

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND108.800	VND127.000	2,82%	KHẢ QUAN	Hàng tiêu dùng

Ngày 05/02/2021

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

Consensus*: Mua:11 Giữ:7 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 0,4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng dự phóng EPS 2021 0,9%
- Tăng dự phóng EPS 2022 0,2%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	116.300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	67.774
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	269.865tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	229.268
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	20,5
P/B hiện tại (x)	6,86

Cơ cấu sở hữu

SCIC	36,0%
F&N Dairy Investment Pte, Ltd	20,0%
Platinum Victory Pte Ltd	10,6%
Khác	33,40%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

Định giá hấp dẫn

- VNM ghi nhận DT Q4/20 tăng 1,3% svck và LNR giảm 0,7% svck.
- Chúng tôi nâng đánh giá lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 127.000 đồng/cp.

LNR Q4/20 giảm nhẹ do doanh thu nội địa tăng trưởng yếu

VNM bắt đầu hợp nhất DT với GTN từ năm 2020 tuy nhiên DT Q4/20 chỉ đạt mức tăng trưởng khiêm tốn 1,3% svck do 1) DT nội địa (không bao gồm GTN) giảm 2,5% svck do đợt lũ lụt lịch sử ở miền Trung gây ảnh hưởng đến chi tiêu của người tiêu dùng trong T10-11, 2) đại dịch Covid-19 làm ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ sữa ở Mỹ và châu Âu khiến các công ty con ở nước ngoài ghi nhận mức tăng trưởng âm 17,5% svck. Bên cạnh đó, biên LNG Q4/20 cũng giảm 0,8 điểm % svck và chi phí bán hàng & QLDN tăng 7,9% svck do VNM tăng cường hoạt động khuyến mại để thúc đẩy doanh thu sau lũ lụt. Vì vậy, VNM ghi nhận LNR Q4/20 giảm nhẹ 0,7% svck. Cả năm 2020, DT thuần và LNR tăng 5,9% và 4,9% svck, lần lượt hoàn thành 96,1% và 95% dự phóng của chúng tôi.

KQKD Mộc Châu Milk (MCM) cải thiện đáng kể sau khi M&A

Sau khi sát nhập VNM, MCM ghi nhận KQKD khả quan với DT thuần tăng 10,3% svck đạt 2.822 tỷ đồng trong năm 2020, đóng góp 5% vào DT hợp nhất của VNM. Chúng tôi cho rằng, MCM ghi nhận KQKD tốt nhờ tập trung vào các chính sách quảng cáo nhằm tăng nhận diện thương hiệu của sản phẩm trên thị trường cũng như các chương trình khuyến mại để thúc đẩy tiêu thụ. LNR 2020 của MCM cũng đạt mức tăng trưởng ấn tượng 68,2 % svck lên 280,7 tỷ đồng.

Chúng tôi kỳ vọng LNR đạt mức tăng trưởng hai chữ số trong năm 2021

Chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ đạt tăng trưởng DT 7,9% svck trong 2021 nhờ 1) DT nội địa tăng 7,0% svck và 2) DT xuất khẩu tăng 8,0% svck nhờ nhu cầu ổn định ở thị trường Trung Đông cùng việc mở rộng danh mục sản phẩm xuất khẩu sang Trung Quốc. Bên cạnh đó, biên LNG 2021 dự báo tăng 1,4 điểm % do biên LNG của GTN cải thiện lên mức 35% (+5 điểm %). Qua đó, chúng tôi kỳ vọng LNR 2021 tăng trưởng 15,6% svck.

Nâng đánh giá lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 127.000 đồng/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 6,7% sau khi điều chỉnh tăng EPS 2021-2022 0,9%/0,2% và loại bỏ tỷ lệ chiết khấu P/E 2021 (từ mức 5% trước đó). Trong mô hình định giá DCF, chúng tôi sử dụng WACC 11,6% sau khi giảm lãi suất phi rủi ro xuống 3% (từ mức 4% trước đó). Tiềm năng tăng giá: nhu cầu cao hơn dự kiến ở thị trường Trung Quốc. Rủi ro giảm giá: giá sữa nguyên liệu cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	56.318	59.636	64.365	69.695
Tăng trưởng DT thuần	7,1%	5,9%	7,9%	8,3%
Biên lợi nhuận gộp	47,2%	46,4%	47,8%	48,9%
Biên EBITDA	26,4%	26,6%	27,8%	28,4%
LN ròng (tỷ)	10.581	11.099	12.830	14.179
Tăng trưởng LN ròng	3,5%	4,9%	15,6%	10,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.064	5.311	6.140	6.785
EPS điều chỉnh	4.565	4.770	5.538	6.107
BVPS	13.992	15.867	17.962	21.244
ROAE	38,5%	35,6%	36,3%	34,6%

Nguồn: VND RESEARCH

KQKD 2020: TĂNG TRƯỞNG NHƯ KỲ VỌNG

Hình 1: Nhận định KQKD 2020

Tỷ VND	Q4/20	Q4/19	% svck	2020	2019	% svck	2020	% sv dự báo 2020	Chú thích
Doanh thu	14.425	14.239	1,3%	59.636	56.318	5,9%	62.042	96%	
	12.122	11.734	3,3%	50.842	47.555	6,9%	53.026		DT nội địa tăng 3,3% svck trong Q4/20 chủ yếu nhờ việc hợp nhất công ty con GTN (đóng góp 5% vào DT hợp nhất) trong khi mảng kinh doanh nội địa (không bao gồm GTN) giảm 2,5% svck do ảnh hưởng từ đợt lũ lịch sử tại miền Trung Việt Nam, ảnh hưởng đến chi tiêu của người tiêu dùng trong tháng 10-11.
Nội địa									
	2.303	2.505	-8,1%	8.794	8.764	0,3%	9.016		DT nước ngoài tăng nhẹ 0,3% svck trong năm 2020 do DT mảng xuất khẩu tăng 7,5% svck đã bù đắp cho tăng trưởng âm DT các công ty con ở nước ngoài (-9,9% svck).
Nước ngoài									
<i>Xuất khẩu trực tiếp</i>	1.534	1.572	-2,4%	5.561	5.175	7,5%	5.434	102%	Trong Q4/20, khách hàng xuất khẩu cân đối lại đơn hàng khiến DT xuất khẩu giảm 2,4% svck.
<i>Công ty con ở nước ngoài</i>	769	932	-17,5%	3.234	3.588	-9,9%	3.582		Doanh thu từ các công ty con ở nước ngoài giảm chủ yếu do các trường học ở California đóng cửa (kênh bán hàng chính của Drifwood) trong khi Angkor Milk tăng trưởng mạnh mẽ gần 20% svck.
Lợi nhuận gộp	6.658	6.680	-0,3%	27.668	26.572	4,1%	29.203	95%	
Nội địa	5.554	5.456	1,8%	23.499	22.434	4,7%	24.896	94%	
Nước ngoài	1.104	1.225	-9,9%	4.169	4.139	0,7%	4.307	97%	
Biên LN gộp tổng hợp	46,2%	46,9%	-0,8 đ %	46,4%	47,2%	-0,8 đ %	47,1%	-0,7 đ %	
	45,8%	46,5%	-0,7% pts	46,2%	47,2%	-1,0% pts	46,9%	-0,7 đ %	Tỷ suất LNG trong nước giảm 1,0%pts do hợp nhất công ty con GTNFoods với tỷ suất LNG 29,1% trong năm 2020, so với 47,2% ở mảng kinh doanh hiện tại và 47,4% ở mảng nước ngoài.
Nội địa									
	47,9%	48,9%	-0,9 đ %	47,4%	47,2%	0,2 đ %	47,8%	-0,4 đ %	
Nước ngoài									
<i>Giá sữa bột nguyên kem trung bình (USD/Tấn)</i>	3.082	3.213	-4,1%	2.975	3.118	-4,6%	2.900	102,6%	
Chi phí bán hàng và QLDN	4.512	4.183	7,9%	15.406	14.390	7,1%	15.591	99%	
	31,3%	29,4%	1,9 đ %	25,8%	25,6%	0,3 đ %	25,1%	0,7 đ %	Do Vinamilk tăng cường hoạt động bán hàng giai đoạn cuối quý để bù đắp ảnh hưởng của đợt lũ lụt tại miền Trung vào đầu quý, nên % chi phí bán hàng và quản lý/DT trong Q4/20 đã tăng 1,9%pts lên 31,3% so với 29,4% trong Q4/19.
% chi phí BH và QLDN/DT									
EBIT	2.146	2.497	-14,0%	12.263	12.182	0,7%	13.612	90%	
	14,9%	17,5%	-2,7 đ %	20,6%	21,6%	-1,1 đ %	21,9%	-1,4 đ %	
Biên EBIT									
	602	234	157,8%	1.581	807	95,8%	1.052	150,2%	Hoạt động tài chính trong Q4/18 tăng mạnh 157,8% svck chủ yếu do lãi từ đánh giá lại khoản đầu tư 301 tỷ đồng vào GTNFoods.
Doanh thu tài chính									
<i>Chi phí tài chính</i>	65	71	-8,7%	309	187	65,0%	277	111,6%	
LN trước thuế	2.672	2.649	0,9%	13.519	12.796	5,7%	14.275	95%	
<i>Biên LN TT</i>	18,5%	18,6%	-0,1 đ %	22,67%	22,7%	-0,1 đ %	23,0%	-0,3 đ %	
Chi phí thuế	436	473	-7,8%	2.283	2.242	1,8%	2.570	89%	
<i>Thuế suất</i>	16,3%	17,9%	-1,5 đ %	16,9%	17,5%	-0,6 đ %	18,0%	-1,1 đ %	
LN ròng	2.185	2.202	-0,7%	11.099	10.581	4,9%	11.705	95%	
<i>Biên LNR</i>	15,1%	15,5%	-0,3 đ %	18,6%	18,8%	-0,2 đ %	19,0%	-0,4 đ %	
EPS pha loãng (VND)	936	950	-1,5%	4.770	4.565	4,5%	5.041	95%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

KQKD Mộc Châu Milk (MCM) cải thiện đáng kể sau khi hợp nhất

Một năm sau khi gia nhập vào VNM, CTCP Giống bò sữa Mộc Châu (MCM, UPCoM) ghi nhận KQKD tăng trưởng tích cực, với doanh thu tăng 10,3% svck đạt 2.822 tỷ trong năm 2020. Chúng tôi cho rằng KQKD cải thiện chủ yếu nhờ các chính sách quảng cáo của MCM nhằm tăng nhận diện thương hiệu của doanh nghiệp trên thị trường, từ đó thúc đẩy tiêu thụ sản phẩm năm 2020. Cụ thể, chi phí quảng cáo của MCM tăng 138,1% svck đạt 502 tỷ đồng, chiếm 17,8% tổng doanh thu thuần so với mức 8,2% năm 2019. Bên cạnh đó, tỷ trọng chi phí NVL trên doanh thu của MCM giảm từ 71,5% năm 2019 xuống 61,9% năm 2020 do công ty được hưởng chiết khấu giá nguyên vật liệu cao hơn từ nhà cung cấp nhờ mua chung với VNM và thúc đẩy biên LNG tăng đáng kể đạt 31,5% (+12,6 điểm % svck). Nhìn chung, LN ròng của MCM tăng 68,2% svck trong năm 2020 đạt 280,7 tỷ đồng.

LN RÒNG DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG HAI CHỮ SỐ TRONG NĂM 2021

Doanh thu nội địa tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2021-2022

Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ sữa Việt Nam duy trì tăng trưởng ổn định 7,0% svck trong giai đoạn 2021-2022 nhờ 1) nhu cầu tiêu thụ ổn định ở khu vực nông thôn, tăng 13%/14% svck trong năm 2021/2022 (theo ước tính của chúng tôi) và 2) thay đổi xu hướng của người tiêu dùng sang các sản phẩm dinh dưỡng và tăng cường hệ miễn dịch do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19. Do đó, doanh thu nội địa (không bao gồm MCM) ước tính tăng lần lượt 6,5% và 8,0% svck trong năm 2021 và 2022. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng doanh thu của MCM tăng 10% nhờ tận dụng hệ thống phân phối rộng của VNM với 251.000 điểm bán hàng trên toàn quốc cùng lợi thế doanh nghiệp lớn của VNM trong việc đàm phán giá nguyên vật liệu. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa tăng 7,0% svck trong 2021 và 8,2% svck trong 2022, từ đó tiếp tục trở thành động lực tăng trưởng doanh thu chính của VNM.

Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng vững chắc

Gần đây, chính phủ Trung Quốc vừa chính thức cấp giấy phép xuất khẩu sữa cho một nhà máy của VNM sản xuất sữa tiệt trùng, sữa đặc và các sản phẩm sữa đặc khác. Tính tới hiện tại, Trung Quốc đã cấp mã giao dịch cho 3 nhà máy của VNM bao gồm nhà máy sữa Thống Nhất, nhà máy sữa Sài Gòn và nhà máy sữa Trường Thọ. Chúng tôi cho rằng Trung Quốc là thị trường tiềm năng đối với các nhà xuất khẩu sữa Việt Nam, đặc biệt là VNM do nhu cầu đối với các sản phẩm làm từ sữa ở Trung Quốc khá cao (lưu ý rằng nguồn cung sữa của Trung Quốc chỉ đáp ứng 75% nhu cầu thị trường trong nước) và sản phẩm sữa khi nhập khẩu từ các nước ASEAN vào Trung Quốc được hưởng mức thuế suất 0% (theo hiệp định ACFTA), thấp hơn so với mức thuế suất của Úc, EU và Hoa Kỳ. Bên cạnh đó, với lợi thế địa lý giáp ranh Trung Quốc, các sản phẩm sữa có thể được vận chuyển trong thời gian ngắn, từ đó giúp đảm bảo chất lượng và độ tươi ngon cũng như giảm chi phí vận chuyển (chiếm 1,1% tổng doanh thu năm 2020). Cùng với giả định nhu cầu tiêu thụ sữa tại các thị trường Trung Đông ổn định, chúng tôi dự phóng doanh thu xuất khẩu của VNM tăng 8,0% svck trong năm 2021, chiếm 9,3% tổng doanh thu.

Doanh thu thuần và LN ròng dự phóng lần lượt tăng 7,9% svck và 15,6% svck trong năm 2021

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu VNM tăng 7,9% svck với doanh thu nội địa tăng 7,0% svck và doanh thu xuất khẩu tăng 8,0% svck. Do quá trình tái cơ cấu chi phí của GTNFoods dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2021, GTN có thể cải thiện biên LNG đạt 35% (+5 điểm % svck), từ đó thúc đẩy nhẹ biên LNG của VNM lên 47,5% (+1,2 điểm % svck). Nhìn chung, chúng tôi dự phóng LN ròng tăng 15,6% svck trong năm 2021 và 10,5% svck trong năm 2022, lần lượt đạt 12.830 tỷ đồng và 14.179 tỷ đồng.

Hình 1: Dự báo KQKD giai đoạn 2021-2022

Tỷ đồng	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu thuần	56.318	59.636	64.365	69.695
% svck	7,1%	5,9%	7,9%	8,3%
Nội địa	6,3%	6,9%	7,0%	8,2%
Xuất khẩu	14,8%	7,5%	8,0%	8,0%
Công ty con tại nước ngoài	8,6%	-9,9%	22,8%	9,3%
LN gộp	26.572	27.669	30.772	34.083
Biên LN gộp	47,2%	46,4%	47,8%	48,9%
Chi phí bán hàng và QLDN	14.390	15.406	15.899	17.414
% chi phí BH&QLDN/DT	25,6%	25,8%	24,7%	25,0%
EBIT	12.182	12.263	14.873	16.670
Biên EBIT	21,6%	20,6%	23,1%	23,9%
% svck	8,7%	0,7%	21,3%	12,1%
LN ròng	10.581	11.099	12.830	14.179
Biên LN ròng	18,8%	18,6%	19,9%	20,3%
% svck	3,5%	4,9%	15,6%	10,5%
EPS pha loãng	4.565	4.770	5.538	6.107
Tăng trưởng EPS pha loãng	3,4%	4,5%	16,1%	11,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 127.000đồng/cp sau khi điều chỉnh tăng EPS 2021-2022 0,9%/0,2% và loại bỏ tỷ lệ chiết khấu P/E 2021 (từ mức 5% trước đó) dựa trên kỳ vọng Covid-19 sẽ được kiểm soát tốt và vắc xin sẽ được sử dụng rộng rãi trong nửa cuối năm 2021. Định giá của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương của 1) mô hình định giá DCF trong thời gian dự báo 10 năm (WACC: 11,6%, COE: 11,5% và LTG: 5,0%) và 2) P/E dự phóng là 22,7x áp dụng trên EPS năm 2021. Trong mô hình định giá DCF, chúng tôi sử dụng WACC ở mức 11,6% sau khi giảm lãi suất phi rủi ro xuống 3% (từ mức 4% trước đó).

Tiềm năng tăng giá: nhu cầu cao hơn dự kiến ở thị trường Trung Quốc. Rủi ro giảm giá: giá sửa nguyên liệu cao hơn dự kiến.

Hình 2: Định giá theo phương pháp DCF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	103.497
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	143.867
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	247.364
Nợ ròng (tỷ đồng)	19.014
Giá trị vốn (tỷ đồng)	266.378
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
Giá trị vốn/CP (VND)	127.472
WACC	11,6%
Chi phí vốn	11,5%
Tăng trưởng dài hạn	5,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Định giá theo phương pháp so sánh (P/E)

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS năm 2021 (tỷ đồng)	11.573
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
EPS pha loãng 2021 (VND)	5.538
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	0%
Hệ số P/E mục tiêu (lần)	22,7
Định giá 2021 (VND)	125.711

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Tóm tắt định giá (Đơn vị: VND)

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	127.472	50%	63.736
P/E	125.711	50%	62.856
Giá trung bình (VND)			126.592
Giá mục tiêu 2021 (VND)			127.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Mô hình chiết khấu dòng tiền (Đơn vị: Tỷ đồng)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	12.263	14.873	16.670	18.035	19.829	21.864	24.102	26.568	29.282	32.269	35.554
Khấu hao	2.209	1.947	2.140	2.370	2.623	2.903	3.209	3.504	3.779	4.066	4.374
Đầu tư tài sản cố định	(1.265)	(3.650)	(4.301)	(4.284)	(4.674)	(5.099)	(5.563)	(4.464)	(4.870)	(5.313)	(5.797)
Thay đổi vốn lưu động	(2.624)	1.465	(143)	(157)	(185)	(202)	(220)	(240)	(262)	(286)	(312)
Dòng tiền tự do	10.583	14.635	14.365	15.964	17.594	19.466	21.529	25.368	27.929	30.736	33.819
Chi phí thuế	(2.283)	(2.763)	(3.079)	(3.346)	(3.690)	(4.034)	(4.445)	(4.914)	(5.416)	(5.966)	(6.570)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	8.300	11.872	11.287	12.618	13.904	15.432	17.084	20.454	22.513	24.771	27.250
Giá trị năm cuối mô hình											385.648
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8.300	11.872	10.115	10.135	10.009	9.956	9.878	10.600	10.456	10.311	10.165
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình											127.432

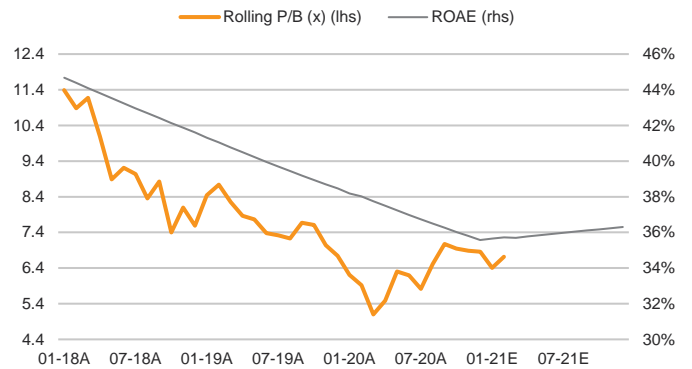
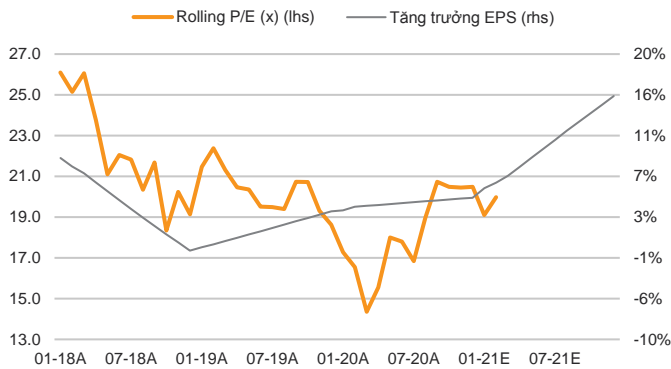
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh với công ty cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	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 (x)		P/B (x)		ROE		ROA	
							2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	KKN	46,8	N/A	23.811	43,6	29,9	25,1	4,2	3,7	14,9%	15,6%	6,2%	7,0%
Morinaga Milk Industry Co	2264 JP	KKN	5.060	N/A	2.399	5,2	16,4	13,6	1,3	1,2	8,1%	9,1%	3,5%	4,0%
Inner Mongolia Yili Indus-A	600887 CH	KKN	43,8	N/A	41.225	8,7	30,6	26,6	8,2	7,3	27,5%	28,3%	12,7%	13,5%
Indofood Cbp Sukses Makmur T	ICBP IJ	KKN	9.350	N/A	7.748	11,8	17,0	15,2	3,3	2,9	20,3%	19,5%	7,3%	7,6%
Toyo Suisan Kaisha Ltd	2875 JP	KKN	4.700	N/A	4.959	2,3	16,6	17,5	1,5	1,4	9,0%	8,3%	7,5%	7,0%
Universal Robina Corp	URC PM	KKN	144,5	N/A	6.624	(11,5)	25,3	22,5	3,1	2,9	12,8%	12,8%	7,8%	10,2%
Trung bình					14.461	10,0	22,7	20,1	3,6	3,2	15,4%	15,6%	7,5%	8,2%
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	KQ	108.800	127.000	9.810	2,6%	22,9	20,8	7,0	5,9	36,3%	34,6%	25,6%	25,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	59.636	64.365	69.695
Giá vốn hàng bán	(31.968)	(33.593)	(35.612)
Chi phí quản lý DN	(1.958)	(2.256)	(2.442)
Chi phí bán hàng	(13.447)	(13.643)	(14.971)
LN hoạt động thuần	12.263	14.873	16.670
EBITDA thuần	14.472	16.820	18.810
Chi phí khấu hao	(2.209)	(1.947)	(2.140)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	12.263	14.873	16.670
Thu nhập lãi	1.581	1.177	1.071
Chi phí tài chính	(309)	(270)	(157)
Thu nhập ròng khác	(21)	(2)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	4	10	10
LN trước thuế	13.519	15.788	17.592
Thuế	(2.283)	(2.763)	(3.079)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(137)	(195)	(334)
LN ròng	11.099	12.830	14.179
Thu nhập trên vốn	11.099	12.830	14.179
Cổ tức phổ thông	(6.270)	(6.270)	(6.270)
LN giữ lại	4.829	6.560	7.909

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	2.111	7.519	11.533
Đầu tư ngắn hạn	17.314	12.873	13.939
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.187	5.681	6.152
Hàng tồn kho	4.905	6.573	7.117
Các tài sản ngắn hạn khác	168	242	262
Tổng tài sản ngắn hạn	29.686	32.888	39.003
Tài sản cố định	14.916	16.484	18.505
Tổng đầu tư	973	779	780
Tài sản dài hạn khác	2.857	1.670	1.717
Tổng tài sản	48.432	51.821	60.005
Vay & nợ ngắn hạn	7.316	1.350	1.394
Phải trả người bán	3.199	3.453	3.739
Nợ ngắn hạn khác	3.697	7.070	7.656
Tổng nợ ngắn hạn	14.213	11.873	12.788
Vay & nợ dài hạn	167	29	31
Các khoản phải trả khác	405	1.894	2.301
Vốn điều lệ và	20.900	20.900	20.900
LN giữ lại	6.910	12.212	18.704
Vốn chủ sở hữu	33.157	37.535	44.394
Lợi ích cổ đông thiểu số	490	490	490
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	48.432	51.821	60.005

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	13.519	15.788	17.592
Khấu hao	2.817	3.351	2.164
Thuế đã nộp	(2.286)	(2.763)	(3.079)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.245)	(834)	(897)
Thay đổi VLD	(2.624)	1.465	(143)
LC tiền thuần HKKD	10.180	17.008	15.637
Đầu tư TSCĐ	(1.265)	(3.650)	(4.301)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	150	16	47
Các khoản khác	(4.828)	4.635	(1.067)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1.141	(225)	(79)
LC tiền từ HĐĐT	(4.802)	775	(5.400)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(14)	0	0
Tiền vay ròng nhận được	2.016	(6.105)	47
Dòng tiền từ HĐTC khác	(6)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(7.928)	(6.270)	(6.270)
LC tiền thuần HĐTC	(5.932)	(12.375)	(6.223)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.665	2.111	7.519
LC tiền thuần trong năm	(554)	5.408	4.014
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.111	7.519	11.533

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	18,6%	19,9%	20,3%
Vòng quay TS	1,28	1,28	1,25
ROAA	23,8%	25,6%	25,4%
Đòn bẩy tài chính	1,49	1,42	1,36
ROAE	35,6%	36,3%	34,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	25,6	23,5	23,5
Số ngày nắm giữ HTK	56,2	71,4	72,9
Số ngày phải trả tiền bán	36,6	37,5	38,3
Vòng quay TSCĐ	3,88	4,10	3,98
ROIC	27,0%	32,6%	30,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,8	3,0
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	2,2	2,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,4	1,7	2,0
Vòng quay tiền	45,1	57,4	58,1
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	5,9%	7,9%	8,3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	0,7%	21,3%	12,1%
Tăng trưởng LN ròng	4,9%	15,6%	10,5%
Tăng trưởng EPS	4,9%	15,6%	10,5%

Nguồn: VND RESEARCH

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

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	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

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

Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

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