

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND91.200

Giá mục tiêu

VND110.000

Tỷ suất cổ tức

4,71%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Hàng tiêu dùng

Ngày 24/05/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Trung lập**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

Consensus*: Mua:14 Giữ:6 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -4,7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng EPS 2021 xuống 13,1%
- Giảm dự phóng EPS 2022 xuống 16,9%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	116.300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	84.823
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	353.265
Thị giá vốn (tỷ VND)	183.916
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	18,5
P/B hiện tại (x)	5,6

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

Thiếu động lực tăng giá trong ngắn hạn

- Trong Q1/21, DT và LN ròng của VNM giảm lần lượt 6,8%/6,8% svck do nhu cầu nội địa bị ảnh hưởng bởi đợt bùng phát Covid-19 lần thứ ba.
- Áp lực tăng chi phí do giá sữa bột nguyên liệu tăng.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn ở mức 110.000 đồng/cp do điều chỉnh hạ EPS 2021-22 xuống 13,1%/16,9%.

Đằng sau đà giảm giá của VNM trong thời gian gần đây

Trong 3 tháng gần đây, giá cổ phiếu VNM đã giảm 18,1% (đi ngược với đà tăng 8,8% của VN-INDEX) khi nhà đầu tư nước ngoài bán ròng cổ phiếu này với tổng giá trị 5.538 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân đằng sau đà giảm giá của VNM đến từ việc giá sữa bột nguyên liệu tăng cao và kế hoạch LN đi ngang (+0,2% svck) trong năm 2021 của ban lãnh đạo. Theo Bloomberg, giá sữa bột toàn cầu đã tăng 32,7% so với đầu năm và chạm mức cao nhất kể từ T4/2014 do nguồn cung bị thiếu hụt. Chúng tôi ước tính rằng cứ 5% tăng lên của giá sữa bột nguyên liệu có thể khiến LNG của VNM giảm 0,4-0,5 điểm %.

Tăng trưởng giảm tốc trong Q1/21 do dịch Covid-19 quay trở lại

Dịch Covid-19 bùng phát lần thứ 3 đã gây ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ hàng tiêu dùng nhanh trong Q1/21, khiến DT của cả công ty mẹ và MCM đều ghi nhận mức tăng trưởng âm 9,4%/1,8% svck trong 3T21. Bên cạnh đó, biên LNG của VNM cũng giảm 3,0 điểm % do giá sữa bột nguyên liệu tăng cao và công ty đã phải cắt giảm chi phí bán hàng 13,0% svck để bù đắp cho mức giảm này. Đây là nguyên nhân chính khiến tăng trưởng DT và LN ròng lần lượt giảm 6,8%/6,8% svck trong Q1/21.

Hạ dự phóng EPS giai đoạn 2021-22 do chi phí nguyên liệu tăng cao

Chúng tôi hạ dự phóng DT nội địa năm 2021-22 xuống 2,5%/5,4% nhằm phản ánh mức phục hồi nhu cầu tiêu dùng chậm hơn dự kiến. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng giảm dự phóng biên LNG 2021-22 xuống 3,7/3,1 điểm % sau khi tăng dự báo giá sữa bột nguyên liệu lên 35,0%/30,0%. Do đó dự báo DT và LN ròng năm 2021 của VNM giảm lần lượt 2,2%/13,1% so với dự phóng trước đó.

Định giá đã đủ hấp dẫn nhưng thiếu động lực tăng giá trong ngắn hạn

Sau đợt sụt giảm, cổ phiếu VNM đang giao dịch ở mức P/E 18,5x, thấp hơn 18,4% sv trung bình các công ty cùng ngành và 17,6% sv trung bình 5 năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu sẽ có thể tiếp tục chịu áp lực khi giá sữa bột nguyên liệu vẫn tăng trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng đặt mục tiêu LN đi ngang trong năm 2021 và không có quá nhiều kế hoạch đầu tư lớn trong 5 năm tới do năng lực sản xuất của công ty đã được đảm bảo đáp ứng đến 2025. Do vậy, chúng tôi cho rằng định giá của VNM đã đủ hấp dẫn nhưng thiếu động lực tăng giá trong ngắn hạn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	56.318	59.636	62.927	66.377
Tăng trưởng DT thuần	7,1%	5,9%	5,5%	5,5%
Biên lợi nhuận gộp	47,2%	46,4%	44,1%	45,8%
Biên EBITDA	26,4%	26,6%	25,1%	25,0%
LN ròng (tỷ)	10.581	11.099	11.152	11.788
Tăng trưởng LN ròng	3,5%	4,9%	0,5%	5,7%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.064	5.311	5.337	5.641
EPS điều chỉnh	4.565	4.770	4.814	5.077
BVPS	13.992	15.867	15.691	16.381
ROAE	38,5%	35,6%	33,8%	35,2%

Nguồn: VND RESEARCH

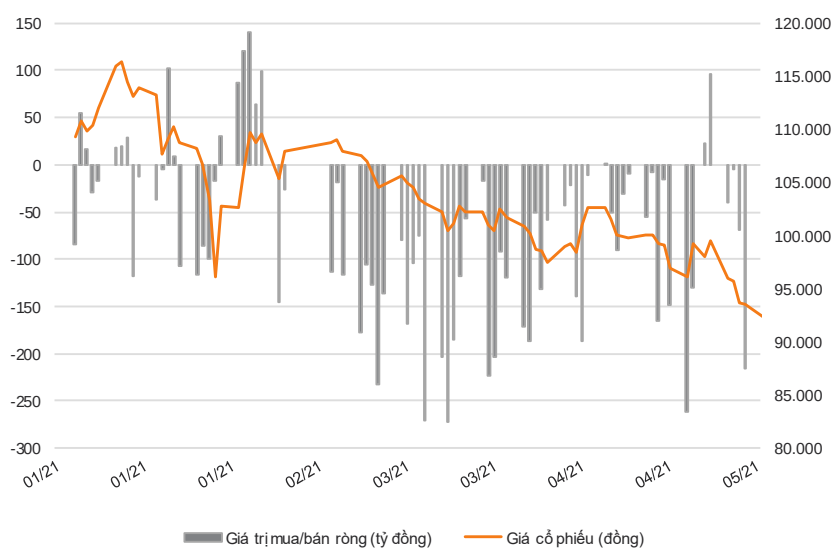
Luận điểm đầu tư

VNM đã không còn là “nàng thơ” trong mắt các nhà đầu tư

Chúng tôi cho VNM đã mất đi sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư trong giai đoạn vừa qua do:

- VNM đã ghi nhận mức tăng trưởng LN đi ngang trong một vài năm gần đây và LN tăng trưởng âm 6,8% svck trong Q1/21. Do đó trung bình P/E 1 năm của VNM chỉ còn mức 21,0x sv mức bình quân 24,5x trong giai đoạn 2015-20. Bên cạnh đó, ban lãnh đạo cũng đặt mục tiêu LN đi ngang (+0,2% svck) trong năm 2021 trong khi các doanh nghiệp lớn khác trên thị trường đặt mục tiêu tăng trưởng hai con số bất chấp Covid-19.
- Khối ngoại đã bán ròng VNM liên tục trong 3 tháng với tổng giá trị 5.538 tỷ đồng.
- Giá sữa bột nguyên liệu đã tăng cao từ T10/2020. Theo Bloomberg, giá sữa bột toàn cầu đã tăng 32,7% so với đầu năm và chạm mức cao nhất kể từ T4/2014 do nguồn cung bị thiếu hụt tại các nước sản xuất bột sữa chính.
- VNM tụt hạng trong danh sách các cổ phiếu có vốn hóa lớn nhất trên sàn HOSE. Với đà tăng gần đây của HPG, VNM hiện chỉ còn đứng hạ vị trí thứ 5 trong top những công ty có vốn hóa lớn nhất trên sàn HOSE, so với vị trí dẫn đầu trong thời kỳ hoàng kim 2014-17. Do đó, tỷ trọng của VNM đang giảm dần trong các ETF và các quỹ lớn khác.

Hình 1: Giá trị giao dịch khối ngoại của VNM từ T1/ 2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tuy nhiên chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu VNM do:

- VNM vẫn đang duy trì vị thế đứng đầu trong ngành sữa nhờ lợi thế về thương hiệu lớn, mạng lưới phân phối rộng khắp và đội ngũ lãnh đạo hàng đầu.
- VNM có bảng cân đối tài sản lành mạnh với ROE vượt trội ở mức 41,6% - 35,2% trong giai đoạn 2018-20. Doanh nghiệp luôn duy trì được vị thế dẫn đầu trong top các doanh nghiệp có sức khỏe tài chính lành mạnh trong năm 2020 với biên LN ròng ở mức 18,8%, lượng tiền mặt lớn (19.424 tỷ đồng bao gồm tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn) và hệ số nợ (D/E) thấp ở mức 31%.

- Công ty đã có kế hoạch tăng giá bán trong T5/2021 để hỗ trợ biên LNG trong bối cảnh giá nguyên liệu đầu vào tăng cao. Bên cạnh đó, ban lãnh đạo cũng có kế hoạch cắt giảm chi phí bán hàng để bảo toàn biên LN ròng trong năm 2021. Cụ thể, trong Q1/21 mặc dù biên LNG thu hẹp 3,0 điểm %, nhưng biên LN ròng của VNM vẫn duy trì ở mức không đổi 19,5% nhờ cắt giảm chi phí quảng cáo và khuyến mại trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ yếu.

Mặc dù hạ giá mục tiêu xuống 110.000 đồng/cp do hạ dự phóng EPS giai đoạn 2021-22, chúng tôi cho rằng thời điểm hiện tại là phù hợp để tích lũy một cổ phiếu tốt với vị thế tài chính vững mạnh như VNM. Chúng tôi cho rằng giá sửa bột nguyên liệu sẽ dần hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2021, từ đó giúp cải thiện biên LNG của VNM trong năm 2022. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với VNM.

Tiềm năng tăng giá bao gồm nhu cầu nhập khẩu cao hơn dự kiến từ Trung Quốc. Rủi ro giảm giá bao gồm 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)	92.476
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	123.255
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	215.731
Nợ ròng (tỷ đồng)	15.543
Giá trị vốn (tỷ đồng)	231.274
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
Giá trị vốn/CP (VND)	110.674
WACC	11,4%
Chi phí vốn	11,3%
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)	10.060
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
EPS pha loãng 2021 (VND)	4.814
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)	109.275
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH	

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

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	110.674	50%	55.337
P/E	109.275	50%	54.638
Giá trung bình (VND)			109.974
Giá mục tiêu 2021 (Làm tròn)			110.000
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH			

Hình 5: Mô hình chiết khấu dòng tiền

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	12.263	12.819	13.737	15.320	16.007	17.695	19.552	21.600	23.855	26.336	29.068
Khấu hao	2.209	1.890	1.942	2.016	2.117	2.236	2.392	2.556	2.743	2.995	3.282
Đầu tư tài sản cố định	(1.265)	(1.290)	(1.361)	(2.118)	(2.310)	(2.521)	(3.667)	(2.500)	(4.551)	(4.965)	(5.417)
Thay đổi vốn lưu động	(2.624)	1.214	(109)	(133)	(202)	(221)	(241)	(263)	(287)	(313)	(341)
Dòng tiền tự do	10.583	14.633	14.209	15.085	15.612	17.189	18.037	21.392	21.760	24.053	26.591
Chi phí thuế	(2.283)	(2.402)	(2.559)	(2.860)	(3.007)	(3.291)	(3.634)	(4.029)	(4.450)	(4.909)	(5.414)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	8.300	12.231	11.650	12.225	12.605	13.898	14.403	17.363	17.311	19.144	21.177
Giá trị năm cuối mô hình											324.928
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8.300	12.231	10.460	9.856	9.125	9.033	8.406	9.099	8.145	8.088	8.033
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình											123.255

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (Data tại ngày 21/05/2021)

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa	Tăng trưởng EPS 3 năm	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE		ROA	
			(Đv tiền bản địa)	(Đv tiền bản địa)	(tr US\$)	CAGR (%)	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	NR	43,9	N/a	22.298	21,6	29,9	25,1	4,2	3,7	14,9%	15,6%	6,2%	7,0%
Morinaga Milk Industry Co	2264 JP	NR	5.940	N/a	2.724	14,3	16,4	13,6	1,3	1,2	8,1%	9,1%	3,5%	4,0%
Inner Mongolia Yili Indus-A	600887 CH	NR	39,0	N/a	36.864	7,3	30,6	26,6	8,2	7,3	27,5%	28,3%	12,7%	13,5%
Indofood Cbp Sukses Makmur T	ICBP IJ	NR	8.300	N/a	6.736	20,3	17,0	15,2	3,3	2,9	20,3%	19,5%	7,3%	7,6%
Toyo Suisan Kaisha Ltd	2875 JP	NR	4.490	N/a	4.582	16,3	16,6	17,5	1,5	1,4	9,0%	8,3%	7,5%	7,0%
Universal Robina Corp	URC PM	NR	130,0	N/a	5.985	1,0	25,3	22,5	3,1	2,9	12,8%	12,8%	7,8%	10,2%
Trung bình					13.198	13,5	22,7	20,1	3,6	3,2	15,4%	15,6%	7,5%	8,2%
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	ADD	89.200	110.000	8.087	269,2%	18,5	17,6	6,9	6,6	33,8%	35,2%	23,6%	25,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

THIẾU ĐỘNG LỰC TĂNG GIÁ TRONG NGẮN HẠN

KQKD Q1/21: Tăng trưởng giảm tốc do dịch Covid-19 quay trở lại

Hình 7: KQKD Q1/21

Tỷ VND	Q1/2021	Q1/2020	% svck	2021	% so với dự báo 2021	Chú thích
Doanh thu	13.190	14.153	-6,8%	64.365	20,5%	
<i>Nội địa</i>	11.178	12.092	-7,6%	54.387	20,6%	Sự suy giảm trong sức mua của người dân đối với các sản phẩm tiêu dùng nhanh do ảnh hưởng từ đợt bùng phát dịch Covid-19 lần thứ 3 vào thời điểm đầu T2/2021 đã được phản ánh vào mức tăng trưởng âm trong doanh thu nội địa của VNM vào Q1/2021. Trong đó, cả doanh thu từ công ty mẹ và CTCP Giống bò sữa Mộc Châu (MCM VN, UpCOM) đều giảm lần lượt 9,4% svck và 1,8% svck xuống còn 9.884 tỷ đồng và 621 tỷ đồng.
<i>Nước ngoài</i>	2.012	2.061	-2,4%	9.978	20,2%	
<i>Xuất khẩu</i>	1.165	1.080	7,9%	6.006	19,4%	VNM tiếp tục mức tăng trưởng tích cực trong mảng xuất khẩu nhờ tận dụng được sự gián đoạn trong hoạt động kinh doanh của các đối thủ cạnh tranh trên thị trường nước ngoài do dịch Covid-19. Tiếp nối thành công của Q1/2021, doanh số xuất khẩu trong T4/2021 ước tăng trưởng trên 30,0% svck.
<i>Công ty con tại nước ngoài</i>	847	981	-13,6%	3.972	21,3%	Doanh thu thuần của các chi nhánh nước ngoài giảm 13,6% svck trong Q1/2021 do tình hình dịch bệnh vẫn đang diễn biến phức tạp tại Mỹ gây ảnh hưởng đến sức mua của người tiêu dùng. Trong khi đó, Angkor Milk tiếp tục ghi nhận tăng trưởng 2 chữ số trong Q1/2021.
Lợi nhuận gộp	5.755	6.606	-12,9%	30.772	18,7%	
<i>Nội địa</i>	4.857	5.705	-14,9%	26.041	18,7%	
<i>Nước ngoài</i>	897	901	-0,5%	4.730	19,0%	
Biên LNG	43,6%	46,7%	-3,0 đ %	47,8%	-4,2 đ %	Biên LNG mảng kinh doanh nội địa thu hẹp đáng kể trong Q1/2021 chủ yếu do giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh (giá trung bình sữa bột nguyên liệu toàn cầu và giá đường đã tăng lần lượt 23,4% svck và 22,0% svck trong Q1/2021) trong khi giá bán không thay đổi.
<i>Giá trung bình sữa bột nguyên liệu (US\$/tấn)</i>	3.700	2.999	23,4%	3.100	119,4%	Giá sữa bột tăng mạnh do nhu cầu nhập khẩu từ các nước Châu Á tăng cao (đặc biệt là Trung Quốc) trước lo ngại về nguồn cung ứng trong ngắn hạn có thể bị gián đoạn trong bối cảnh sản lượng sữa sản xuất ở châu Đại Dương giảm và thiếu container vận chuyển ở Châu Âu và Bắc Mỹ.
Chi phí bán hàng và QLDN	2.953	3.393	-13,0%	15.899	18,6%	
<i>% chi phí BH & QLDN so với doanh thu</i>	22,4%	24,0%	-1,6 đ %	24,7%	-2,3 đ %	% chi phí BH & QLDN so với doanh thu giảm 1,6 điểm % chủ yếu do công ty điều chỉnh các chi phí bán hàng trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ thấp. Cụ thể chi phí khuyến mại và quảng cáo đã lần lượt giảm 13,4% svck và 30,5% svck trong Q1/2021.
EBIT	2.802	3.212	-12,8%	14.873	18,8%	
<i>Biên EBIT</i>	21,2%	22,7%	-1,5 đ %	23,1%	-1,9 đ %	
Thu nhập tài chính	278	162	71,4%	907	30,7%	
<i>Chi phí tài chính</i>	6	122	-94,8%	270	2,4%	
LN trước thuế (LNTT)	3.154	3.358	-6,1%	15.788	20,0%	LN trước thuế giảm thấp hơn so với EBIT nhờ thu nhập tài chính tăng 71,4% svck trong Q1/2021 do Chi phí lãi vay và Lỗ chênh lệch tỷ giá hối đoái lần lượt giảm 69,3% svck và 94,8% svck cùng với khoản thu nhập được hỗ trợ từ nhà cung cấp 75 tỷ đồng.
<i>Biên LNTT</i>	23,9%	23,7%	0,2 đ %	24,5%	-0,6 đ %	
Thuế TNDN	557	581	-4,2%	2.763	20,2%	
<i>Thuế suất TNDN</i>	17,7%	17,3%	0,3 đ %	17,5%	0,2 đ %	
LN ròng (LNR)	2.576	2.764	-6,8%	12.830	20,1%	
<i>Biên LNR</i>	19,5%	19,5%	0,0 đ %	19,9%	-0,4 đ %	
EPS pha loãng (VND)	1.101	1.189	-7,4%	5.537	19,9%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

Triển vọng năm 2021-22

Giá sữa bột nguyên liệu tăng trong tám tháng liên tiếp sẽ tạo áp lực tăng chi phí

Theo Global Dairy Trade, giá sữa bột nguyên kem đã tăng 32,7% so với đầu năm và 23,4% svck do nhu cầu nhập khẩu gia tăng từ các nước châu Á (đặc biệt là Trung Quốc), trước lo ngại về việc thiếu hụt nguồn cung ngắn hạn bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Trong khi đó, VNM khá nhạy cảm với biến động giá sữa bột toàn cầu do hơn 60% nguyên liệu đầu vào của VNM dùng để sản xuất sữa bột và bột dinh dưỡng được nhập khẩu từ Mỹ, Châu Âu, New Zealand và chi phí nguyên liệu sữa chiếm khoảng 20-25% giá vốn hàng bán.

Trong T5/2021 VNM đã tăng giá bán lên 5% để giảm bớt một phần tác động của việc tăng giá sữa nguyên liệu lên biên LNG của VNM (chúng tôi hiện đã đưa yếu tố này vào mô hình dự phóng). Bên cạnh đó, ban lãnh đạo cho biết họ sẽ nâng cấp danh mục sản phẩm và giảm chi phí khuyến mãi & quảng cáo để bù đắp chi phí giá sữa nguyên liệu tăng cao. Do đó, chúng tôi cho rằng mặc dù biên LNG của VNM sẽ bị ảnh hưởng bởi giá sữa bột toàn cầu tăng mạnh, công ty cũng đã chuẩn bị tốt để bảo toàn biên LN ròng trong năm 2021.

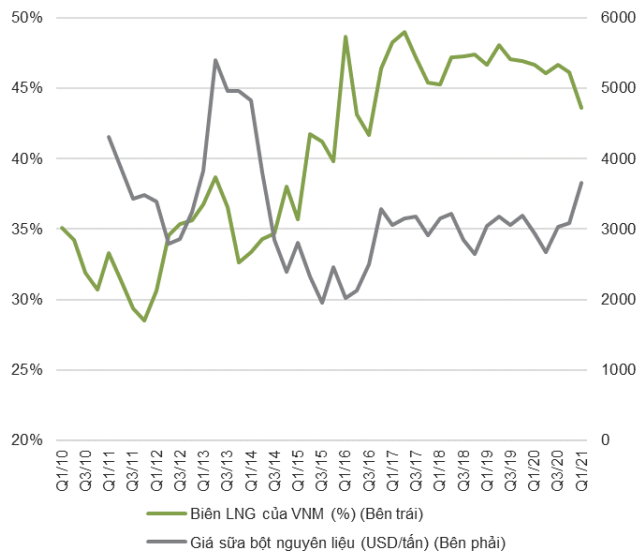
Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy giá sữa bột nguyên liệu tăng mạnh đang gây ảnh hưởng tiêu cực đến P/E của VNM (giảm 15,6% so với đầu năm).

Hình 8: Giá sữa bột nguyên liệu và hệ số P/E của VNM từ năm 2013 đến nay



Nguồn: VNDIRECT RESERCH, BLOOMBERG

Hình 9: Giá sữa bột nguyên liệu và hệ số biên LNG của VNM từ Q1/10 đến Q1/21



Nguồn: VNDIRECT RESERCH, BLOOMBERG

Thay đổi dự phóng 2021-22

Dự phóng của chúng tôi thay đổi dựa trên các yếu tố sau:

- Chúng tôi hạ dự phóng DT nội địa trong giai đoạn 2021-22 xuống 2,5%/5,4% nhằm phản ánh nhu cầu tiêu dùng phục hồi chậm hơn dự kiến. Ngoài ra, nguy cơ bùng phát dịch Covid-19 lần thứ 4 cũng là yếu tố ảnh hưởng đến DT nội địa của VNM khi các trường học tạm đóng cửa và chương trình Sữa học đường quốc gia của VNM bị tạm dừng.
- Doanh thu của công ty con Angkor Milk sẽ tăng trưởng 13%/20% svck trong giai đoạn 2021-22 thay vì 20%/20% svck trong dự phòng trước đó do lo ngại về tình hình dịch Covid-19 diễn biến phức tạp ở Campuchia trong những thời gian gần đây có thể cản trở hoạt động kinh doanh của Angkor Milk trong Q2/21.

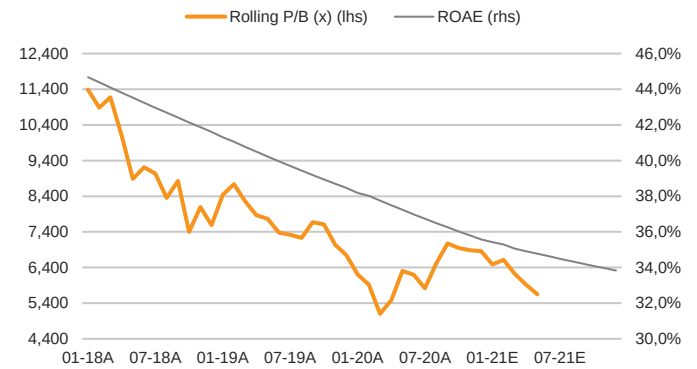
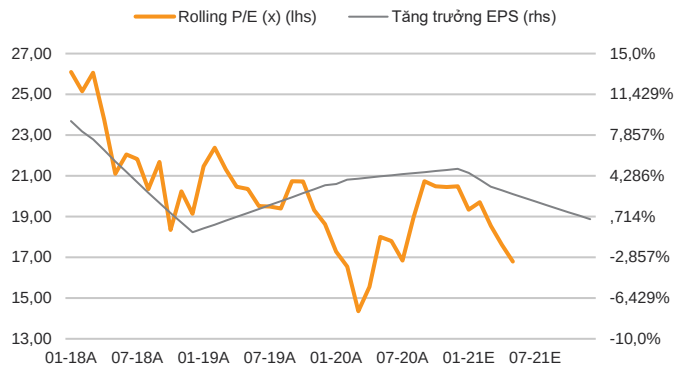
- Chúng tôi cắt giảm dự phóng biên LNG giai đoạn 2021-22 xuống 3,7/3,1 điểm % nhằm phản ánh mức tăng 35,0%/30,0% trong giả định giá sửa bột nguyên liệu. Chúng tôi dự báo chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ tiếp tục giảm nhằm đảm bảo LN tăng trưởng dương trong năm 2021 trước bối cảnh dịch bệnh Covid-19 làm suy yếu nhu cầu tiêu thụ của người tiêu dùng.

Hình 10: Thay đổi dự phóng (Đơn vị: tỷ đồng)

Tỷ đồng	2020	2021F			2022F		
		Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi
Doanh thu thuần	59.636	64.365	62.927	-2,2%	69.695	66.377	-4,8%
DT nội địa	50.842	54.387	53.045	-2,5%	58.868	55.665	-5,4%
Công ty con tại nước ngoài	3.234	3.973	3.875	-2,5%	4.341	4.225	-2,7%
Xuất khẩu	5.561	6.006	6.006	0,0%	6.486	6.486	0,0%
LN gộp	27.668	30.772	27.764	-9,8%	34.083	30.384	-10,9%
Biên LNG	46,4%	47,8%	44,1%	-3,7 đ %	48,9%	45,8%	-3,1 đ %
Nội địa	46,2%	47,9%	43,5%	-4,4 đ %	49,2%	45,4%	-3,8 đ %
Công ty con tại nước ngoài	24,2%	27,0%	27,0%	0,0 đ %	27,0%	27,0%	0,0 đ %
Xuất khẩu	60,9%	60,9%	60,9%	0,0 đ %	60,9%	60,9%	0,0 đ %
Chi phí BH và QLDN	15.406	15.899	14.945	-6,0%	17.414	16.647	-4,4%
Chi phí BH và QLDN/DT	25,8%	24,7%	23,8%	-1,0 đ %	25,0%	26,5%	1,5 đ %
EBIT	12.263	14.873	12.819	-13,8%	16.670	13.737	-17,6%
Biên EBIT	20,6%	23,1%	20,4%	-2,7 đ %	23,9%	21,8%	-2,1 đ %
LN trước thuế	13.519	15.788	13.724	-13,1%	17.592	14.625	-16,9%
Biên LNTT	22,7%	24,5%	21,8%	-2,7 đ %	25,2%	23,2%	-2,0 đ %
LN ròng	11.099	12.830	11.152	-13,1%	14.179	11.788	-16,9%
Biên LN ròng	18,6%	19,9%	17,7%	-2,2 đ %	20,3%	18,7%	-1,6 đ %
EPS pha loãng (đồng)	4.770	5.538	4.814	-13,1%	6.107	5.077	-16,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	59.636	62.927	66.377
Giá vốn hàng bán	(31.968)	(35.162)	(35.993)
Chi phí quản lý DN	(1.958)	(1.906)	(2.389)
Chi phí bán hàng	(13.447)	(13.039)	(14.258)
LN hoạt động thuần	12.263	12.819	13.737
EBITDA thuần	14.472	14.709	15.678
Chi phí khấu hao	(2.209)	(1.890)	(1.942)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	12.263	12.819	13.737
Thu nhập lãi	1.581	1.164	1.031
Chi phí tài chính	(309)	(268)	(151)
Thu nhập ròng khác	(21)	(2)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	4	10	10
LN trước thuế	13.519	13.724	14.625
Thuế	(2.283)	(2.402)	(2.559)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(137)	(170)	(278)
LN ròng	11.099	11.152	11.788
Thu nhập trên vốn	11.099	11.152	11.788
Cổ tức phổ thông	(8.569)	(9.405)	(9.405)
LN giữ lại	2.530	1.748	2.383

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	2.111	4.308	6.096
Đầu tư ngắn hạn	17.314	12.585	13.275
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.187	5.554	5.859
Hàng tồn kho	4.905	6.716	7.084
Các tài sản ngắn hạn khác	168	237	250
Tổng tài sản ngắn hạn	29.686	29.400	32.564
Tài sản cố định	14.916	13.964	13.050
Tổng đầu tư	973	779	780
Tài sản dài hạn khác	2.857	2.063	1.568
Tổng tài sản	48.432	46.206	47.963
Vay & nợ ngắn hạn	7.316	1.321	1.328
Phải trả người bán	3.199	3.376	3.561
Nợ ngắn hạn khác	3.697	6.912	7.291
Tổng nợ ngắn hạn	14.213	11.609	12.179
Vay & nợ dài hạn	167	29	31
Các khoản phải trả khác	405	1.290	1.032
Vốn điều lệ và	20.900	20.900	20.900
LN giữ lại	6.910	7.564	8.769
Vốn chủ sở hữu	33.157	32.788	34.231
Lợi ích cổ đông thiểu số	490	490	490
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	48.432	46.206	47.963

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	13.519	13.724	14.625
Khấu hao	2.817	2.879	2.480
Thuế đã nộp	(2.286)	(2.402)	(2.559)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.245)	(1.124)	(1.164)
Thay đổi VLĐ	(2.624)	1.214	(109)
LC tiền thuần HKKD	10.180	14.291	13.273
Đầu tư TSCĐ	(1.265)	(1.290)	(1.361)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	150	16	14
Các khoản khác	(4.828)	4.923	(691)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1.141	(204)	(51)
LC tiền từ HĐĐT	(4.802)	3.445	(2.088)
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	(6.134)	8
Dòng tiền từ HĐTC khác	(6)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(7.928)	(9.405)	(9.405)
LC tiền thuần HĐTC	(5.932)	(15.539)	(9.396)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.665	2.111	4.308
LC tiền thuần trong năm	(554)	2.197	1.788
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.111	4.308	6.096

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	18,6%	17,7%	17,8%
Vòng quay TS	1,28	1,33	1,41
ROAA	23,8%	23,6%	25,0%
Đòn bẩy tài chính	1,49	1,44	1,41
ROAE	35,6%	33,8%	35,2%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	25,6	23,5	23,5
Số ngày nắm giữ HTK	56,2	69,7	71,8
Số ngày phải trả tiền bán	36,6	35,0	36,1
Vòng quay TSCĐ	3,88	4,36	4,91
ROIC	27,0%	32,2%	32,7%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,5	2,7
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	2,0	2,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,4	1,5	1,6
Vòng quay tiền	45,1	58,1	59,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	5,9%	5,5%	5,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	0,7%	4,5%	7,2%
Tăng trưởng LN ròng	4,9%	0,5%	5,7%
Tăng trưởng EPS	4,9%	0,5%	5,7%

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>