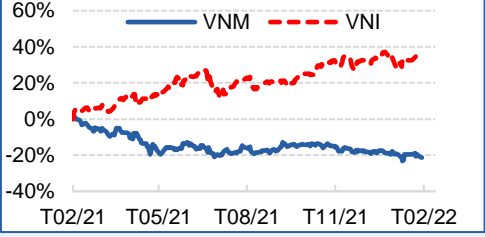


Ngành	Sữa		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	14/2/2022	Tăng trưởng DT	2,2%	6,8%	5,7%	5,8%
Giá hiện tại	81.100VND	Tăng trưởng EPS	-5,3%	4,1%	7,1%	6,0%
Giá mục tiêu	93.000VND	Biên LN gộp	43,1%	43,0%	43,1%	43,2%
Giá mục tiêu gần nhất	104.300VND	Biên LN ròng	17,3%	16,8%	17,0%	17,1%
TL tăng	+14,7%	EV/EBITDA	11,2x	10,6x	10,0x	9,4x
Lợi suất cổ tức	4,9%	Giá CP/DTHĐ	16,2x	13,5x	12,7x	12,1x
Tổng mức sinh lời	+19,6%	P/E	18,0x	17,2x	16,1x	15,2x

	2021	2022F	2023F	2024F
GT vốn hóa	7,4 tỷ USD	7,4 tỷ USD	7,4 tỷ USD	7,4 tỷ USD
Room KN	3,3 tỷ USD	3,3 tỷ USD	3,3 tỷ USD	3,3 tỷ USD
GTGD/ngày (30n)	7,8tr USD	7,8tr USD	7,8tr USD	7,8tr USD
Cổ phần Nhà nước	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%
SL cổ phiếu lưu hành	2.090 tr	2.090 tr	2.090 tr	2.090 tr
Pha loãng	2.090 tr	2.090 tr	2.090 tr	2.090 tr
PEG 3 năm	3,1	3,1	3,1	3,1

	VNM	Peers*	VNI
P/E (trượt)	18,0x	25,2x	17,1x
P/B (hiện tại)	5,1x	3,9x	2,6x
Nợ ròng/CSH	-38,8%	-0,7%	N/A
ROE	32,7%	19,4%	15,5%
ROA	20,7%	8,8%	2,6%

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.



Đặng Văn Pháp, CFA
Giám đốc

Duy trì đà tăng trưởng quanh mức 5%-6%; chưa có yếu tố hỗ trợ rõ ràng để định giá cổ phiếu được đánh giá lại một cách mạnh mẽ

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN dành cho CTCP Sữa Việt Nam (VNM) khi hiện tại chúng tôi cho rằng triển vọng tăng trưởng trung bình 1 chữ số của VNM (bao gồm tăng trưởng EPS 4% trong năm 2022) sẽ hạn chế khả năng đánh giá lại mạnh mẽ đối với định giá của cổ phiếu. Tuy nhiên, mức P/E 2022 của VNM là 17 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi) vẫn tương đối hấp dẫn so với mức P/E trượt trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực là 26 lần. VNM cũng có mức lợi suất cổ tức khá cao khoảng 5%.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 11% do 2 yếu tố chính. Đầu tiên, chúng tôi điều chỉnh giảm 3% tổng LNST giai đoạn 2022F-2024 trong bối cảnh tiêu thụ sữa dự kiến phục hồi chậm trong năm 2022 và giá đầu vào tăng. Thứ hai, chúng tôi giảm giả định tăng trưởng năm cuối cùng (terminal growth) trong mô hình DCF từ 4% còn 3% và P/E mục tiêu từ 22 lần còn 20 lần, phản ánh quan điểm nêu trên của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng và đánh giá lại định giá của VNM.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS 6% trong giai đoạn 2021-2024, chủ yếu dựa trên tăng trưởng của ngành và kỳ vọng của chúng tôi về thị phần ổn định cho VNM. Thuế suất thực tế - mà chúng tôi dự kiến sẽ tăng lên 19,2% vào năm 2024 từ mức 17,7% vào năm 2021 - sẽ phần nào kiềm chế tăng trưởng lợi nhuận.
- Rủi ro: Nhu cầu thấp do tác động kinh tế tiêu cực của COVID-19; giá đầu vào cao hơn dự kiến; cạnh tranh gay gắt hơn - đặc biệt là từ các thương hiệu cao cấp hơn.

Tiêu thụ FMCG - bao gồm sữa - đang dần phục hồi. Như đã thảo luận trong phần Ngành tiêu dùng của Báo cáo Chiến lược 2022, [Từ đại dịch đến bình thường mới](#), vào ngày 07/01/2022, chúng tôi dự báo doanh số FMCG sẽ phục hồi 5%-9% trong năm 2022 sau 2 năm giảm liên tiếp trong giai đoạn 2020-2021. Dự báo của chúng tôi tương ứng lượng tiêu thụ FMCG trong năm 2022 sẽ vẫn thấp hơn khoảng 5%-10% so với năm 2019 do dịch COVID-19 ảnh hưởng đến sức mua của người tiêu dùng phổ thông-thu nhập thấp. Tốc độ tăng trưởng doanh số trong nước của VNM giảm từ hơn 20% YoY vào tháng 10/2021 còn 7% YoY vào quý 4/2021 (từ mức cơ sở thấp) cho thấy con đường phục hồi của ngành FMCG còn nhiều thách thức.

VNM duy trì vị thế thống lĩnh thị trường. Tổng thị phần của VNM tăng gần 1 điểm phần trăm vào năm 2021 (chủ yếu trong mảng sữa uống và sữa đặc); ban lãnh đạo cho rằng VNM tăng thị phần một phần do năng lực mạnh hơn của VNM so với các đối thủ cạnh tranh trong việc duy trì hoạt

động kinh doanh ổn định trước những gián đoạn liên quan đến dịch COVID-19 nhờ mạng lưới cơ sở sản xuất và trung tâm phân phối rộng khắp trên toàn quốc của công ty. Chúng tôi nhận thấy khả năng tăng thị phần của VNM sẽ hạn chế trong tương lai do hiện đã ở mức cao (tổng thị phần theo sản lượng đạt hơn 60%) và cạnh tranh gay gắt - đặc biệt là trong mảng sữa công thức.

VNM tăng giá bán trong thời gian gần đây sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận gộp trong bối cảnh lạm phát chi phí đầu vào. Ban lãnh đạo kỳ vọng biên lợi nhuận gộp năm 2022 của VNM sẽ duy trì ổn định hoặc giảm nhẹ so với năm 2021 khi giá bán tăng có thể bù đắp cho chi phí đầu vào cao hơn. VNM đã tăng giá bán 2 lần vào tháng 12/2021 và tháng 1/2022, tương ứng với tổng mức tăng giá bán thấp hơn 5%, theo ban lãnh đạo. VNM kỳ vọng không tăng giá bán từ nay đến cuối năm trừ khi có các biến động đáng kể trong cơ cấu chi phí. Tính đến hiện tại, VNM đã chốt giá bột sữa đầu vào cho sản xuất đến tháng 6/2022.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F	
Doanh thu	60.919	65.047	68.762	72.729	Tiền và tương đương	2.349	4.076	5.769	7.420	
Giá vốn hàng bán	-34.641	-37.105	-39.138	-41.320	Đầu tư TC ngắn hạn	21.026	21.026	21.026	21.026	
Lợi nhuận gộp	26.278	27.942	29.624	31.409	Các khoản phải thu	4.368	4.560	4.820	5.099	
Chi phí bán hàng	-12.951	-13.938	-14.724	-15.562	Hàng tồn kho	6.773	6.254	6.597	6.965	
Chi phí quản lí DN	-1.567	-1.649	-1.722	-1.801	TS ngắn hạn khác	1.595	1.595	1.595	1.595	
LN thuần HĐKD	11.760	12.356	13.177	14.046	Tổng TS ngắn hạn	36.110	37.511	39.807	42.104	
Doanh thu tài chính	1.215	1.397	1.617	1.719	TS dài hạn (gộp)	30.117	32.623	35.242	37.984	
Chi phí tài chính	-202	-255	-255	-255	- Khấu hao lũy kế	-16.280	-18.562	-21.001	-23.596	
Trong đó, chi phí lãi vay	-89	-142	-142	-142	TS dài hạn (ròng)	13.837	14.060	14.242	14.388	
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-45	-45	-43	-41	Đầu tư TC dài hạn	744	744	744	744	
Lợi nhuận/(chi phí) khác	195	118	124	131	TS dài hạn khác	2.642	2.396	2.151	1.905	
LNTT	12.922	13.570	14.621	15.599	Tổng TS dài hạn	17.222	17.201	17.136	17.037	
Thuế TNDN	-2.290	-2.475	-2.738	-2.997	Tổng Tài sản	53.332	54.711	56.943	59.141	
LNST trước CĐTS	10.633	11.095	11.883	12.602	Phải trả ngắn hạn	4.214	3.714	4.008	4.232	
Lợi ích CĐ thiểu số	-100	-172	-184	-196	Nợ ngắn hạn	9.382	9.382	9.382	9.382	
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	10.532	10.923	11.699	12.407	Nợ ngắn hạn khác	3.472	3.707	3.919	4.145	
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh (1)	10.532	10.923	11.699	12.407	Tổng nợ ngắn hạn	17.068	16.804	17.310	17.760	
EBITDA	14.127	14.883	15.862	16.886	Nợ dài hạn	76	76	76	76	
EPS báo cáo, VND	4.517	4.704	5.038	5.343	Nợ dài hạn khác	338	338	338	338	
EPS điều chỉnh (1), VND	4.517	4.704	5.038	5.343	Tổng nợ	17.482	17.218	17.724	18.174	
EPS pha loãng, điều chỉnh (1), VND	4.517	4.704	5.038	5.343	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	
DPS, VND	3.900	4.000	4.300	4.600	Vốn cổ phần	20.900	20.900	20.900	20.900	
DPS/EPS (%)	86%	85%	85%	86%	Thặng dư vốn CP	0	0	0	0	
(1) điều chỉnh theo lợi nhuận bất thường					Lợi nhuận giữ lại	7.594	7.973	8.345	8.657	
TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F	Vốn khác	4.589	5.682	6.852	8.092	
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	2.767	2.939	3.123	3.319	
Tăng trưởng doanh thu	2,2%	6,8%	5,7%	5,8%	Vốn chủ sở hữu	35.850	37.493	39.219	40.967	
Tăng trưởng LN HĐKD	-4,1%	5,1%	6,6%	6,6%	Tổng cộng nguồn vốn	53.332	54.711	56.943	59.141	
Tăng trưởng LNTT	-4,4%	5,0%	7,7%	6,7%	CP lưu hành cuối năm (triệu)	2.089,9	2.089,9	2.089,9	2.089,9	
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-5,3%	4,1%	7,1%	6,0%	CP quỹ cuối năm (triệu)	0,1	0,1	0,1	0,1	
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	(tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Biên LN gộp %	43,1%	43,0%	43,1%	43,2%	Tiền đầu năm	2.111	2.349	4.076	5.769	
Biên LN từ HĐ %	19,3%	19,0%	19,2%	19,3%	Lợi nhuận sau thuế	10.532	10.923	11.699	12.407	
Biên EBITDA	23,2%	22,9%	23,1%	23,2%	Khấu hao	2.121	2.282	2.439	2.595	
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	17,3%	16,8%	17,0%	17,1%	Thay đổi vốn lưu động	-1.705	62	-98	-196	
ROE %	32,7%	32,3%	33,1%	33,6%	Điều chỉnh khác	-517	-674	-741	-800	
ROA %	20,7%	20,2%	21,0%	21,4%	Tiền từ hoạt động KD	10.432	12.592	13.299	14.007	
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.397	-2.506	-2.620	-2.742	
Số ngày tồn kho	62	64	60	60	Đầu tư, ròng	-3.536	0	0	0	
Số ngày phải thu	26	25	25	25	Tiền từ HĐ đầu tư	-4.933	-2.506	-2.620	-2.742	
Số ngày phải trả	37	40	36	36	Cổ tức đã trả	-7.524	-8.360	-8.987	-9.614	
TG luân chuyển tiền	50	50	49	49	Tăng (giảm) vốn	60	0	0	0	
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ dài hạn	-92	0	0	0	
CS thanh toán hiện hành	2,1	2,2	2,3	2,4	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	2.066	0	0	0	
CS thanh toán nhanh	1,6	1,8	1,8	1,9	Tiền từ các hoạt động TC khác	228	0	0	0	
CS thanh toán tiền mặt	1,4	1,5	1,5	1,6	Tiền từ hoạt động TC	-5.261	-8.360	-8.987	-9.614	
Nợ/Tài sản	17,7%	17,3%	16,6%	16,0%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	237	1.727	1.693	1.651	
Nợ/Vốn sử dụng	20,9%	20,1%	19,4%	18,8%	Tiền cuối năm	2.349	4.076	5.769	7.420	
Nợ/Vốn CSH	-38,8%	-41,7%	-44,2%	-46,3%						
Khả năng thanh toán lãi vay	132,4	87,1	92,9	99,0						

Nguồn: dữ liệu công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

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

Các khuyến nghị	Định nghĩa
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

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

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

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

Đặng Văn Pháp, Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- 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 Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, 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 Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- 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.