |
| Khác                                   | 1,343          | 1,509          | 1,388           | 1,472          | 1,538          |
| <b>Tiền từ HĐ tài chính</b>            | <b>(4,294)</b> | <b>(6,642)</b> | <b>(11,081)</b> | <b>(8,644)</b> | <b>(8,624)</b> |
| Thay đổi vốn cổ phần                   | 347            | 722            | 7               | -              | -              |
| Tiền vay/(trả) nợ                      | 3,511          | 796            | 176             | 448            | 468            |
| Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH       | (8,152)        | (8,160)        | (11,264)        | (9,092)        | (9,092)        |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b> | <b>605</b>     | <b>(695)</b>   | <b>(437)</b>    | <b>1,742</b>   | <b>1,129</b>   |
| Tổng tiền đầu năm                      | 2,300          | 2,912          | 2,226           | 1,795          | 3,537          |
| Thay đổi trong kỳ giá                  | 7              | 9              | 6               | -              | -              |
| Tổng tiền cuối năm                     | 2,912          | 2,226          | 1,795           | 3,537          | 4,666          |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Kết quả hoạt động kinh doanh

| Năm (Tỷ đồng)                             | 2023            | 2024            | 2025            | 2026F           | 2027F           |
|-------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                    | <b>60,369</b>   | <b>61,783</b>   | <b>63,646</b>   | <b>70,098</b>   | <b>73,241</b>   |
| Tăng trưởng (%)                           | 0.7             | 2.3             | 3.0             | 10.1            | 4.5             |
| <b>Giá vốn hàng bán</b>                   | <b>(35,824)</b> | <b>(36,192)</b> | <b>(37,436)</b> | <b>(40,513)</b> | <b>(42,717)</b> |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                      | <b>24,545</b>   | <b>25,591</b>   | <b>26,210</b>   | <b>29,585</b>   | <b>30,524</b>   |
| Biên lợi nhuận gộp (%)                    | 40.7            | 41.4            | 41.2            | 42.2            | 41.7            |
| <b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>              | <b>(14,774)</b> | <b>(15,186)</b> | <b>(15,546)</b> | <b>(17,595)</b> | <b>(18,017)</b> |
| <b>LN từ HĐKD</b>                         | <b>9,771</b>    | <b>10,405</b>   | <b>10,664</b>   | <b>11,990</b>   | <b>12,507</b>   |
| Tăng trưởng (%)                           | 0.2             | 6.5             | 2.5             | 12.4            | 4.3             |
| Biên LN từ HĐKD (%)                       | 16.2            | 16.8            | 16.8            | 17.1            | 17.1            |
| <b>LN khác</b>                            | <b>1,196</b>    | <b>1,196</b>    | <b>986</b>      | <b>1,143</b>    | <b>1,138</b>    |
| Thu nhập tài chính                        | 1,716           | 1,586           | 1,497           | 1,633           | 1,682           |
| Chi phí tài chính                         | (503)           | (428)           | (350)           | (428)           | (432)           |
| Trong đó: Chi phí lãi vay                 | (354)           | (279)           | (326)           | (337)           | (353)           |
| Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác               | (17)            | 38              | (161)           | (62)            | (112)           |
| <b>LN TT</b>                              | <b>10,968</b>   | <b>11,600</b>   | <b>11,650</b>   | <b>13,133</b>   | <b>13,645</b>   |
| Thuế TNDN                                 | (1,949)         | (2,147)         | (2,236)         | (2,522)         | (2,620)         |
| <b>LN ST</b>                              | <b>9,019</b>    | <b>9,453</b>    | <b>9,414</b>    | <b>10,611</b>   | <b>11,025</b>   |
| Tăng trưởng (%)                           | 5.1             | 4.8             | (0.4)           | 12.7            | 3.9             |
| Biên lợi nhuận ròng (%)                   | 14.9            | 15.3            | 14.8            | 15.1            | 15.1            |
| LN ST cổ đông công ty mẹ                  | 8,874           | 9,392           | 9,410           | 10,611          | 11,025          |
| Lợi ích CĐTTS                             | 145             | 61              | 4               | 0               | 0               |
| <b>LN trước thuế và lãi vay</b>           | <b>11,322</b>   | <b>11,879</b>   | <b>11,976</b>   | <b>13,470</b>   | <b>13,998</b>   |
| Tăng trưởng (%)                           | 6.2             | 4.9             | 0.8             | 12.5            | 3.9             |
| Biên LN (%)                               | 18.8            | 19.2            | 18.8            | 19.2            | 19.1            |
| <b>LN trước thuế, lãi vay và khấu hao</b> | <b>13,622</b>   | <b>14,220</b>   | <b>14,339</b>   | <b>15,681</b>   | <b>16,319</b>   |
| Tăng trưởng (%)                           | 4.8             | 4.4             | 0.8             | 9.4             | 4.1             |
| Biên LN (%)                               | 22.6            | 23.0            | 22.5            | 22.0            | 22.1            |

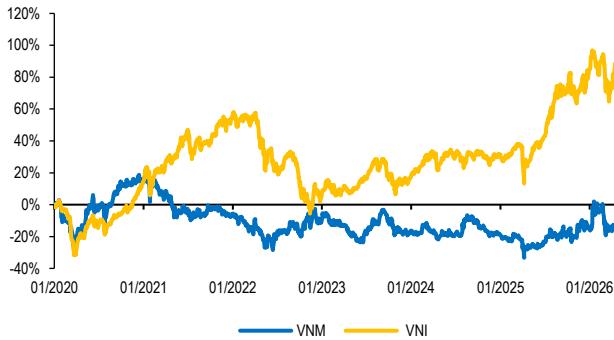
## Chỉ số tài chính

| Năm                               | 2023    | 2024    | 2025   | 2026F  | 2027F  |
|-----------------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| EPS (đồng)                        | 3,796   | 4,022   | 4,028  | 4,579  | 4,714  |
| BPS (đồng)                        | 15,166  | 15,444  | 14,682 | 14,910 | 15,271 |
| PER (x)                           | 17.8    | 15.8    | 15.2   | 17.4   | 16.9   |
| PBR (x)                           | 4.5     | 4.1     | 4.2    | 5.3    | 5.2    |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)          | 90.7    | 96.8    | 96.6   | 85.7   | 82.5   |
| Lãi cổ tức (%)                    | 6.1     | 6.1     | 7.5    | 7.0    | 7.0    |
| <b>Khả năng sinh lời</b>          |         |         |        |        |        |
| Biên EBITDA (%)                   | 22.6    | 23.0    | 22.5   | 22.4   | 22.3   |
| Biên LN từ HĐKD (%)               | 16.2    | 16.8    | 16.8   | 17.1   | 17.1   |
| Biên LN ST (%)                    | 14.9    | 15.3    | 14.8   | 15.1   | 15.1   |
| ROA (%)                           | 17.8    | 17.6    | 17.4   | 19.5   | 19.5   |
| ROE (%)                           | 26.6    | 26.6    | 26.6   | 30.6   | 31.2   |
| <b>Khả năng tài chính</b>         |         |         |        |        |        |
| Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)         | 24.1    | 25.6    | 27.4   | 28.3   | 29.0   |
| Nợ vay ròng/ EBITDA (%)           | (107.1) | (114.0) | (95.5) | (93.5) | (99.7) |
| Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)   | 134.5   | 138.1   | 125.0  | 119.9  | 123.8  |
| Khả năng thanh toán lãi vay (x)   | 32.0    | 42.6    | 36.7   | 40.0   | 39.7   |
| <b>Hiệu quả hoạt động (%)</b>     |         |         |        |        |        |
| Số ngày phải trả người bán (ngày) | 40.5    | 39.2    | 36.9   | 36.7   | 38.2   |
| Số ngày hàng tồn kho (ngày)       | 59.7    | 60.0    | 61.5   | 65.3   | 64.7   |
| Số ngày khoản phải thu (ngày)     | 28.5    | 28.4    | 27.2   | 25.7   | 26.4   |

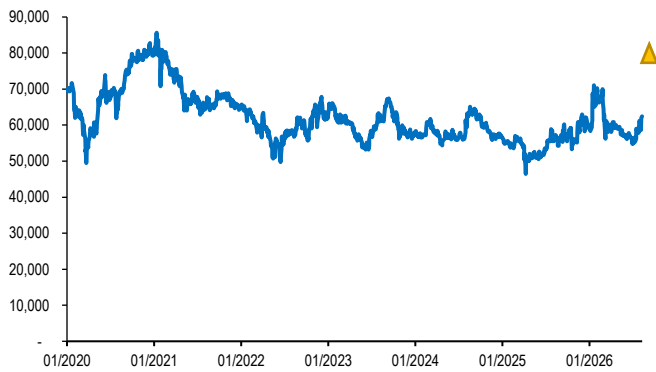
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## 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  |
| 13/08/2025 (BC cập nhật) | MUA         | 71,900             | 20.4              | 4.0/45.7  |
| 06/11/2025 (BC cập nhật) | MUA         | 71,600             | 20.7              | 13.2/33.0 |
| 09/02/2026 (BC cập nhật) | GIỮ         | 78,100             | 34.1              | 6.4/62.8  |
| 26/06/2026 (BC cập nhật) | MUA         | 73,700             | 21.0              | 0.4/36.8  |
| 11/08/2026 (BC cập nhật) | MUA         | 79,600             | 34.3              | 12.0/49.5 |

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