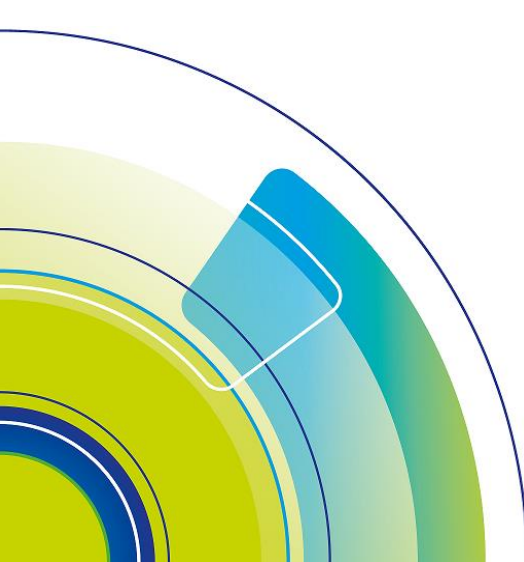




# Cập nhật VNM – GIỮ

Ngày 11/04/2019



## Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 327

[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

## Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

**GIỮ**

HSX: VNM

Hàng tiêu dùng thiết yếu

Giá mục tiêu (VND) **120.460**

Giá hiện tại (VND) **135.400**

Tỷ lệ tăng giá -10,9%

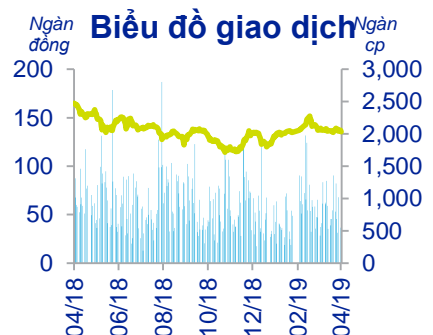
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 3,3%

Tổng tỷ suất lợi nhuận -7,6%

## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	12,8	0,1	5,5	-14,4
Tương đối	1,8	-1,3	-7,1	0,9

Nguồn: Bloomberg



## Cơ cấu sở hữu

SCIC	36,0%
F&N Dairy Investment Pte	17,3%
Platinum Victory Pte	10,6%
F&N Bev Manufacturing Pte	2,7%

## Thông kê

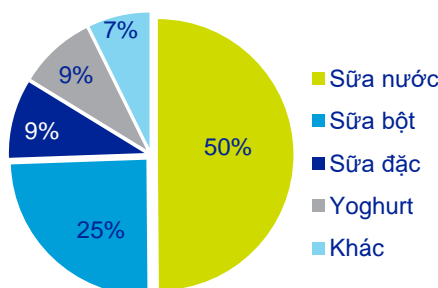
Mã Bloomberg	9/4/19
VNM VN	111.500 – 166.000
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	1.741
SL lưu hành (triệu cp)	235.787
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.141
Vốn hóa (triệu USD)	40,7
Room khối ngoại còn lại (%)	46,2
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	813.806
KLGD TB 3 tháng (cp)	23.250
VND/USD	988,48/107,71
Index: VNIIndex / HNX	

## CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM VN)

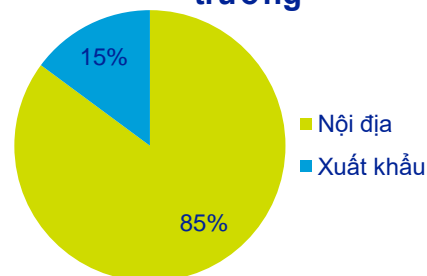
Chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** đối với cổ phiếu do triển vọng tăng trưởng chậm lại.

VNM kết thúc năm 2018 với doanh thu thuần 52.562 tỷ đồng, chỉ tăng 3% n/n và LNST 10.206 tỷ đồng, giảm 0,7% n/n; trong đó, chúng tôi ước tính các sản phẩm sữa nước chiếm ~50% doanh thu, tiếp theo là sữa bột (25%), sữa chua (9%), sữa đặc (9%) và phần còn lại đến từ các sản phẩm khác. Trong khi doanh thu xuất khẩu vẫn chưa thật sáng sủa mặc dù tăng 4,6% n/n sau khi giảm trong năm 2017, nhu cầu thị trường nội địa yếu khiến doanh thu nội địa của VNM chỉ tăng 2,7% trong 2018. Tuy nhiên, công ty nhận thấy tình hình tiêu thụ đã có dấu hiệu phục hồi từ cuối năm 2018 và kỳ vọng mức tăng trưởng 2019 sẽ cải thiện.

### Doanh thu theo dòng sp



### Doanh thu theo thị trường



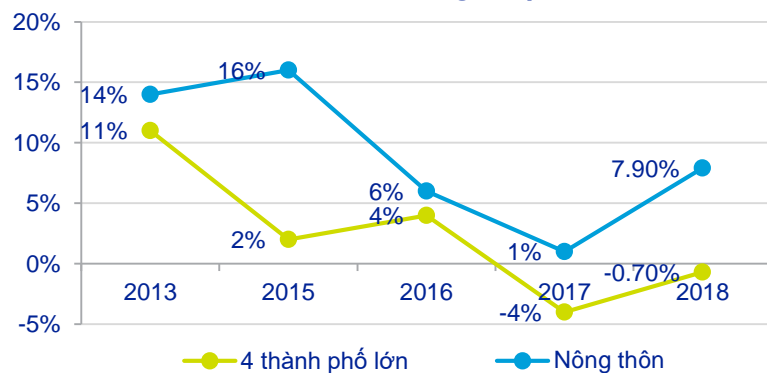
Trong chiến lược phát triển đến năm 2021, VNM đặt mục tiêu duy trì vị trí dẫn đầu ngành sữa Việt Nam và đổi mới công nghệ mang tính ứng dụng cao. Công ty sẽ vẫn tập trung vào sữa và các sản phẩm liên quan, ưu tiên khai thác thị trường trong nước, đặc biệt là thị trường nông thôn. Trong đó, VNM sẽ tiếp tục phát triển các sản phẩm thuộc phân khúc trung-cao cấp cho khu vực thành thị trong khi thâm nhập, bao phủ khu vực nông thôn với các dòng sản phẩm cơ bản, bình dân. Ngoài ra, công ty đặt mục tiêu biên lợi nhuận trước thuế sẽ không dưới 20%. Cho năm 2019, công ty đặt kế hoạch tổng doanh thu là 56.300 tỷ đồng (+7% so với 2018), LNST là 12.650 tỷ đồng (+5%) và LNST là 10.480 tỷ đồng (+2,5%).

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
DT thuần (tỷ đồng)	51.041	52.562	56.781	61.077	65.395
Tăng trưởng	9,1%	3,0%	8,0%	7,6%	7,1%
EBITDA (tỷ đồng)	12.746	12.866	13.653	14.398	15.340
Biên EBITDA	25,0%	24,5%	24,0%	23,6%	23,5%
LN ròng (tỷ đồng)	10.296	10.227	10.559	11.243	12.130
Tăng trưởng LN	10,1%	-0,7%	3,2%	6,5%	7,9%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	5.322	5.287	5.457	5.811	6.269
Tăng trưởng	10,2%	-0,7%	3,2%	6,5%	7,9%
ROE	45,2%	41,6%	38,9%	37,2%	35,6%
ROA	32,2%	28,4%	27,6%	28,0%	28,9%
ROIC	73,4%	65,3%	57,3%	54,8%	53,5%
Nợ ròng /EBITDA (x)	(0,8)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,9)
EV/EBITDA (x)	17,8	17,6	16,6	15,7	14,8
EV/Doanh thu (x)	4,4	4,3	4,0	3,7	3,5
P/E (x)	25,4	25,6	24,8	23,3	21,6
P/B (x)	8,4	9,1	8,3	7,4	6,5
Cổ tức (đồng)	5.000	4.500	4.500	4.500	4.500
Suất sinh lợi cổ tức	3,7%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%

### Tăng trưởng giảm tốc

Theo Kantar Worldpanel, trong năm 2018 thị trường sữa và sản phẩm liên quan tại Việt Nam chứng kiến sụt giảm (2,6% về khối lượng; 0,7% về giá trị) ở 4 thành phố lớn (gồm Hà Nội, TP.HCM, Đà Nẵng và Cần Thơ) mặc dù tăng (6,6% về khối lượng; 7,9% về giá trị) ở khu vực nông thôn. Chúng tôi nhận thấy tình trạng tăng trưởng chậm lại này, đặc biệt ở 4 thành phố lớn, đã thể hiện trên các số liệu cập nhật của Kantar Worldpanel trong 3 năm qua.

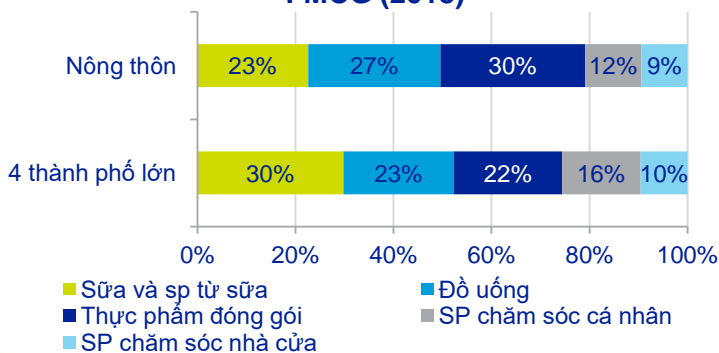
**Tăng trưởng thị trường sữa và các sp liên quan (về giá trị)**



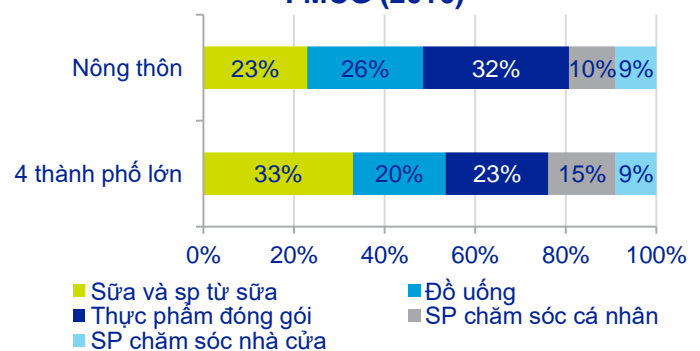
Nguồn: Kantar Worldpanel

Dữ liệu từ Kantar cho thấy chi tiêu cho các sản phẩm sữa và thực phẩm đóng gói có xu hướng giảm kể từ năm 2016 trong khi người tiêu dùng chi tiêu nhiều hơn cho các sản phẩm đồ uống, chăm sóc cá nhân và chăm sóc nhà cửa. Mặc dù nhóm sản phẩm sữa vẫn đứng đầu trong giỏ hàng FMCG của cư dân thành thị nhưng tỷ trọng đã giảm về mức 30% trong năm 2018 so với 33% trong năm 2016, trong khi sữa vẫn chưa trở thành ưu tiên hàng đầu trong chi tiêu FMCG của các gia đình nông thôn. Kantar Worldpanel cũng lưu ý xu hướng tăng của các sản phẩm đồ uống tiêu dùng bên ngoài (out-of-home; ví dụ: cà phê, đồ uống từ trà, v.v.) với tỷ lệ chi tiêu đáng kể trong những năm gần đây, chiếm 3\$ trên mỗi 4\$ cho đồ uống không cồn tiêu dùng bên ngoài. Có thể chưa hoàn toàn thuyết phục khi cho rằng các sản phẩm này làm mức tăng trưởng của thị trường sữa giảm tốc nhưng chúng tôi vẫn ngờ rằng liệu chúng có phân tán sự lựa chọn của một bộ phận người tiêu dùng, đặc biệt là thanh thiếu niên và nhóm nhân viên văn phòng ở các thành phố lớn. Các sản phẩm sữa thường được xem là lành mạnh và bổ dưỡng cho sức khỏe hơn là thức uống được ưa thích cho những dịp ra ngoài.

**Tỷ trọng chi tiêu trong nhóm hàng FMCG (2018)**



**Tỷ trọng chi tiêu trong nhóm hàng FMCG (2016)**



Nguồn: Kantar Worldpanel

Về triển vọng tương lai, ngành sữa vẫn được coi là tiềm năng, bởi mức tiêu thụ sữa trên đầu người tại Việt Nam vẫn còn thấp. Bên cạnh đó, các sản phẩm sữa hiện đang tiêu thụ chủ yếu là sữa nước/sữa bột/sữa chua/sữa đặc trong khi tình hình tiêu thụ các sản phẩm khác như phô mai, bơ,... vẫn khiêm tốn. Xu hướng người dùng tại khu vực thành thị ngày càng ưa chuộng các sản phẩm trung và cao cấp (ví dụ: sữa hữu cơ) có thể hỗ trợ tăng trưởng doanh thu ở khu vực này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tăng trưởng ngành sữa trong thời gian tới sẽ chủ yếu được thúc đẩy bởi khu vực nông thôn, do tiêu thụ sữa tại khu vực này chỉ mới bằng một nửa so với khu vực thành thị. Tuy nhiên, do những ảnh hưởng nhất định từ mặt bằng thu nhập chung còn thấp và việc tiêu thụ sữa/các sản phẩm liên quan chưa phải là thói quen thường xuyên ở khu vực nông thôn, tăng trưởng ngành chậm lại trong những năm tới có lẽ không phải là điều bất ngờ.

VNM ước tính kết quả kinh doanh sơ bộ quý 1/2019 với tổng doanh thu là 13.230 tỷ đồng (+9% n/n), LNTT đạt 3.335 tỷ đồng (+5% n/n) và LNST đạt 2.774 tỷ đồng (+2,7% n/n). Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ thị trường nội địa trong khi hoạt động xuất khẩu chưa tiến triển. Tốc độ tăng trưởng LNTT thấp hơn doanh thu do giá nguyên liệu sữa có xu hướng tăng khá mạnh từ quý 1. Sự khác biệt giữa tốc độ tăng trưởng LNTT và LNST được giải thích bởi một số ưu đãi thuế giảm dần.

### Tim kiếm thị trường xuất khẩu mới song song với tiếp tục khai thác thị trường trong nước

Trong bối cảnh thị trường xuất khẩu truyền thống (Trung Đông) chưa sáng sủa do bất ổn chính trị, VNM đang nhắm đến nhiều thị trường khác để mở rộng xuất khẩu. Myanmar, Philippine và Indonesia nằm trong số những thị trường mục tiêu để thành lập liên doanh hoặc thực hiện M&A trước khi xem xét xây dựng nhà máy khi khối lượng đủ lớn. Trung Quốc cũng là một thị trường tiềm năng được nhắm đến. Dự kiến thỏa thuận về xuất khẩu sữa từ Việt Nam vào Trung Quốc sẽ được ký kết trong tháng 4/2019, mở đường cho các nhà sản xuất sữa tại Việt Nam xuất khẩu sản phẩm sang Trung Quốc với khối lượng lớn. Tuy nhiên, thị trường này sẽ đóng góp như thế nào vào doanh thu của VNM có thể còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố như thị hiếu/mức độ quan tâm của người tiêu dùng Trung Quốc, cạnh tranh, độ ổn định trong quan hệ hợp tác giữa 2 bên, v.v. và cần thời gian để phát triển. Sau vụ bê bối sữa melamine năm 2008, người tiêu dùng Trung Quốc trở nên e ngại với các sản phẩm sữa trong nước, thay vào đó họ tìm kiếm các sản phẩm nước ngoài. New Zealand, Úc, EU, Mỹ là những nước xuất khẩu các sản phẩm nhiều nhất sang Trung Quốc, do đó, các sản phẩm sữa từ Việt Nam sẽ phải cạnh tranh với những tên tuổi đáng kể như Nestlé, Mead Johnson, v.v. Chúng tôi vẫn chưa phản ánh tác động của những thị trường xuất khẩu mới này vào mô hình định giá cho tới khi có số liệu rõ ràng hơn.

### Tiếp tục gia tăng đàn bò

Tháng 7/2018, VNM công bố mua 51% cổ phần của công ty TNHH Lao-Jargo Development Xiengkhuoang tại Lào nhằm phát triển tổ hợp trang trại bò thịt và bò sữa công nghệ cao. Tính đến cuối năm 2018, VNM có 12 trang trại bò sữa tại Việt Nam với 27.000 con, tương đương ~9% đàn bò sữa cả nước. Việc liên tục mở rộng quy mô đàn bò giúp công ty tăng nguồn sữa tươi tự cung cấp cũng như đáp ứng sở thích của người tiêu dùng đối với các sản phẩm sữa tươi.

## Định hướng M&A

Là một phần trong chiến lược phát triển đến năm 2021, VNM sẽ không bỏ qua hoạt động M&A nếu có cơ hội phù hợp và mở rộng hợp tác mạnh mẽ với các đối tác, kể cả các công ty sữa ở nước ngoài, với mục đích mở rộng thị trường và tăng doanh số.

Ngày 12/3/2019, VNM công bố nghị quyết của HĐQT về việc chào mua công khai mua tối đa 46,68% cổ phần (~ 116,7 triệu cổ phiếu) của CTCP GTNFoods (HSX: GTN), với giá 13.000đ/cp. Thời gian mua sẽ căn cứ trên tình hình thực tế và tuân thủ quy định pháp luật hiện hành. Đề xuất này vừa được Ủy ban chứng khoán vừa chấp thuận.

Được thành lập vào năm 2011, GTN tham gia nhiều lĩnh vực kinh doanh khác nhau thông qua các giao dịch M&A. Sau khi xác định lại chiến lược kinh doanh, công ty tập trung đầu tư vào mảng nông nghiệp và hàng tiêu dùng, với 8 công ty con và 18 công ty liên kết tính đến quý 4/2018. Trong số đó, GTN nắm giữ 37,99% cổ phần của CTCP Giống bò sữa Mộc Châu (nhưng có 51% quyền biểu quyết), thông qua Tổng công ty Chăn nuôi Việt Nam (Vilico; Upcom: VLC). CTCP Giống bò sữa Mộc Châu sản xuất các sản phẩm sữa với thương hiệu Mộc Châu Milk, sở hữu 3 trang trại bò sữa với tổng số khoảng 3.000 con và hợp tác với các trang trại khác có sở hữu gần 20.000 con bò. Theo báo cáo thường niên 2017 của GTN, mảng sữa đóng góp 2.142 tỷ đồng doanh thu vào kết quả chung của GTN, với biên lợi nhuận gộp 19,6%. Mặc dù nhỏ hơn nhiều so với VNM về nhiều khía cạnh, nhưng Mộc Châu Milk có mặt chủ yếu và là thương hiệu quen thuộc ở miền thị trường miền Bắc. Chúng tôi cho rằng CTCP Giống bò sữa Mộc Châu là mục tiêu chính mà VNM nhắm đến trong thỏa thuận này, nhằm mở rộng thị phần ở miền Bắc và gia tăng số lượng trang trại.

Kết quả kinh doanh của GTN biến động liên tục trong những năm qua do các giao dịch M&A và thoái vốn. Trong 2018, GTN công bố doanh thu thuần hợp nhất là 3.008 tỷ đồng, lợi nhuận ròng sau cổ đông thiểu số chỉ 7,9 tỷ đồng và EPS chỉ 18 đồng. Với giá chào mua 13.000 đ/cp và giá tham chiếu 16.200 đ/cp vào ngày 12/3, GTN được định giá ở mức P/B 1,2x dựa trên giá chào mua và P/B 1,5x dựa trên giá thị trường. Sau thông báo chào mua của VNM được công bố, giá cổ phiếu GTN đã tăng ~ 22% trong một tuần tiếp theo nhưng sau đó giảm về gần mức ban đầu, đóng cửa ở 16.700 đồng/cổ phiếu tại ngày 8/4/2019, cao hơn 28% so với giá chào mua.

## Dự phóng 2019

Biên lợi nhuận gộp của VNM trong 2018 được ghi nhận ở mức 46,8% so với 47,5% trong năm 2017, do thay đổi giá nguyên vật liệu cộng với chi phí khấu hao tăng theo sự gia tăng tài sản cố định chủ yếu là máy móc thiết bị, có thể phục vụ cho việc mở rộng/nâng cấp một số nhà máy. Trong năm 2019, mặc dù giá nguyên liệu dự kiến có thể tăng khá mạnh nhưng chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp này sẽ chỉ thu hẹp về mức 46,6% nhờ công ty có kế hoạch tăng 2-3% giá bán trong năm nay và VNM đã chốt được giá nguyên liệu đến tháng 8/2019 từ cuối năm ngoái. Tuy nhiên, giá nguyên liệu tăng cao có thể sẽ gây áp lực hơn cho tăng trưởng lợi nhuận năm 2020.

Tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần tăng từ 25,1% năm 2017 lên 25,5% năm 2018, cao nhất từ trước đến nay, chủ yếu do chi phí tiếp thị và khuyến mãi tăng. Chúng tôi không kỳ vọng tỷ lệ này sẽ tăng hơn nữa trong năm 2019 và các năm tiếp theo. Nhờ các ưu đãi về thuế cho các nhà máy, VNM được hưởng mức thuế suất thấp 15-16% trong năm 2017-2018, dù vậy, các ưu đãi này sẽ giảm dần theo lộ trình.

Tổng kết lại, chúng tôi dự báo doanh thu thuần 2019 của công ty là 56.781 tỷ đồng và LNST 10.559 tỷ đồng, lần lượt tăng 8,0% và 3,5% so với 2018. Kết hợp phương pháp định giá DCF và P/E, giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu này là 120.460 đồng/cổ phiếu.

<b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VNM</b>	<b>Giá hiện tại (đồng):</b>	<b>135.300</b>	<b>Giá mục tiêu (đồng):</b>	<b>120.460</b>	<b>Vốn hóa (tỷ đồng):</b>	<b>235.787</b>
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>51.041</b>	<b>52.562</b>	<b>56.781</b>	<b>61.077</b>	<b>65.395</b>	
<i>Tăng trưởng</i>	<i>9,1%</i>	<i>3,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,1%</i>	
GVHB trừ khấu hao	25.507	26.324	28.833	31.424	33.721	
Chi phí bán hàng	11.537	12.266	13.080	13.948	14.934	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.268	1.133	1.224	1.317	1.410	
Doanh thu tài chính	74	94	73	77	82	
Chi phí tài chính	58	67	63	69	74	
<b>EBITDA</b>	<b>12.746</b>	<b>12.866</b>	<b>13.653</b>	<b>14.398</b>	<b>15.340</b>	
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>25,0%</i>	<i>24,5%</i>	<i>24,0%</i>	<i>23,6%</i>	<i>23,5%</i>	
Khấu hao	1.300	1.627	1.462	1.532	1.593	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>11.446</b>	<b>11.240</b>	<b>12.191</b>	<b>12.866</b>	<b>13.747</b>	
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>22,4%</i>	<i>21,4%</i>	<i>21,5%</i>	<i>21,1%</i>	<i>21,0%</i>	
Lợi nhuận/Lỗ khác	3	175	5	5	5	
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	67	22	23	25	26	
Chi phí lãi vay ròng	(713)	(614)	(503)	(651)	(837)	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>7,5%</i>	<i>6,4%</i>	<i>5,3%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,6%</i>	
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>(16,0)</i>	<i>(18,3)</i>	<i>(24,2)</i>	<i>(19,8)</i>	<i>(16,4)</i>	
Thuế	1.951	1.846	2.163	2.303	2.484	
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>16,0%</i>	<i>15,6%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,0%</i>	
Lợi ích CĐTS	(17)	(22)	-	-	-	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>10.296</b>	<b>10.227</b>	<b>10.559</b>	<b>11.243</b>	<b>12.130</b>	
Tiền mặt đạt được	11.596	11.854	12.022	12.775,45	13.723	
Tổng số lượng cổ phiếu	1.451.450.000	1.741.688.000	1.741.688.000	1.741.688.000	1.741.688.000	
<b>EPS (VND)</b>	<b>6.386</b>	<b>5.287</b>	<b>5.457</b>	<b>5.811</b>	<b>6.269</b>	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,83	1,00	1,00	1,00	1,00	
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>5.322</b>	<b>5.287</b>	<b>5.457</b>	<b>5.811</b>	<b>6.269</b>	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>10,2%</i>	<i>(0,7%)</i>	<i>3,2%</i>	<i>6,5%</i>	<i>7,9%</i>	

<b>CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Thay đổi vốn lưu động	-3.578	1.900	-27	-56	-44
Capex	2.552	3.091	1.091	982	884
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	61	16	24	25	26
Các khoản mục dòng tiền khác	-5.106	-958	-2.212	-2.398	-2.668
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>7.454</b>	<b>5.888</b>	<b>8.722</b>	<b>9.427</b>	<b>10.188</b>
Phát hành cp	-6	-3	-	-	-
Cổ tức đã trả	5.806	7.256	7.838	7.838	7.838
Thay đổi nợ ròng	-1.642	1.371	-885	-1.590	-2.351
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>-10.349</b>	<b>-8.978</b>	<b>-9.862</b>	<b>-11.452</b>	<b>-13.802</b>
<b>Vốn CSH</b>	<b>23.375</b>	<b>25.781</b>	<b>28.503</b>	<b>31.909</b>	<b>36.201</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	16.107	14.805	16.368	18.323	20.788
Nợ ròng / VCSH	-44,3%	-34,8%	-34,6%	-35,9%	-38,1%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9
<b>Tổng tài sản</b>	<b>34.667</b>	<b>37.366</b>	<b>39.203</b>	<b>41.019</b>	<b>42.961</b>

<b>CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
ROE	45,2%	41,6%	38,9%	37,2%	35,6%
ROA	32,2%	28,4%	27,6%	28,0%	28,9%
ROIC	73,4%	65,3%	57,3%	54,8%	53,5%
WACC	15,0%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
EVA	58,4%	53,4%	45,4%	43,0%	41,6%
P/E (x)	25,4	25,6	24,8	23,3	21,6
EV/EBITDA (x)	17,8	17,6	16,6	15,7	14,8
EV/FCF (x)	30,4	38,5	26,0	24,0	22,2
P/B (x)	8,4	9,1	8,3	7,4	6,5
P/S (x)	4,6	4,5	4,1	3,9	3,6
EV/sales (x)	4,4	4,3	4,0	3,7	3,5
PEG	6,0	8,5	4,2	3,1	4,1
Suất sinh lợi cổ tức	3,7%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%

### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TP HCM  
Tel: (+84 28) 3823 4159  
Fax: (+84 28) 3823 5060

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3942 9395  
Fax: (+84 4) 3942 9407

### PHÒNG PHÂN TÍCH

#### Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

##### Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)  
[giaonbt@acbs.com.vn](mailto:giaonbt@acbs.com.vn)

#### CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

##### Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)  
[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

#### CVPT – Tài chính

##### Trần Thị Hải Yến

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)  
[yentran@acbs.com.vn](mailto:yentran@acbs.com.vn)

#### CVPT – Bất động sản

##### Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)  
[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

#### CVPT – Hàng tiêu dùng, Media

##### Trần Nhật Trung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)  
[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

#### CVPT – Dầu khí

##### Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)  
[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

#### NVPT – Công nghiệp

##### Trần Trí An Phúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)  
[phuctta@acbs.com.vn](mailto:phuctta@acbs.com.vn)

#### NVPT – Thép, Ô tô

##### Diệp Hoàng Long

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)  
[longdh@acbs.com.vn](mailto:longdh@acbs.com.vn)

#### NVPT – Khối khách hàng cá nhân

##### Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)  
[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

#### NVPT – Kỹ thuật

##### Lương Duy Phước

(+84 28) 3823 4159 (x250)  
[phuocld@acbs.com.vn](mailto:phuocld@acbs.com.vn)

### KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

##### Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070  
[tyler@acbs.com.vn](mailto:tyler@acbs.com.vn)

#### Giám đốc Kinh doanh KHĐC

##### Patrick Mitchell

(+84 28) 5404 6632  
[patrick@acbs.com.vn](mailto:patrick@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên cao cấp PTKH

##### Phan Hồng Diệp

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)  
[diepph@acbs.com.vn](mailto:diepph@acbs.com.vn)

#### NV Quan hệ doanh nghiệp

##### Lê Thị Mai Như

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)  
[nhultm@acbs.com.vn](mailto:nhultm@acbs.com.vn)

#### NV Chăm sóc khách hàng

##### Nguyễn Ngọc Tuyền

(+84 28) 3823 4955  
[tuyenenn@acbs.com.vn](mailto:tuyenenn@acbs.com.vn)

#### Trưởng bộ phận

##### GDKHĐC

##### Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 54046630 (x308)  
[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

##### Nguyễn Thị Thanh Nhân

(+84 28) 3823 4159 (ext: 311)  
[nhanntt.sgn@acbs.com.vn](mailto:nhanntt.sgn@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

##### Trần Thị Thanh

(+84 28) 54046626  
[thanhtt@acbs.com.vn](mailto:thanhtt@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

##### Lý Ngọc Dung

(+84 28) 54046630  
[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**GIỮ:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**MUA:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

**Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2019). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.