

## CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b> VND109.400	<b>Giá mục tiêu</b> VND119.000	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 3,5%	<b>Khuyến nghị</b> TRUNG LẬP	<b>Ngành</b> Hàng tiêu dùng
-------------------------------------	-----------------------------------	-------------------------------	---------------------------------	--------------------------------

Ngày 19/11/2020

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Trung bình</b>

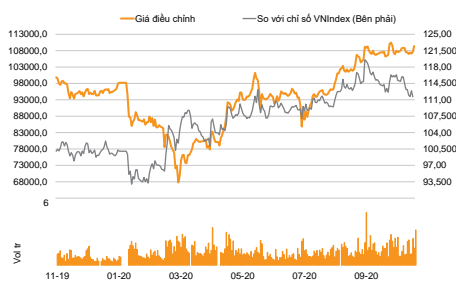
Consensus\*: KQ:10 TL:7 KKQ:0

Giá mục tiêu/Consensus: 1%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Định giá dựa theo dự phóng KQKD 2021

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	110.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	67.774
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	171.049tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	224.846
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	21,6
P/B hiện tại (x)	7,82

### Cơ cấu sở hữu

SCIC	36,0%
F&N Dairy Investment Pte, Ltd	20,0%
Platinum Victory Pte Ltd	10,6%
Khác	33,4%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Hà Thu Hiền**

hien.hathu@vndirect.com.vn

### Tăng trưởng ổn định trong Q3/2020

- Trong 9T20, doanh thu và LN ròng của VNM tăng lần lượt 7,4% svck và 6,4% svck, hoàn thành 72,9% và 76% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 119.000 đồng/cp và hạ đánh giá xuống Trung lập do tiềm năng tăng trưởng ổn định trong 2020-21 đã được phản ánh vào giá.

### KQKD 9T20 theo sát kỳ vọng

Trong Q3/2020 doanh thu thuần của VNM tăng 8,9% svck lên 15.563 tỷ đồng, trong đó doanh thu nội địa tăng 8,9% svck, khả quan hơn mức tăng trưởng 4,2% svck trong Q3/2019. Chúng tôi cho rằng doanh thu nội địa đạt KQKD tốt nhờ 1) việc hợp nhất với GTN từ cuối năm 2019 (đóng góp 6% vào doanh thu trong nước) và 2) doanh thu nội địa công ty mẹ tăng 1,5% nhờ sản lượng tăng 1-2%, đặc biệt là dòng sản phẩm sữa chua Probi. Trong 9T20, với sự đóng góp từ GTN, doanh thu thuần của VNM đạt mức tăng trưởng 7,4% svck (loại trừ GTN thì doanh thu tăng 2,3% svck) và LN ròng tăng 6,4% svck, tương ứng 72,9% và 76% dự phóng cả năm của chúng tôi.

### Biên LN gộp giảm nhẹ do hợp nhất với GTN

Biên LN gộp 9T20 của GTN đạt 28,5%, tăng 13 điểm % từ 15,3% trong 9T19 nhờ nỗ lực tái cấu trúc của VNM. Tuy nhiên biên LN gộp hiện tại của GTN vẫn thấp hơn các mảng khác từ 18-32 điểm %, do đó biên LN gộp của VNM trong 9T20 giảm 0,8 điểm % svck xuống còn 46,5%. Chúng tôi kỳ vọng việc hợp nhất với GTN sẽ kéo biên LN gộp của VNM xuống 47,1% trong năm 2020 trước khi được tăng lên 47,4% nhờ biên LN gộp cao hơn của GTN đạt 35% (tăng 5 điểm % svck).

### LN ròng của GTN được cải thiện rõ rệt sau khi hợp nhất với VNM

Sau khi sát nhập VNM, LN ròng của GTN tăng mạnh 923% svck trong 9T20 lên 72,7 tỷ đồng (cao gấp 10 lần so với 9T19) chủ yếu nhờ quản trị hiệu quả chi phí bán hàng và chi phí QLDN. Trong năm 2021, ban lãnh đạo GTN đặt mục tiêu đầu tư thêm 1 trang trại bò sữa với quy mô 4.000 con tại Mộc Châu và một nhà máy chế biến sữa công nghệ cao (thông tin chi tiết hiện chưa được công bố). Đáng chú ý, VNM đang lên kế hoạch niêm yết CTCP Sữa Mộc Châu (MCM) lên sàn UPCOM trong Q1/2021.

### Triển vọng 2020-2021 tích cực nhờ nhu cầu về các sản phẩm từ sữa ổn định

Chúng tôi duy trì dự phóng tăng trưởng doanh thu năm 2020/21 ở mức 10,2% svck và 6,9% svck, lần lượt đạt 62.042 tỷ đồng và 66.330 tỷ đồng với nhận định nhu cầu về các sản phẩm từ sữa trên thị trường nội địa và xuất khẩu đều ổn định. LN ròng ước tính tăng 10,6% và 8,9% svck cho năm 2020/2021.

### Hạ đánh giá xuống Trung lập và giá mục tiêu nâng lên 119.000 đồng/cp

Chúng tôi tăng giá mục tiêu dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau của mô hình DCF 10 năm trên năm cơ sở KQKD 2021 (WACC 11,8%, chi phí vốn 12,5% và tăng trưởng dài hạn 5,0%) và P/E mục tiêu 21,6 lần áp dụng trên EPS dự phóng 2021. Chúng tôi hạ đánh giá xuống Trung lập do tiềm năng tăng trưởng 2020-2021 phần nào đã được phản ánh vào giá cổ phiếu. Rủi ro tăng giá bao gồm tiêu thụ sữa nội địa và nhu cầu từ thị trường Trung Đông và Trung Quốc cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) dịch bệnh kéo dài lâu hơn dự kiến và 2) giá sữa nguyên liệu tăng cao hơn kỳ vọng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-18A	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần (tỷ)	52.562	56.318	62.042	66.330
Tăng trưởng DT thuần	3,0%	7,1%	10,2%	6,9%
Biên lợi nhuận gộp	46,8%	47,2%	47,1%	47,4%
Biên EBITDA	26,1%	26,4%	28,3%	28,9%
LN ròng (tỷ)	10.227	10.581	11.705	12.747
Tăng trưởng LN ròng	(0,7%)	3,5%	10,6%	8,9%
EPS cơ bản	4.894	5.064	5.601	6.100
EPS điều chỉnh	4.416	4.574	5.041	5.490
BVPS	12.338	13.993	13.788	15.387
ROAE	41,6%	38,5%	40,3%	41,8%

Nguồn: VND RESEARCH

**KQKD 9T20: TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH BẤT CHẤP ĐẠI DỊCH**

Hình 1: Nhận định KQKD 9T/2020

Tỷ VND	Q3/2020	Q3/2019	% svck	9T20	9T19	% svck	2020F	% so với dự báo 2020	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>15.563</b>	<b>14.291</b>	<b>8,9%</b>	<b>45.211</b>	<b>42.079</b>	<b>7,4%</b>	<b>62.042</b>	<b>72,9%</b>	
Nội địa	13.263	12.184	8,9%	38.720	35.821	8,1%	53.026	73,0%	Doanh thu nội địa 9T20 tăng 8,1% svck nhờ nhu cầu về các sản phẩm từ sữa ổn định và hợp nhất với doanh thu của GTN là 2.144 tỷ đồng.
Nước ngoài	2.299	2.107	9,1%	6.491	6.259	3,7%	9.016	72,0%	Doanh thu từ nước ngoài tăng 3,7% svck trong 9T20 chủ yếu nhờ KQKD ấn tượng từ hoạt động xuất khẩu với doanh thu tăng 11,8% svck.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>7.267</b>	<b>6.723</b>	<b>8,1%</b>	<b>21.010</b>	<b>19.892</b>	<b>5,6%</b>	<b>29.203</b>	<b>71,9%</b>	
<b>Biên LNG</b>	<b>46,7%</b>	<b>47,0%</b>	<b>-0,3% pts</b>	<b>46,5%</b>	<b>47,3%</b>	<b>-0,8% pts</b>	<b>47,1%</b>	<b>-0,6% pts</b>	
Nội địa	46,3%	47,0%	-0,7% pts	46,3%	47,4%	-1,0% pts	46,9%	-0,6% pts	Biên LN gộp mảng nội địa giảm 1,0 điểm % do biên LN gộp của GTN thấp hơn đạt 28,5% trong 9T20.
Nước ngoài	48,7%	47,1%	1,6% pts	47,2%	46,6%	0,7% pts	47,8%	-0,6% pts	
Giá trung bình sữa bột nguyên liệu (US\$/tấn)	3.039	3.065	-0,8%	2.939	3.086	-4,8%	2.900	1,3%	
<b>Chi phí bán hàng và QLDN (SG&amp;A)</b>	<b>3.743</b>	<b>3.610</b>	<b>3,7%</b>	<b>10.894</b>	<b>10.207</b>	<b>6,7%</b>	<b>15.591</b>	<b>69,9%</b>	
% SG&A so với doanh thu	24,1%	25,3%	-1,2% pts	24,1%	24,3%	-0,2% pts	25,1%	-1,0% pts	% SG&A so với doanh thu 9T20 giảm 0,2 điểm % svck nhờ nỗ lực tối ưu hóa chi phí đề nâng cao hiệu quả hoạt động trong bối cảnh đại dịch với % chi phí quảng cáo so với doanh thu giảm 1,5 điểm %
<b>EBIT</b>	<b>3.815</b>	<b>3.282</b>	<b>16,3%</b>	<b>10.965</b>	<b>10.219</b>	<b>7,3%</b>	<b>13.612</b>	<b>80,6%</b>	
Biên EBIT	24,5%	23,0%	1,6% pts	24,3%	24,3%	0,0% pts	21,9%	2,3% pts	
<b>LN trước thuế (LNTT)</b>	<b>3.777</b>	<b>3.254</b>	<b>16,1%</b>	<b>10.847</b>	<b>10.146</b>	<b>6,9%</b>	<b>14.275</b>	<b>76,0%</b>	
Biên LNNT	24,3%	22,8%	1,5% pts	24,0%	24,1%	-0,1% pts	23,0%	1,0% pts	
<b>Thuế TNDN</b>	<b>639</b>	<b>577</b>	<b>10,7%</b>	<b>1.847</b>	<b>1.768</b>	<b>4,4%</b>	<b>2.570</b>	<b>71,9%</b>	
Thuế suất TNDN	16,9%	17,7%	-0,8% pts	17,0%	17,4%	-0,4% pts	18,0%	-1,0% pts	
<b>LN sau thuế</b>	<b>3.138</b>	<b>2.677</b>	<b>17,2%</b>	<b>9.000</b>	<b>8.378</b>	<b>7,4%</b>	<b>11.817</b>	<b>76,2%</b>	
Biên LNNT	20,2%	18,7%	1,4% pts	19,9%	19,9%	0,0% pts	19,0%	0,9% pts	
<b>EPS pha loãng (VND)</b>	<b>1.323</b>	<b>1.154</b>	<b>14,6%</b>	<b>3.834</b>	<b>3.615</b>	<b>6,1%</b>	<b>5.041</b>	<b>76,1%</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Doanh thu nội địa tăng trưởng ổn định trong Q3/2020 nhờ nhu cầu tăng.**

Ban lãnh đạo cho biết đợt bùng phát Covid-19 thứ 2 vào T7/2020 và T8/2020 đã tác động đến hoạt động kinh doanh của VNM, tuy nhiên tình hình đã được cải thiện vào T9/2020. Phần lớn các mảng kinh doanh chủ yếu của VNM vẫn ghi nhận mức tăng svck nhờ 1) lượng tiêu thụ các sản phẩm từ sữa không bị ảnh hưởng đáng kể vì đây là hàng tiêu dùng thiết yếu và 2) người tiêu dùng có xu hướng tìm kiếm những sản phẩm dinh dưỡng giúp tăng cường hệ miễn dịch để bảo vệ sức khỏe trong bối cảnh đại dịch. Theo kết quả khảo sát của Kantar World Panel, tiêu thụ sữa nội địa trong Q3/2020 đã hồi phục đáng kể với mức tăng 8% svck ở 4 thành phố lớn nhất và 13% svck ở khu vực nông thôn (trong đó VNM vẫn duy trì được thị phần 54% giá trị tiêu thụ). Chúng tôi cho rằng sự hồi phục này đến từ nỗ lực của các nhà sản xuất trong việc áp dụng hiệu quả các chiến lược marketing cũng như ra mắt các sản phẩm mới đáp ứng nhu cầu dinh dưỡng và tăng sức đề kháng của người tiêu dùng. Cụ thể, trong 9T20, VNM đã tung và tái tung ra hơn 15 loại mặt hàng, với sản phẩm tiêu biểu là Sữa tươi Vinamilk và Sữa bột trẻ em Grow Plus có chứa Tổ yến.

Trong Q3/2020, doanh thu thuần của VNM tăng 8,9% svck lên 15.563 tỷ đồng, trong đó doanh thu nội địa tăng 8,9% svck, tích cực hơn mức tăng trưởng 4,2% svck trong Q3/2019. Chúng tôi cho rằng doanh thu nội địa ghi nhận kết quả tốt nhờ 1) việc hợp nhất với GTN từ cuối năm 2019 (đóng góp 6% vào

doanh thu trong nước) và 2) doanh thu nội địa công ty mẹ tăng 2% nhờ sản lượng hàng bán tăng 1-2% (đặc biệt tăng mạnh trong dòng sản phẩm sữa chua uống Probi được tin rằng có thể giúp tăng cường hệ miễn dịch). Trong 9T20, với sự đóng góp từ GTN, doanh thu thuần của VNM đạt mức tăng trưởng 7,4% svck (trong khi doanh thu chưa bao gồm GTN chỉ tăng 2,3% svck) và LN ròng tăng 6,4% svck, tương ứng 72,9% và 76% dự phóng cả năm của chúng tôi.

**Hoạt động xuất khẩu tăng trưởng ấn tượng nhờ thị trường Trung Đông.** Trong Q3/2020, VNM ghi nhận doanh thu mảng xuất khẩu đạt 1.576 tỷ đồng, tăng 19,5% svck từ mức 1.319 tỷ đồng trong Q3/2019 và đóng góp 10% vào doanh thu hợp nhất. Trong 9T20, doanh thu xuất khẩu tăng 11,8% svck đạt 4.027 tỷ đồng chủ yếu nhờ nhu cầu về sữa ổn định tại thị trường Trung Đông (thị trường xuất khẩu chủ lực của VNM) bất chấp đại dịch Covid-19.

**KQKD từ các công ty con ở nước ngoài.** Trong Q3/2020, doanh thu từ các công ty con ở nước ngoài tiếp tục giảm 8,2% svck xuống 724 tỷ đồng (sau khi đã giảm 15% svck trong Q2/2020) chủ yếu do tình trạng tiếp tục đóng cửa tại các trường học ở California (nhóm khách hàng chính của Driftwood). Ở khía cạnh tích cực, doanh thu của công ty con Angkor Milk tại Campuchia ghi nhận mức tăng trưởng 20% svck (tương đương với mức tăng trưởng trong Q2/2020) nhờ nhu cầu tiêu thụ sữa tăng. Tuy nhiên, mức tăng trưởng này không đủ để bù đắp cho sự sụt giảm trong doanh thu của các công ty con khác.

**GTN cho thấy những chuyển biến đáng kể sau khi hợp nhất với VNM.** Sau khi gia nhập cùng VNM, GTN lần lượt thoái vốn tại các công ty con bao gồm CTCP Nông nghiệp (GTNFarm), Công ty TNHH Hàng tiêu dùng GTNFoods, CTCP Đầu tư và Khai thác tài sản GTNFoods và giảm tỷ lệ sở hữu tại Vinatea xuống 20% để tập trung nguồn lực vào lĩnh vực kinh doanh chính – CTCP Sữa Mộc Châu. Trong 9T20, GTN ghi nhận doanh thu giảm 5,5% svck xuống 2,144 tỷ đồng do không còn hợp nhất với Vinatea. Tuy nhiên LN ròng của GTN tăng 923% svck lên 72,7 tỷ đồng (cao gấp 10 lần so với 9T19) chủ yếu nhờ thu nhập tài chính tăng 74% svck. Sữa Mộc Châu – công ty con của GTN cũng đạt được KQKD ấn tượng trong 9T20 với doanh thu thuần và LN ròng lần lượt tăng 9,8% svck và 68,8% svck lên 2.142 tỷ đồng và 208,7 tỷ đồng. Theo ban lãnh đạo LN của MCM tăng trưởng là nhờ công tác quản trị chi phí hiệu quả, các chính sách hỗ trợ nhà phân phối và hỗ trợ khách hàng với giá bán hợp lý, qua đó thúc đẩy tăng sản lượng tiêu thụ trong 9T20.

Trong năm 2021, ban lãnh đạo đặt mục tiêu đầu tư thêm một trại bò sữa quy mô 4.000 con tại Mộc Châu (nâng tổng số lượng bò sữa lên 28.600 con) và một nhà máy chế biến sữa công nghệ cao (thông tin chi tiết hiện chưa được công bố). Đáng chú ý, VNM có kế hoạch niêm yết CTCP Sữa Mộc Châu (MCM) lên UPCOM và đang trong quá trình chờ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận. Ngày giao dịch chính thức dự kiến muộn nhất là 30/03/2021.

### TRIỂN VỌNG 2021

**LN ròng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ổn định trong năm 2021.** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần của VNM năm 2021 sẽ tăng 6,9% svck lên 66.330 tỷ đồng do 1) doanh thu nội địa và mảng xuất khẩu lần lượt tăng 6,7% svck và 10% svck nhờ nhu cầu về sữa ổn định và 2) các công ty con ở nước ngoài ghi nhận mức tăng trưởng 5% svck do tình hình kinh tế phục hồi sau đại dịch Covid-19. Do đó, LN ròng năm 2021 tăng 8,9% svck lên 12.747 tỷ đồng.

**Biên LN gộp có thể tăng trở lại trong năm 2021 sau khi VNM hoàn thành quá trình tái cấu trúc GTN.** Trong năm 2019, biên LN gộp của GTN đạt 15,8%, thấp hơn nhiều so với biên LN gộp của VNM trong cùng kỳ là 47,2%. Sau khi gia nhập vào VNM, GTN đã ghi nhận sự cải thiện rõ rệt trong KQKD nhờ nỗ lực tái cấu trúc của công ty mẹ bao gồm sửa đổi lại các điều khoản thương mại với các nhà phân phối, sắp xếp lại các khoản đầu tư tại các công ty con, tối ưu hóa các chi phí bán hàng và chi phí QLDN. Nhờ đó, trong 9T20,

biên LN gộp của GTN đạt 28,5%, tăng 13 điểm % từ mức 15,3% trong 9T19. Tuy nhiên, biên LN gộp của GTN vẫn thấp hơn các mảng khác của VNM khoảng 18-32 điểm %. Do đó, chúng tôi kỳ vọng việc hợp nhất với GTN sẽ kéo biên LN gộp của VNM giảm nhẹ xuống 47,1% trong năm 2020 trước khi được tăng lên 47,4% nhờ biên LN gộp cao hơn của GTN đạt 35% (tăng 5 điểm % svck).

**Hình 2: Dự báo KQKD giai đoạn 2020-22**

Tỷ đồng	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>56.318</b>	<b>62.042</b>	<b>66.330</b>	<b>72.107</b>
% svck	7,1%	10,2%	6,9%	9,2%
Nội địa	6,3%	11,5%	6,7%	8,2%
Xuất khẩu	14,8%	5,0%	10,0%	15,0%
Công ty con tại nước ngoài	8,6%	-0,2%	5,3%	5,8%
<b>LN gộp</b>	<b>26.572</b>	<b>29.203</b>	<b>31.441</b>	<b>34.431</b>
Biên LN gộp	47,2%	47,1%	47,4%	47,8%
<b>Chi phí bán hàng và QLDN</b>	<b>14.390</b>	<b>15.591</b>	<b>16.660</b>	<b>18.102</b>
% chi phí BH&QLDN/DT	25,6%	25,1%	25,1%	25,1%
<b>EBIT</b>	<b>12.182</b>	<b>13.612</b>	<b>14.780</b>	<b>16.329</b>
Biên EBIT	21,6%	21,9%	22,3%	22,6%
% svck	8,7%	11,7%	8,6%	10,5%
<b>LN ròng</b>	<b>10.581</b>	<b>11.705</b>	<b>12.747</b>	<b>14.157</b>
Biên LN ròng	18,8%	18,9%	19,2%	19,6%
% svck	3,5%	10,6%	8,9%	11,1%
<b>EPS pha loãng</b>	<b>4.574</b>	<b>5.041</b>	<b>5.490</b>	<b>6.097</b>
Tăng trưởng EPS pha loãng	3,6%	10,2%	8,9%	11,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 119.000 đồng/cp từ 107.500 đồng/cp dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau của mô hình DCF 10 năm với năm cơ sở mới 2021 (WACC 11,8%, chi phí vốn 12,5% và tăng trưởng dài hạn 5,0%) và P/E mục tiêu là 21,6 lần áp dụng trên EPS dự phóng 2021 với tiềm năng tăng giá ở mức 14,2% (bao gồm tỷ suất cổ tức).

Chúng tôi hạ đánh giá xuống Trung lập do tiềm năng tăng trưởng 2020-2021 đã được phản ánh vào giá. Rủi ro tăng giá bao gồm tiêu thụ sửa nội địa và nhu cầu từ thị trường Trung Đông và Trung Quốc cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) dịch bệnh kéo dài lâu hơn dự kiến và 2) giá sửa nguyên liệu tăng cao hơn kỳ vọng.

**Hình 3: Định giá theo phương pháp DCF**

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	110.358
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	127.432
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	237.790
Nợ ròng (tỷ đồng)	12.610
Giá trị vốn (tỷ đồng)	250.400
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
<b>Giá trị vốn/CP (VND)</b>	<b>119.826</b>
WACC	11,8%
Chi phí vốn	12,5%
Tăng trưởng dài hạn	5,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Định giá theo phương pháp so sánh (P/E)

<b>LNST của cổ đông công ty mẹ năm 2021 (tỷ đồng)</b>	<b>11.473</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
EPS pha loãng 2021 (VND)	5.490
P/E trung bình của các nhà sản xuất sữa khu vực (lần)	22,7
Mức chiết khấu phản ánh độ rủi ro của thị trường	-5%
Hệ số P/E mục tiêu (lần)	21,6
<b>Định giá 2021</b>	<b>118.393</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Tóm tắt định giá (Đơn vị: VND)

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	119.826	50%	59.913
P/E	118.393	50%	59.196
Giá trung bình			119.109
<b>Giá mục tiêu 2021</b>			<b>119.000</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Mô hình chiết khấu dòng tiền (Đơn vị: Tỷ đồng)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	13.612	14.780	16.329	17.304	19.035	20.938	23.028	25.330	27.863	30.645	33.699
Khấu hao	2.962	3.362	3.776	4.226	4.690	5.197	5.748	6.243	6.687	7.182	7.722
Đầu tư tài sản cố định	(4.192)	(3.762)	(4.450)	(4.472)	(4.875)	(5.314)	(5.792)	(4.643)	(5.061)	(5.517)	(6.013)
Thay đổi vốn lưu động	75	36	(47)	302	(44)	213	(41)	751	48	52	62
Dòng tiền tự do	12.457	14.416	15.609	17.359	18.806	21.035	22.943	27.680	29.537	32.362	35.471
Chi phí thuế	(2.594)	(2.825)	(3.137)	(3.345)	(3.693)	(4.023)	(4.420)	(4.858)	(5.343)	(5.872)	(6.452)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	9.863	11.591	12.472	14.014	15.114	17.012	18.523	22.822	24.194	26.491	29.018
Giá trị năm cuối mô hình											348.797
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	9.863	11.591	11.151	11.205	10.805	10.874	10.587	11.663	11.056	10.824	10.602
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình											127.432

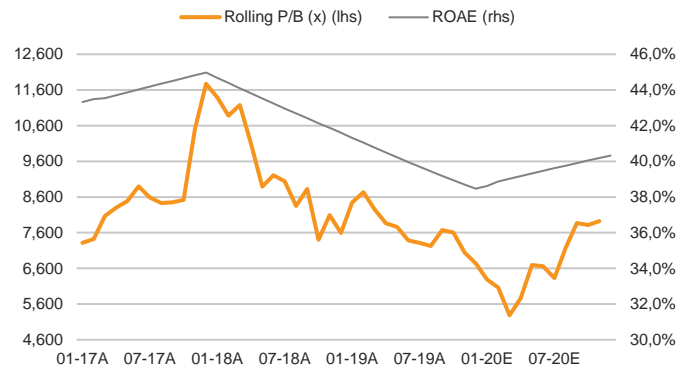
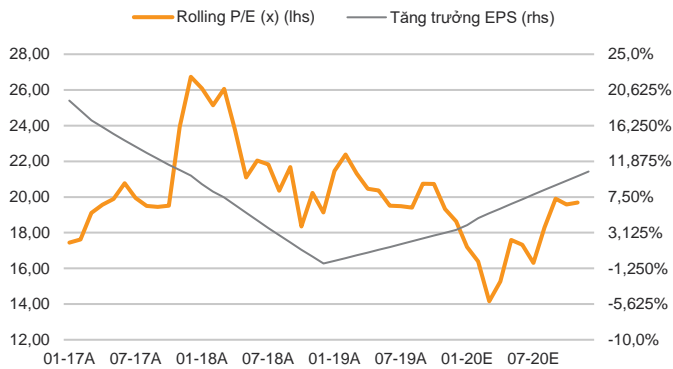
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: So sánh với công ty cùng ngành

Công ty	Mã Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE		ROA		
						2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	
Inner Mongolia Yili	600887 CH	KKN	38,3	N/A	36.521	8,7	33,2	28,4	8,3	7,5	25,6%	27,2%	11,7%	12,7%
China Mengniu Dairy	2319 HK	KKN	41,2	N/A	20.511	43,6	39,3	26,6	4,3	3,8	10,8%	14,8%	4,3%	6,2%
Meiji Holdings	2269 JP	KKN	7.520	N/A	11.427	5,4	17,0	16,2	2,0	1,9	12,2%	11,9%	7,1%	7,7%
Yakult Honsha Co	2267 JP	KKN	5.100	N/A	8.528	9,9	22,0	23,3	2,2	2,1	10,3%	9,4%	6,9%	7,0%
Bright Dairy	600597 CH	KKN	15,5	N/A	3.003	7,5	37,9	31,2	3,2	3,0	8,6%	9,7%	3,4%	3,8%
Morinaga Milk Industries	2264 JP	KKN	5.100	N/A	2.571	5,2	13,4	17,8	1,4	1,4	11,3%	8,0%	5,3%	0,0%
Toyo Suisan Kaisa LTD	2875 JP	KKN	5.230	N/A	5.903	2,3	26,3	20,0	1,9	1,7	7,1%	8,9%	6,2%	7,5%
<b>Trung bình</b>					<b>12.638</b>	<b>11,8</b>	<b>27,0</b>	<b>23,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,8%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>
<b>CTCP Sữa Việt Nam</b>	<b>VNM VN</b>	<b>TL</b>	<b>109.400</b>	<b>119.000</b>	<b>9.810</b>	<b>4,2</b>	<b>24,0</b>	<b>22,4</b>	<b>8,6</b>	<b>7,7</b>	<b>40,3%</b>	<b>39,4%</b>	<b>25,2%</b>	<b>26,8%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKDK**

(tỷVNĐ)	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần	56.318	62.042	66.330
Giá vốn hàng bán	(29.746)	(32.840)	(34.889)
Chi phí quản lý DN	(1.396)	(1.634)	(1.750)
Chi phí bán hàng	(12.993)	(13.957)	(14.911)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>12.182</b>	<b>13.612</b>	<b>14.780</b>
EBITDA thuần	14.131	16.574	18.142
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(1.948)</b>	<b>(2.962)</b>	<b>(3.362)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>12.182</b>	<b>13.612</b>	<b>14.780</b>
Thu nhập lãi	807	1.052	1.091
Chi phí tài chính	(187)	(277)	(202)
Thu nhập ròng khác	(1)	(2)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	(6)	25	27
<b>LN trước thuế</b>	<b>12.796</b>	<b>14.411</b>	<b>15.694</b>
Thuế	(2.241)	(2.594)	(2.825)
Lợi ích cổ đông thiểu số	27	(112)	(122)
<b>LN ròng</b>	<b>10.581</b>	<b>11.705</b>	<b>12.747</b>
Thu nhập trên vốn	10.581	11.705	12.747
Cổ tức phổ thông	(7.838)	(9.405)	(9.405)
<b>LN giữ lại</b>	<b>2.744</b>	<b>2.300</b>	<b>3.342</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVNĐ)	12-19A	12-20E	12-21E
Tiền và tương đương tiền	2.665	1.861	773
Đầu tư ngắn hạn	12.436	12.408	13.266
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.442	5.455	5.832
Hàng tồn kho	4.983	6.329	6.689
Các tài sản ngắn hạn khác	134	234	250
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>24.660</b>	<b>26.287</b>	<b>26.809</b>
Tài sản cố định	15.837	15.964	16.324
Tổng đầu tư	1.100	897	1.196
Tài sản dài hạn khác	3.133	3.134	2.950
<b>Tổng tài sản</b>	<b>44.731</b>	<b>46.282</b>	<b>47.280</b>
Vay & nợ ngắn hạn	5.351	3.785	1.400
Phải trả người bán	3.648	4.019	4.297
Nợ ngắn hạn khác	5.443	7.506	8.001
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>14.443</b>	<b>15.310</b>	<b>13.698</b>
Vay & nợ dài hạn	123	91	29
Các khoản phải trả khác	434	1.578	908
Vốn điều lệ và	17.417	20.900	20.900
LN giữ lại	7.875	9.005	11.073
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>29.240</b>	<b>28.812</b>	<b>32.154</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	491	490	490
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>44.731</b>	<b>46.282</b>	<b>47.280</b>

**Báo cáo LCCT**

(tỷVNĐ)	12-19A	12-20E	12-21E
<b>LN trước thuế</b>	<b>12.796</b>	<b>14.411</b>	<b>15.694</b>
Khấu hao	2.016	3.177	3.600
Thuế đã nộp	(2.034)	(2.594)	(2.825)
Các khoản điều chỉnh khác	(556)	(742)	(833)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(808)</b>	<b>75</b>	<b>36</b>
<b>LC tiền thuần HKDK</b>	<b>11.414</b>	<b>14.326</b>	<b>15.673</b>
Đầu tư TSCĐ	(2.158)	(4.192)	(3.762)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	114	59	73
Các khoản khác	(5.370)	230	(1.156)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	666	(224)	(64)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(6.748)</b>	<b>(4.127)</b>	<b>(4.909)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	128	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(1)	0	0
Tiền vay ròng nhận được	4.194	(1.598)	(2.447)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(8)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(7.836)	(9.405)	(9.405)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(3.524)</b>	<b>(11.003)</b>	<b>(11.852)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.523	2.665	1.861
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>1.143</b>	<b>(804)</b>	<b>(1.088)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.665	1.861	773

**Các chỉ số cơ bản**

	12-19A	12-20E	12-21E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	18,8%	18,9%	19,2%
Vòng quay TS	1,37	1,36	1,42
ROAA	25,8%	25,7%	27,2%
Đòn bẩy tài chính	1,49	1,57	1,53
ROAE	38,5%	40,3%	41,8%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	22,5	23,5	23,5
Số ngày nắm giữ HTK	61,1	70,5	70,0
Số ngày phải trả tiền bán	44,8	44,8	45,0
Vòng quay TSCĐ	3,75	3,90	4,11
ROIC	30,1%	35,3%	37,4%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,7	1,7	2,0
Khả năng thanh toán nhanh	1,4	1,3	1,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,0	0,9	1,0
Vòng quay tiền	38,9	49,3	48,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	7,1%	10,2%	6,9%
Tăng trưởng LN từ HKDK	8,7%	11,7%	8,6%
Tăng trưởng LN ròng	3,5%	10,6%	8,9%
Tăng trưởng EPS	3,5%	10,6%	8,9%

Nguồn: VND RESEARCH

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT****Khuyến nghị cổ phiếu**

<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

**Khuyến nghị ngành**

<b>TÍCH CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TRUNG TÍNH</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TIÊU CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

**Trần Khánh Hiền - Phó Giám đốc Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Hà Thu Hiền – Chuyên viên phân tích**

Email: [hien.hathu@vndirect.com.vn](mailto:hien.hathu@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>