

VNM - MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 11/05/2020)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	113.600
KLGD TB 10 ngày	1.040.813
Vốn hoá (tỷ đồng)	188.939,48
Số lượng CPLH	1.741.377.694

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thùy Dung
nttdung01@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6990 ext 286

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

VNM: Duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định trong bối cảnh dịch Covid-19

KQKD: Kết thúc Q1.2020 ghi nhận DTT đạt 14.153 tỷ đồng (tăng 7,3%yoy) và LNST đạt 2.777 tỷ đồng (giảm 0,7%yoy) do ảnh hưởng của dịch bệnh đến nhu cầu tiêu thụ trong và ngoài nước; chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng do hợp nhất với GTNFoods.

Triển vọng

- (1) Kỳ vọng cải thiện BLNG trong ngắn hạn do giá nguyên vật liệu nhập khẩu giảm dưới tác động tiêu cực của dịch covid-19.
- (2) Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ thương vụ M&A với GTNFoods và thị trường xuất khẩu sang Trung Quốc.
- (3) Tiếp tục tập trung đầu tư xây dựng trang trại và đàn bò, chủ động nguồn nguyên vật liệu phục vụ cho hoạt động mở rộng thị trường xuất khẩu.

Rủi ro:

- (1) Sự cạnh tranh ngày càng gia tăng giữa các doanh nghiệp trong ngành sữa tại thị trường nội địa.
- (2) Dịch Covid -19 kéo dài ảnh hưởng đến doanh thu tại trường nước ngoài của VNM (gồm xuất khẩu trực tiếp và chi nhánh nước ngoài).

Khuyến nghị đầu tư: Với vị thế dẫn đầu ngành sữa cùng với năng lực kinh doanh tốt và quản trị doanh nghiệp minh bạch, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của VNM ở mức **126.571 đồng/CP** và khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VNM cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

ĐV: tỷ đồng	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
DTT	56.318,12	61.619,14	65.820,53	70.492,38	75.591,69
LNST	10.581,17	10.572,63	10.673,57	11.444,47	12.316,13
TTS	44.699,87	47.227,12	51.065,76	54.352,78	57.930,88
VCSH	29.731,25	31.090,58	30.952,02	31.567,35	32.103,33
TS LN gộp	47,18%	47,42%	44,52%	44,61%	44,72%
ROA (%)	23,61%	22,33%	20,85%	21,00%	21,21%
ROE (%)	35,50%	33,92%	34,40%	36,16%	38,27%
EPS (đồng)	5.478	5.473	5.525	5.924	6.376

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q1.2020 duy trì tăng trưởng ổn định trước dịch covid-19

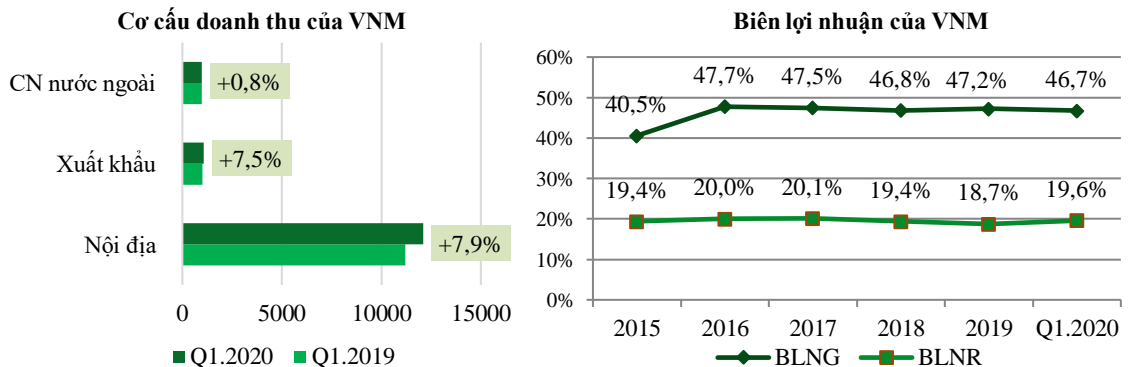
Mặc dù chịu ảnh hưởng của dịch covid-19 nhưng hoạt động kinh doanh của VNM vẫn duy trì với DTT tăng trưởng 7,3% nhờ hợp nhất KQKD với GTNFoods (HSX: GTN), cụ thể như sau:

Mảng kinh doanh nội địa: DTT đạt 12.092 tỷ đồng (tăng 7,9% yoy) do hợp nhất kết quả kinh doanh của GTN 633 tỷ đồng. DTT của công ty mẹ ghi nhận mức tăng trưởng thấp, đạt 10.911 tỷ đồng (tăng 1,2% yoy), do trường học đóng cửa (từ cuối tháng 1/2020) và các chuyến bay bị cắt giảm.

Mảng xuất khẩu trực tiếp: DTT đạt 1.081 tỷ đồng (tăng 7,5% yoy) chủ yếu do sự đóng góp của thị trường Trung Đông.

Mảng chi nhánh nước ngoài: DTT đạt 980 tỷ đồng, tăng 0,8% yoy, trong đó KQKD của Driftwood tại Mỹ cũng bị ảnh hưởng do các trường học tại bang California đóng cửa từ giữa tháng 3/2020 trong khi Angkor Milk tại Campuchia vẫn ghi nhận mức tăng trưởng 2 chữ số.

BLNG đạt 46,7% không thay đổi so với cùng kỳ 2020 nhưng giảm 51bps so với cuối năm 2019 do hợp nhất với GTN tuy nhiên BLNG tính riêng của công ty mẹ đạt 50,5% do thay đổi cơ cấu doanh thu.



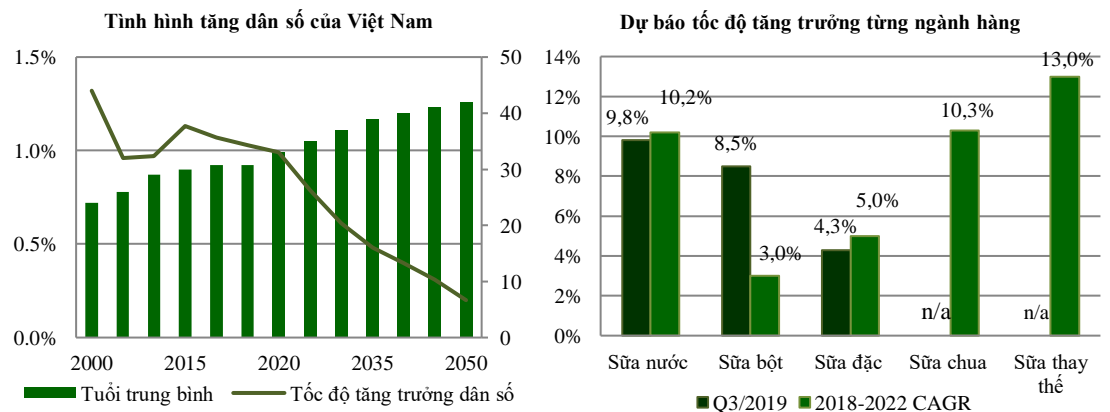
Nguồn: VNM, VCBS

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Mảng kinh doanh nội địa

Mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người vẫn còn tương đối thấp

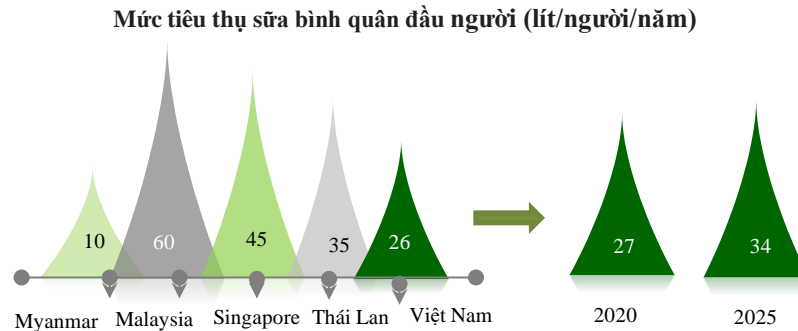
Với tình trạng dân số ngày càng già đi, tỷ lệ trẻ vị thành niên- là đối tượng tiêu thụ sữa nhiều nhất ngày càng giảm là một trong những nguyên nhân chính khiến ngành sữa giảm tốc về mức tăng trưởng một con số trong giai đoạn gần đây và được dự báo tăng 6% trong giai đoạn 2018-2023F (Theo Euromonitor).



Nguồn: danso.org, VCBS tổng hợp

Nguồn: Euromonitor

Tuy nhiên mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người tại Việt Nam vẫn được đánh giá là tương đối thấp so với một số nước trong khu vực (26 lít/người/năm). Vì vậy, chúng tôi đánh giá, ngành sữa Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng, đặc biệt ở các mảng sản phẩm cao cấp và có nguồn gốc thực vật với tốc độ tăng trưởng CAGR 2018-2022F của nhóm sữa thay thế (sữa đậu nành, sữa hạt...) đạt 13% (theo Euromonitor).



Nguồn: Hiệp hội sữa Việt Nam, Quy hoạch ngành sữa 2020

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ thương vụ M&A với GTNFoods

Nhân sự của Vinamilk cũng đã chính thức tham gia vào ban điều hành tại GTN và Mộc Châu Milk (“MCM” và bắt đầu áp dụng tiêu chuẩn chăn nuôi bò, gia tăng năng suất tại các trang trại của MCM và trang trại hộ dân liên kết; tham gia cải thiện hệ thống phân phối (dự kiến hoàn thiện trong tháng 6/2020) và hỗ trợ nhân sự, quản trị (dự kiến hoàn thiện trong tháng 7/2020). Ban lãnh đạo VNM chia sẻ sẽ mất khoảng 2 năm để hoàn thiện tái cơ cấu hoàn toàn GTN và cải thiện khả năng sinh lời từ năm 2021.

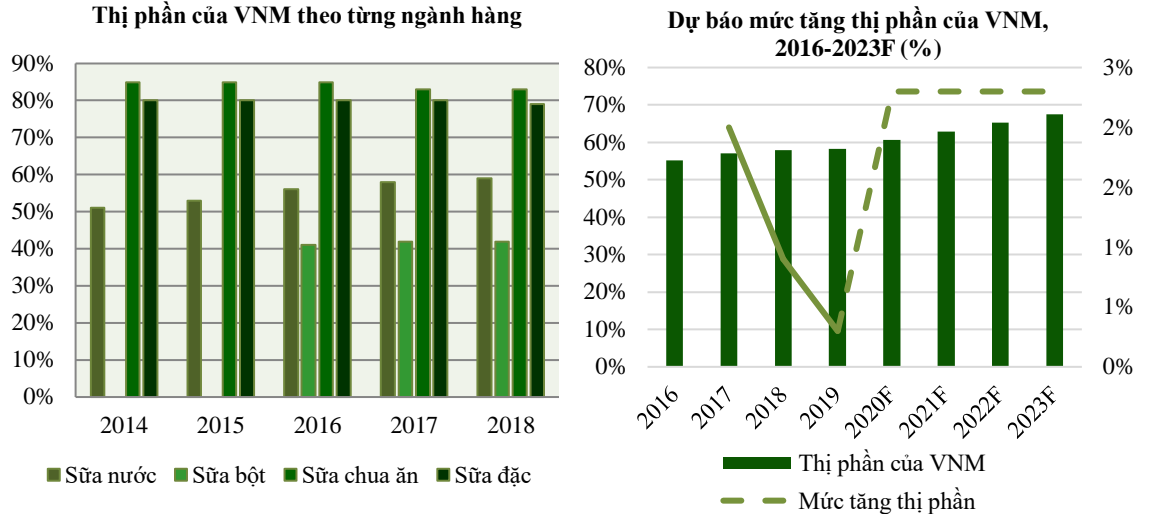
Chúng tôi kỳ vọng vào việc nâng cao hệ thống phân phối và quản trị của MCM sau thương vụ sẽ hỗ trợ doanh thu mảng sữa nước, cải thiện chuỗi cung ứng và phục vụ cho mục đích xuất khẩu thị trường Trung Quốc của VNM do vị trí địa lý thuận lợi. MCM hiện đang nắm giữ khoảng 2,1% thị phần về giá trị với tốc độ tăng trưởng doanh thu dự báo khoảng 4%/năm (tăng so với mức 3,06% năm 2019 do kỳ vọng số đàn bò tăng từ 25.580 lên 28.680 con năm 2020). VCBS ước tính việc hợp nhất MCM sẽ hỗ trợ tăng thêm doanh thu khoảng 4% (tương ứng khoảng 2.660 tỷ đồng), tương đương với đóng góp gia tăng thị phần từ 1,5%- 2,0 %/năm.

Tiếp tục đầu tư xây dựng trang trại và dây chuyền sản xuất chủ động nguyên liệu đầu vào- yếu tố then chốt để tăng trưởng doanh thu. Ước tính capex năm 2020 khoảng 2.000 tỷ, trong đó khoảng 40% cho đàn bò, còn lại phục vụ cho dây chuyền sản xuất các sản phẩm mới. Quỹ đất tại Lào được dự kiến sẽ là một trong những vùng nguyên liệu sữa tươi chiến lược trong tương lai của VNM. Giai đoạn 1 (đến cuối năm 2020) của dự án đang được phát triển trên 4.500 ha (và sẽ được cấp thêm 1000 ha), trong đó có 4.000 bò organic và 4.000 bò cao sản, dự kiến sau khi hoàn thành xong giai đoạn 2 sẽ có khoảng 100.000 con. Ngoài ra, VNM cũng đang xây dựng trang trại bò organic quy mô 2.000 con ở Thanh Hóa. Chúng tôi đánh giá đây sẽ là nguồn cung cấp nguyên liệu chính cho các sản phẩm organic của VNM và giúp VNM thực hiện kế hoạch giảm tỷ lệ nhập khẩu nguyên liệu hàng năm xuống 60% vào năm 2022.

Tổng đàn bò của VNM đã được mở rộng lên 155.000 con từ tháng 12/2019 (bao gồm 25.000 con bò từ GTN), kỳ vọng sẽ tăng lên 160.000 trong Q3.2020 và 168.000 vào cuối năm 2020. Đây là một trong những yếu tố hỗ trợ, giúp VNM giảm thiểu được lo ngại về việc gián đoạn chuỗi cung ứng nguyên liệu từ New Zealand và Australia nếu tình hình dịch trở nên nghiêm trọng hơn.

Thị phần dự kiến tiếp tục tăng nhẹ sau khi hoàn tất cải thiện hệ thống của MCM. Chúng tôi đánh giá kế hoạch mục tiêu của VNM trước khi thu tóm MCM là tăng thị phần 1% mỗi năm giai đoạn 2018-2021

sẽ khó đạt được do (1) thị phần hiện nay của VNM đã ở mức tương đối cao, (2) hoạt động đẩy mạnh marketing của đối thủ cạnh tranh. Do đó, trong kịch bản tích cực, chúng tôi kỳ vọng thị phần của VNM sau khi đã tính đến đóng góp của MCM sẽ tăng trung bình khoảng 2,2-2,5%/năm trong giai đoạn 3-5 năm tới.



Nguồn: VCBS

Mức tiêu thụ sữa chứng lại do ảnh hưởng của dịch covid-19.

Theo Tổng cục thống kê, sản lượng sữa tươi Q1.2020 chỉ tăng 3%yoy và sữa bột giảm 7%yoy so với mức tăng trong Q1.2019 lần lượt là 6,0% và 6,5%.

Các biện pháp giãn cách xã hội làm giảm lưu lượng khách hàng tại các kênh bán hàng của VNM trong đó kênh siêu thị đóng góp 10-15% doanh thu và chủ yếu vẫn là kênh truyền thống. Bên cạnh đó, do phải đóng cửa trường học đến hết tháng 4 nên doanh thu từ chương trình Sữa học đường cũng ghi nhận sự sụt giảm tuy nhiên chiếm tỷ trọng không đáng kể (ước tính khoảng 250 tỷ đồng).

Nhu cầu tiêu thụ bị ảnh hưởng do thu nhập của một bộ phận người tiêu dùng giảm dưới tác động tiêu cực của dịch covid-19, đặc biệt là khu vực nông thôn. Tuy nhiên, người dân khu vực miền Tây lại được mùa lúa với giá bán cao nên thu nhập trung bình được cải thiện dẫn đến doanh thu tiêu thụ sữa ở khu vực này vẫn ghi nhận mức tăng trưởng khá tốt.

Thị trường Trung quốc- tiềm năng nhưng chưa ước lượng được hiệu quả.

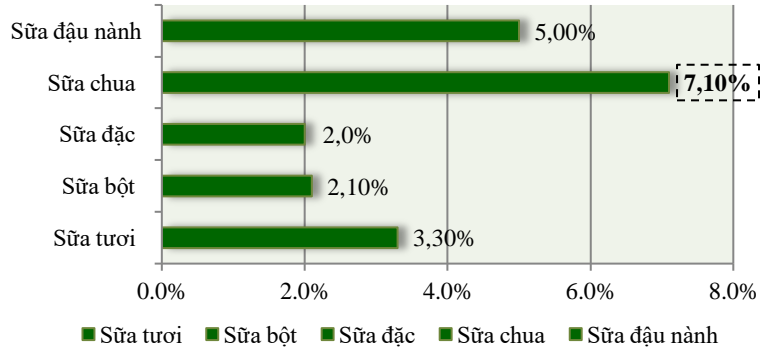
Theo nhận định của chúng tôi, thị trường Trung quốc sẽ chưa có nhiều đóng góp đáng kể với tổng doanh thu của công ty do: (1) Mặc dù tác động của dịch covid-19 tại Trung Quốc đã suy giảm đáng kể, tốc độ tiêu thụ sữa tại đây vẫn sẽ hồi phục chậm khi chính phủ duy trì lệnh giới hạn di chuyển; (2) Đối với mảng sữa tươi và sữa bột, VNM sẽ gặp phải sự cạnh tranh tương đối lớn với các sản phẩm nội địa cùng loại tại Trung Quốc (với mức dự báo tốc độ tăng trưởng kép CAGR giai đoạn 2019-2024F lần lượt là 3,3% và 2,1%). Bên cạnh đó xu hướng tiêu thụ sữa của Trung Quốc cũng đang dịch chuyển sang các dòng sữa hạt, organic và sữa chua uống. Vì vậy, với lợi thế về văn hóa tiêu dùng sản phẩm sữa tương đồng với Trung Quốc và vị trí địa lý thuận lợi, VNM sẽ có cơ hội có được thị phần tại thị trường này trong giai đoạn 3-5 năm tới từ các phân khúc ngách như sữa chua và sữa đặc.

Đối với sản phẩm sữa đặc, VNM đã được Trung Quốc cấp phép xuất khẩu cuối tháng 2/2020 và hoàn thành giai đoạn sản xuất để xuất khẩu sữa đặc có đường “Ông Thọ” sang Trung Quốc lần đầu tiên trong tháng 4/2020. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo VNM, khối lượng nhập khẩu sữa đặc của Trung Quốc tăng gần gấp đôi trong giai đoạn 2016-2019 nên tiềm năng tăng trưởng doanh thu ở mảng này là tương đối lớn.

Mảng xuất khẩu trực tiếp và chi nhánh nước ngoài

Ngoài ra, mảng sữa chua tại Trung quốc có CAGR giai đoạn 2014-2019 là 17% và được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh t trong giai đoạn 5 năm tiếp theo, CAGR đạt 7,1% (Theo Euromonitor).

Doanh thu dự báo theo dòng sản phẩm tại Trung quốc, 2019-2024F



Nguồn: Euromonitor

Ký hợp đồng xuất khẩu sữa giá trị 20 triệu đô với Dubai. Theo đó, VNM ký kết hợp đồng với một số đối tác tại Dubai để phân phối sản phẩm sữa bột của hãng, dự kiến thực hiện vào Q2.2020. Theo báo cáo về thị trường sữa của công ty nghiên cứu TechSci Research, quy mô thị trường sữa tại khu vực UAE có tốc độ tăng trưởng hàng năm đạt 7% trong giai đoạn 2019-2024F.

CÁC YẾU TỐ KHÁC

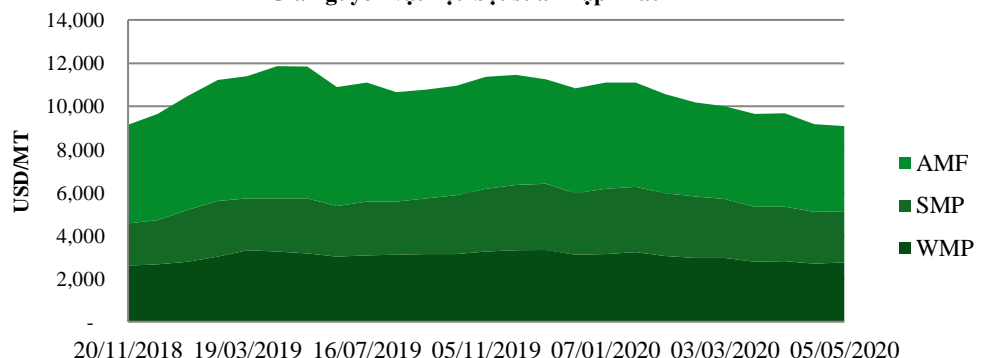
Hỗ trợ

Kỳ vọng BLNG cải thiện trong ngắn hạn nhờ giá nguyên vật liệu sữa giảm do ảnh hưởng của dịch covid-19.

Tỷ lệ nguyên, vật liệu chiếm gần 80% COGS, trong đó nguyên liệu sữa bột (100% là nhập khẩu – là nguyên liệu chủ yếu trong sữa nước và sữa đặc – 2 mảng chiếm khoảng 55% doanh thu của VNM) chiếm khoảng 40% chi phí nguyên vật liệu. Do ảnh hưởng của dịch covid-19, giá các loại nguyên vật liệu sữa trên thế giới ghi nhận sự sụt giảm do tâm lý lo ngại về nhu cầu tiêu thụ bị ảnh hưởng. Cụ thể, tính đến ngày 05/05/2020, giá WMP giảm 11,4%, SMP giảm 17,2% và AMF giảm 18,4% so với thời điểm cuối năm 2019. VNM luôn đảm bảo nguồn nguyên vật liệu trong 3 tháng và theo chia sẻ của ban lãnh đạo, VNM đã chốt giá nguyên liệu sữa cho Q2.2020 với mức giá thấp hơn dự kiến và đang thực hiện đấu thầu cho đợt Q3.2020. Giá nguyên liệu nhập khẩu giảm giúp VNM cải thiện BLNG và là cơ sở để duy trì giá bán thành phẩm ổn định trong các tháng còn lại của năm 2020. (Trong Q1.2020, công ty đã tăng giá bán trung bình khoảng 3% so với thời điểm cuối năm 2019).

Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý, giá nguyên liệu đang trên đà hồi phục trở lại khi nhu cầu tại Trung Quốc dần phục hồi sau khi dịch bệnh đã được kiểm soát. Theo hợp đồng tương lai trên Global Dairy Trade tháng 05/2020, giá sữa nguyên liệu có dấu hiệu ổn định trở lại với giá WMP tăng trung bình 0,3%, SMP giảm 0,96% và AMF giảm 0,9% trong giai đoạn từ tháng 6/2020 đến tháng 10/2020.

Giá nguyên vật liệu bột sữa nhập khẩu



HĐTL giá sữa nguyên vật liệu trên Global Dairy Trade, ngày 08/05/2020

	T6/2020	T7/2020	T8/2020	T9/2020	T10/2020
Thay đổi WMP Price Index	+1,20%	-0,60%	+0,00%	+1,00%	-0,10%
Thay đổi SMP Price Index	-5,10%	+0,60%	+1,60%	-1,80%	-0,10%
Thay đổi AMF Price Index	+2,50%	-6,40%	-0,70%	0,40%	-0,30%

Ngu -0,30AMF Price Indexe

(Ghi chú: AMF: Bơ gầy- chất béo sữa khan, WMP: sữa bột nguyên kem, SMP: sữa bột tách kem)

Rủi ro

Sự cạnh tranh ngày càng gia tăng giữa các doanh nghiệp ngành sữa tại thị trường nội địa.

Hơn 238 công ty kinh doanh, sản xuất sữa với 85% thị phần thuộc về 5 doanh nghiệp: Vinamilk, Nestle, Nutifood, Frieslandcampina và TH True Milk dẫn đến sự cạnh tranh lớn về danh mục sản phẩm và chiến lược marketing. Ở mảng sữa nước, các doanh nghiệp ngoại đang có xu hướng đẩy mạnh quy mô đàn bò thông qua hợp tác với các hộ nông dân, theo đó đe dọa vị thế của VNM trong phân khúc sản phẩm này. Chính vì vậy, VNM tiếp tục mạnh tay đầu tư gia tăng đàn bò, cùng với đó là phát triển các dòng sản phẩm organic phù hợp thị hiếu thị trường. Ngược lại ở mảng sữa bột, VNM là tay chơi mới nổi, cố gắng tham gia phân khúc này thông qua hợp tác với doanh nghiệp Nhật Bản để phát triển công thức sữa bột giá trị cao. Tuy nhiên, triển vọng mảng này không thực sự sáng khi các hiệp định thương mại tự do mới ký kết gần đây sẽ mở đường cho một loạt các hãng sữa bột từ Châu Âu tiến vào thị trường Việt Nam.

Thị trường nước ngoài (xuất khẩu và chi nhánh tại nước ngoài) nhiều biến động

1. Thị trường Iraq là thị trường xuất khẩu quan trọng của VNM (chiếm đến 60% tổng doanh thu xuất khẩu). Tuy nhiên, thị trường này thường không ổn định do những xung đột tại khu vực Trung Đông, khiến doanh thu xuất khẩu của VNM chịu nhiều biến động.
2. Hoạt động mở rộng thị trường tại khu vực Châu Á như Indonesia, Philippines, Malaysia, Singapore... hay Trung Quốc cần nhiều thời gian để VNM tìm hiểu thị trường cũng như đầu tư hệ thống phân phối trước khi mang lại hiệu quả tăng trưởng doanh thu cho doanh nghiệp.
3. Tình trạng dịch Covid -19 ở Hoa Kỳ, các khu vực Trung Đông và Đông Nam Á vẫn chưa hồi phục; thị trường Trung Quốc hồi phục chậm khi vẫn bị giới hạn di chuyển.

ĐỊNH GIÁ

Cơ sở giả định:

Trước sức ép cạnh tranh từ các sản phẩm sữa bột ngoại nhập sau khi các hiệp định thương mại có hiệu lực, cùng với tỷ lệ già hóa dân số đang diễn ra, tỷ trọng sữa bột trong cơ cấu doanh thu của VNM có xu hướng giảm. Chúng tôi điều chỉnh giảm từ mức 26% vào năm 2018 về mức 22% vào năm 2020.

Kỳ vọng M&A với MCM sẽ giúp thị phần sữa nước của VNM từ mức 55% (2018) lên 62,5% cuối năm 2023, thị phần sữa chua (sữa chua ăn: 84,7%, sữa chua uống: 33,9%) tăng trung bình 1% p.a. Doanh thu tại CN nước ngoài duy trì mức tăng trưởng 9-10% chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh của Angkor Milk và kỳ vọng việc khai thác các thị trường mới như Trung Quốc và Phillipines đem lại hiệu quả sau 2-3 năm đầu tư.

Giá bột sữa nguyên liệu giảm trung bình 4,05% trong năm 2020 và duy trì đà tăng 4-5% trong giai đoạn tiếp theo sau khi tình hình dịch bệnh được kiểm soát và nhu cầu nhập khẩu bột sữa của Trung Quốc ngày càng tăng.

Phương pháp so sánh tương đối

Chúng tôi sử dụng các doanh nghiệp hoạt động trong mảng sữa trong khu vực để thực hiện định giá bằng phương pháp so sánh cho VNM:

Đơn vị: tỷ đồng	Ticker	P/E	EV/EBIT DA	EV/Rev	P/BV
Vinamilk	VNM VN	18,55	11,69	2,86	6,29
Trung bình		23,41	13,60	2,45	4,46
Want Want China Holdings Ltd	151 HK	15,89	9,51	2,65	4,59
Dutch Lady Milk Industries BHD	DLM MK	27,77	--	2,73	20,97
Inner Mongolia Yili Industrial	600887 CH	26,08	17,33	1,72	6,60
Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP IJ	20,56	11,93	2,35	4,49
Universal Robina Corp	URC PM	25,53	13,56	2,20	3,27
Haoxiangni Health Food Co Ltd	002582 CH	23,54	32,16	0,78	1,34
China Feihe Ltd	6186 HK	20,97	14,31	6,11	9,19
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH	27,40	8,20	0,75	2,79
Fraser & Neave Holdings Bhd	FNH MK	27,07	18,02	2,67	4,41
China Modern Dairy Holdings Lt	1117 HK	28,88	4,56	1,79	0,67

Nguồn: Bloomberg, ngày 11/05/2020

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Bảng kết quả kinh doanh dự phóng

Đơn vị: tỷ đồng	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
DTT	56.318,12	61.619,14	65.820,53	70.492,38	75.591,69
Giá vốn hàng bán	29.745,90	32.398,37	36.515,59	39.047,13	41.788,52
Lợi nhuận gộp	26.572,21	29.220,77	29.304,94	31.445,24	33.803,17
Chi phí bán hàng	12.993,45	14.898,87	15.185,80	16.263,67	17.440,16
Chi phí QLDN	1.396,30	1.986,05	1.631,89	1.747,72	1.874,15
LNTT	12.795,71	12.860,75	12.983,52	13.921,27	14.981,56
LNST	10.581,17	10.572,63	10.673,57	11.444,47	12.316,13

Chiết khấu dòng tiền FCFF

Đơn vị: tỷ đồng	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
EBIT	12.904,53	12.860,75	12.983,52	13.921,27	14.981,56
Khấu hao	2.016,02	2.205,78	2.356,18	2.523,42	2.705,96
Thay đổi vốn lưu động	254,43	(17174)	39,123	(210,43)	(138,21)
Đầu tư TSCĐ	(2.158,24)	(2.361,39)	(2.522,40)	(2.701,44)	(2.896,86)
FCFF	10.756,30	10.218,46	10.871,50	11.026,99	11.955,77
Hệ số chiết khấu		0,58	1,58	2,58	3,58
Tổng giá trị hiện tại FCFF		9.785,26	9.665,52	9.102,10	9.162,44

Mức giá hợp lý của cổ phiếu VNM là:

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
So sánh tương đối	128.126	50%
Chiết khấu dòng tiền tự do	125.015	50%
Giá hợp lý	126.571	

Kết hợp các phương pháp định giá: mức giá hợp lý **126.571 đồng/CP**

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KHẢ QUAN

VNM là doanh nghiệp dẫn đầu ngành sữa cùng với năng lực kinh doanh tốt và quản trị doanh nghiệp minh bạch. Tuy nhiên với vị thế đã rất lớn tại thị trường nội địa nên công ty sẽ rất khó duy trì được tốc độ tăng trưởng 2 con số như giai đoạn trước. Bên cạnh đó, việc đẩy mạnh hoạt động tại thị trường nước ngoài chưa thể đem lại hiệu quả tăng trưởng nhanh ngay trong ngắn hạn. Sử dụng phương pháp định giá so sánh tương đối và chiết khấu dòng tiền, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của VNM ở mức **126.571 đồng/CP**. Mặc dù tình hình kinh doanh bị ảnh hưởng bởi dịch covid-19 nhưng xét đến triển vọng khả quan của doanh nghiệp sau khi thu tóm MCM, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VNM cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA
Trưởng nhóm Phân tích Ngành & DN
ldquang@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Dung
Chuyên viên phân tích
nttdung01@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630