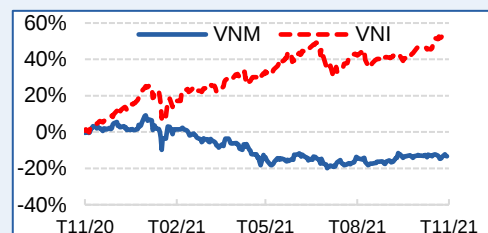


CTCP Sữa Việt Nam (VNM) [MUA +20,4%]

Cập nhật

Ngành	Sữa		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	12/11/2021	Tăng trưởng DT	5,9%	3,9%	7,3%	4,9%
Giá hiện tại	89.600VND	Tăng trưởng EPS	4,5%	-1,9%	5,7%	5,2%
Giá mục tiêu	104.300VND	Biên LN gộp	46,4%	43,9%	44,2%	44,3%
Giá mục tiêu gần nhất	104.800VND	Biên LN ròng	18,6%	17,5%	17,3%	17,3%
TL tăng	+16,0%	EV/EBITDA	12,3x	12,2x	11,4x	10,7x
Lợi suất cổ tức	4,4%	Giá CP/DTHĐ	16,6x	14,3x	14,4x	13,6x
Tổng mức sinh lời	+20,4%	P/E	18,9x	19,2x	18,2x	17,3x



GT vốn hóa	8,1 tỷ USD		VNM	Peers*	VNI
Room KN	3,7 tỷ USD	P/E (trượt)	19,8x	28,2x	17,0x
GTGD/ngày (30n)	14tr USD	P/B (hiện tại)	6,0x	4,1x	2,7x
Cổ phần Nhà nước	36,0%	Nợ ròng/CSH	-40,8%	-0,7%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	2.090,1 tr	ROE	34,8%	19,4%	15,9%
Pha loãng	2.090,1 tr	ROA	20,5%	8,9%	2,5%
PEG 3 năm	6,4	* trung vị của CT cùng ngành nước ngoài			

Tổng quan công ty

Vinamilk là công ty sữa lớn nhất Việt Nam với thị phần khoảng 60%. Với trên 40 năm kinh nghiệm, Vinamilk đã xây dựng được thương hiệu lớn với danh mục sản phẩm gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các loại thức uống khác.

Trần Thái Sơn
Chuyên viên cao cấp

Đặng Văn Pháp
Phó Giám đốc

Lợi nhuận sẽ cải thiện trong năm 2022; định giá hấp dẫn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA dành cho CTCP Sữa Việt Nam (VNM) do chúng tôi cho rằng định giá của VNM hiện tại là hấp dẫn với P/E 2022/2023 là 18,2 lần/17,3 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi) so với mức trung bình 5 năm là 21,3 lần và trung bình 5 năm 27,5 lần của các công ty cùng ngành trong khu vực. Ngoài ra, các chỉ số chính của VNM (như thị phần, biên lợi nhuận và ROIC) vẫn được duy trì tốt hơn so với các công ty cùng ngành.
- Chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ bảo vệ được thị phần và giữ vị trí dẫn đầu trong hưởng lợi từ tiêu thụ sữa ngày càng tăng của Việt Nam nhờ vào thế mạnh toàn diện về R&D, phân phối và marketing.
- Chúng tôi duy trì dự phóng tổng LNST giai đoạn 2022-2024 gần như không thay đổi. Tương tự, giá mục tiêu của chúng tôi gần như không thay đổi khi việc cập nhật mô hình định giá mục tiêu đến cuối năm 2022 bị bù đắp bởi tỷ lệ WACC của chúng tôi tăng 20 điểm cơ bản lên 9,6% sau những thay đổi đối ước tính chi phí vốn CSH của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS 5% trong giai đoạn 2021-2024, chủ yếu dựa trên tăng trưởng của ngành và kỳ vọng của chúng tôi đối với việc VNM sẽ có thị phần ổn định. Thuế suất thực tế - mà chúng tôi dự kiến sẽ tăng lên 19,5% vào năm 2024 từ mức 17,0% trong năm 2020 - sẽ phần nào hạn chế tăng trưởng lợi nhuận.
- Rủi ro: Nhu cầu yếu do tác động kinh tế tiêu cực của COVID-19; chi phí đầu vào cao hơn dự kiến; cạnh tranh gay gắt hơn - đặc biệt là từ các thương hiệu cao cấp hơn.

VNM đang duy trì vị thế thống trị thị trường. VNM tăng gần 1% thị phần chung trong 9 tháng năm 2021, mà ban lãnh đạo cho biết diễn biến này một phần là do khả năng của công ty mạnh hơn so với các đối thủ cạnh tranh về việc duy trì hoạt động ổn định trong bối cảnh dịch COVID-19 làm gián đoạn HĐKD và được hỗ trợ bởi mạng lưới cơ sở sản xuất và phân phối rộng khắp trên toàn quốc. VNM đã giành thêm thị phần trong tất cả các ngành hàng, nhưng tăng mạnh nhất là mảng sữa nước (đặc biệt là các sản phẩm làm từ sữa tươi) và sữa đặc. Ngoài ra, việc đưa vào hoạt động 2 trang trại bò sữa sắp tới - bao gồm 1 ở tỉnh Quảng Ngãi (miền Trung) vào tháng 11/2021 và 1 ở Lào vào quý 1/2022 - sẽ thúc đẩy nguồn cung sữa tươi của VNM và tương ứng sẽ chiếm thêm thị phần trong ngành hàng này.

VNM có kế hoạch tăng giá bán vào năm 2022 để hỗ trợ biên LN gộp trong bối cảnh chi phí đầu vào tăng. Dựa trên kết quả đấu giá mới nhất của Global Dairy Trade vào ngày 02/11, giá sữa bột gầy/sữa nguyên kem (SMP / WMP) đã tăng 19% YTD và 33%/31% YoY. Ngoài ra, giá sữa bột đã có xu hướng giảm kể từ mức đỉnh vào quý 2/2021. Ngoài ra, VNM chia sẻ công ty đã chốt giá sữa bột đến hết quý 1/2022 ở mức thấp hơn so với chi phí thực tế của quý 3 năm 2021. Do đó, chúng tôi dự báo biên LN gộp của VNM sẽ cải thiện trong quý 4/2021 so với quý 3/2021 và duy trì ổn định trong

năm 2022 so với năm 2021 do chúng tôi kỳ vọng mức tăng giá theo kế hoạch của VNM (theo quan điểm của chúng tôi là tăng từ thấp đến trung bình) sẽ cao hơn mức tăng chi phí nguyên vật liệu trung bình. Chúng tôi ước tính bột sữa hiện chiếm khoảng 20% giá vốn hàng bán của VNM. Trong khi đó, chúng tôi dự đoán áp lực chi phí không đáng kể từ các nguyên liệu chính khác vì chúng tôi kỳ vọng giá đường trong nước sẽ giảm vào năm 2022 khi sản lượng sản xuất gia tăng trong khi VNM đã ký các hợp đồng cố định nhiều năm cho bao bì đóng gói.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	59.636	61.940	66.451	69.720	Tiền và tương đương	2.111	2.399	3.199	4.786
Giá vốn hàng bán	-31.968	-34.756	-37.106	-38.825	Đầu tư TC ngắn hạn	17.314	20.314	20.314	20.314
Lợi nhuận gộp	27.669	27.184	29.345	30.895	Các khoản phải thu	4.174	3.733	4.005	4.202
Chi phí bán hàng	-13.447	-13.359	-14.671	-15.359	Hàng tồn kho	4.905	5.237	5.591	5.850
Chi phí quản lí DN	-1.958	-1.586	-1.702	-1.786	TS ngắn hạn khác	1.162	1.162	1.162	1.162
LN thuần HĐKD	12.263	12.239	12.972	13.749	Tổng TS ngắn hạn	29.666	32.845	34.272	36.315
Doanh thu tài chính	1.581	1.241	1.439	1.487	TS dài hạn (gộp)	29.439	30.887	34.336	37.384
Chi phí tài chính	-309	-155	-155	-155	- Khấu hao lũy kế	-14.522	-16.801	-19.330	-22.109
Trong đó, chi phí lãi vay	-144	-85	-85	-85	TS dài hạn (ròng)	14.916	14.086	15.005	15.275
Lợi nhuận từ công ty LDLK	4	4	4	6	Đầu tư TC dài hạn	973	973	973	973
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-21	150	83	86	TS dài hạn khác	2.877	2.827	2.777	2.727
LNTT	13.519	13.480	14.343	15.173	Tổng TS dài hạn	18.767	17.886	18.756	18.975
Thuế TNDN	-2.283	-2.426	-2.653	-2.883	Tổng Tài sản	48.432	50.731	53.028	55.290
LNST trước CĐTS	11.236	11.053	11.690	12.290					
Lợi ích CĐ thiểu số	-137	-187	-206	-215	Phải trả ngắn hạn	3.199	3.749	4.003	4.176
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	11.099	10.866	11.484	12.076	Nợ ngắn hạn	7.316	7.316	7.316	7.316
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh (1)	11.099	10.866	11.484	12.076	Nợ ngắn hạn khác	3.697	3.840	4.119	4.322
					Tổng nợ ngắn hạn	14.213	14.905	15.438	15.815
EBITDA	14.472	14.568	15.551	16.578	Nợ dài hạn	167	167	167	167
EPS báo cáo, VND	4.769	4.679	4.945	5.200	Nợ dài hạn khác	405	405	405	405
EPS điều chỉnh (1), VND	4.769	4.679	4.945	5.200	Tổng nợ	14.785	15.478	16.011	16.387
EPS pha loãng (1), VND	4.769	4.679	4.945	5.200					
DPS, VND	4.100	4.000	4.200	4.400	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	86%	85%	85%	85%	Vốn cổ phần	20.900	20.900	20.900	20.900
(1) điều chỉnh theo lợi nhuận bất thường					Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F	Lợi nhuận giữ lại	6.910	7.242	7.651	8.115
Tăng trưởng					Vốn khác	3.487	4.574	5.722	6.930
Tăng trưởng doanh thu	5,9%	3,9%	7,3%	4,9%	Lợi ích CĐTS	2.350	2.537	2.743	2.958
Tăng trưởng LN HĐKD	0,7%	-0,2%	6,0%	6,0%	Vốn chủ sở hữu	33.647	35.253	37.016	38.903
Tăng trưởng LNTT	5,6%	-0,3%	6,4%	5,8%	Tổng cộng nguồn vốn	48.432	50.731	53.028	55.290
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	4,5%	-1,9%	5,7%	5,2%					
					CP lưu hành cuối năm (triệu)	2.090,1	2.090,1	2.090,1	2.090,1
Khả năng sinh lời					CP quỹ cuối năm (triệu)	0,1	0,1	0,1	0,1
Biên LN gộp %	46,4%	43,9%	44,2%	44,3%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
Biên LN từ HĐ %	20,6%	19,8%	19,5%	19,7%	Tiền đầu năm	2.665	2.111	2.399	3.199
Biên EBITDA	24,3%	23,5%	23,4%	23,8%	Lợi nhuận sau thuế	11.099	10.866	11.484	12.076
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	18,6%	17,5%	17,3%	17,3%	Khấu hao	2.209	2.329	2.579	2.829
ROE %	37,8%	33,9%	34,3%	34,4%	Thay đổi vốn lưu động	-2.815	801	-93	-80
ROA %	24,1%	22,3%	22,5%	22,7%	Điều chỉnh khác	828	-900	-942	-993
					Tiền từ hoạt động KD	11.321	13.096	13.027	13.832
Chỉ số hiệu quả vận hành									
Số ngày tồn kho	56,5	53,3	53,3	53,8	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.114	-1.448	-3.448	-3.048
Số ngày phải thu	23,4	23,3	21,3	21,5	Đầu tư, ròng	-4.828	-3.000	0	0
Số ngày phải trả	39,2	36,1	37,8	38,2	Tiền từ HĐ đầu tư	-5.943	-4.448	-3.448	-3.048
TG luân chuyển tiền	40,7	40,4	36,7	37,1					
					Cổ tức đã trả	-7.928	-8.360	-8.778	-9.196
Thanh khoản					Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	2,1	2,2	2,2	2,3	Tăng (giảm) nợ dài hạn	44	0	0	0
CS thanh toán nhanh	1,7	1,8	1,8	1,9	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	1.965	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	1,4	1,5	1,5	1,6	Tiền từ các hoạt động TC khác	-14	0	0	0
Nợ/Tài sản	15,5%	14,8%	14,1%	13,5%	Tiền từ hoạt động TC	-5.932	-8.360	-8.778	-9.196
Nợ/Vốn sử dụng	18,2%	17,5%	16,8%	16,1%					
Nợ/Vốn CSH	-35,5%	-43,2%	-43,3%	-45,3%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-554	288	801	1.587
Khả năng thanh toán lãi vay	85,3	144,2	152,8	162,0	Tiền cuối năm	2.111	2.399	3.199	4.786

Nguồn: dữ liệu công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

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

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

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

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

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thủy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

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