

**MUA [+29%]**

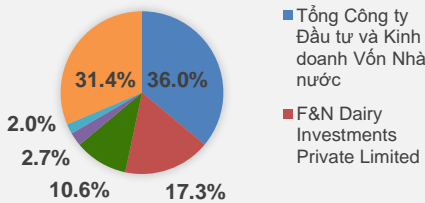
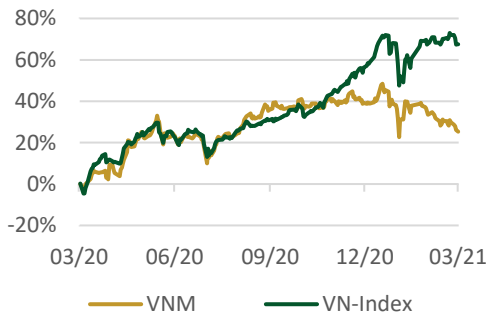
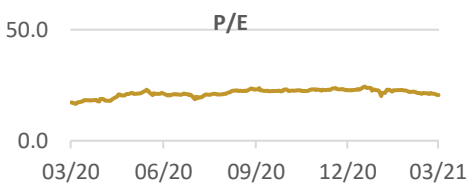
Ngày cập nhật: 30/03/2021

Giá hợp lý	128,000	VND
Giá hiện tại	99,200	VND

**PHS**

 (+82-28) 5 413 5479- [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)
**Thông tin cổ phiếu**

CP đang lưu hành (triệu)	2,089.9
Free-float (triệu)	1,044.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	205,861
KLGD TB 3 tháng	3,275,502
Sở hữu nước ngoài	56.24%
Ngày niêm yết đầu tiên	19/01/2006

**Cổ đông lớn**

**Biến động giá cổ phiếu so với Index**

**Lịch sử định giá**


Nguồn: Bloomberg, PHFM tổng hợp

Chỉ số tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	46,794	51,041	52,562	56,318	59,636	63,811
LNST (tỷ VND)	9,364	10,278	10,206	10,554	11,236	10,488
EPS (VND)	5,831	6,355	5,295	5,478	5,311	4,972
Tăng trưởng EPS (%)	0%	9%	-17%	3%	-3%	-6%
Giá trị sổ sách (VND)	13,973	14,736	15,087	15,392	16,102	16,501
P/E	21.54	32.82	22.66	21.27	18.86	25.75
P/B	8.99	14.16	7.95	7.57	6.69	7.76
Cổ tức tiền mặt (%)	60%	50%	45%	45%	45%	45%

**Tăng trưởng tích cực**

**Cập nhật KQKD 2020:** Trong 2020, doanh thu thuần hợp nhất của VNM đạt 59,636 tỷ đồng (+5.9% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 11,236 tỷ đồng (+6.5% YoY), hoàn thành 100% kế hoạch doanh thu và vượt 4% kế hoạch LNST. Giá nguyên liệu sữa nhập khẩu giảm nhẹ từ Q4 giúp lợi nhuận gộp tăng trưởng 4.6%, đạt 27,669 tỷ đồng. Biên lãi gộp duy trì ở mức 46.4%, giảm nhẹ 0.8 điểm phần trăm so với 2019 do việc tích hợp GTN đã pha loãng số liệu hợp nhất của VNM và giá nguyên vật liệu tăng nhẹ. Nếu chỉ tính riêng công ty mẹ, biên lợi nhuận gộp đạt 49.3%, tăng 150 điểm cơ bản so với 2019. VNM tiếp tục tăng 0.3% về thị phần (theo sản lượng tiêu thụ) trong 2020.

**Điểm nhấn đầu tư:**

**Dự địa tăng trưởng thị trường sữa tại Việt Nam:** Ngành sữa đã ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong năm 2020 nhờ ý thức về sức khỏe của người dân được nâng lên dưới áp lực của đại dịch. Dự kiến trong giai đoạn 2021-2025, doanh thu sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam sẽ duy trì ở mức 7-8%/năm. Ngoài ra, xu hướng cao cấp hóa tạo điều kiện cho những doanh nghiệp có vùng nguyên liệu rộng lớn và kiểm soát chất lượng sữa tươi tốt (như VNM) cải thiện lợi nhuận.

**Kỳ vọng tăng trưởng mảng kinh doanh bò thịt sau thương vụ GTN sáp nhập VLC:** Ngay sau sáp nhập, lợi ích kinh tế VLC mang lại cho VNM khoảng 67.9% (trước sáp nhập là 55.9%). Ngoài ra, VLC đầu tư một trang trại bò thịt quy mô khai thác 20,000 con/năm với tổng vốn đầu tư không quá 1,700 tỷ đồng. Ước tính thị trường thịt trâu, bò tăng trưởng 6 - 7%/ năm, gấp đôi thịt lợn, gà. Đầu tư chăn nuôi và chế biến thịt bò được xem là bước đi quan trọng, đảm bảo duy trì tăng trưởng của VNM khi thị trường sữa chững lại.

**Tập trung mở rộng thị trường quốc tế:** Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu đạt 7.4% YoY trong năm 2020 nhờ các thị trường trọng điểm ở Trung Đông. Ngày 4/2/2021, được Bộ KH&ĐT cấp giấy phép thành lập công ty liên doanh tại Philippines với quy mô vốn 6 triệu USD. Ngoài ra, VNM đã xuất sang thị trường Trung Quốc 10 container sản phẩm sữa hạt cao cấp (gồm sữa hạt đậu nành hạnh nhân và đậu đỗ).

**Định giá & khuyến nghị:** Chúng tôi kỳ vọng sức mua chung ngành sữa vẫn trường tồn tích cực trong năm 2021 khi tình hình dịch bệnh vẫn chưa được kiểm soát triệt để. Doanh thu 2021 kỳ vọng tăng 7% YoY nhờ sản lượng tiêu thụ sữa tăng khi VNM và MCM đều tung và tái tung sản phẩm mới. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng điều chỉnh giảm biên lãi gộp từ 46.5% trong báo cáo trước xuống còn 45% do giá sữa nguyên liệu đã tăng từ 14-25% so với cùng kỳ. Giá đường cũng tăng mạnh 26-28% so với cùng kỳ. Ngoài ra, giá dầu phục hồi mạnh và thiếu hụt container có thể làm gia tăng chi phí vận chuyển. Theo đó, LNST ước tính của VNM trong năm 2021 có thể đạt 10,488 tỷ đồng (-7% YoY).

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, chúng tôi điều chỉnh mức giá hợp lý của VNM từ 136,000 đồng/cổ phiếu xuống còn **128,000 đồng/cổ phiếu trong năm 2021** (+29% so với giá hiện tại). Từ đó đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

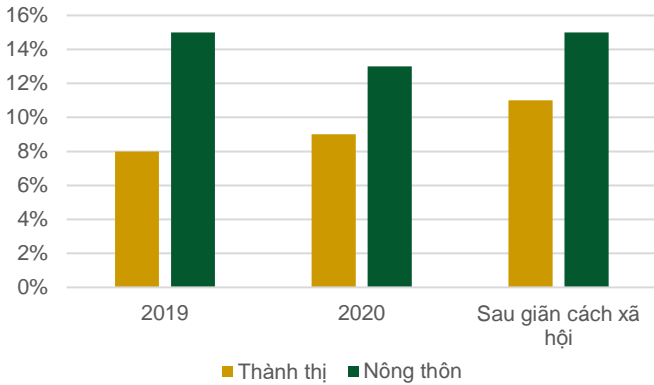
**Rủi ro: (1)** Biến động từ giá nguyên liệu đầu vào; **(2)** Sản phẩm nhập ngoại cạnh tranh trực tiếp với VNM; **(3)** Rủi ro sau M&A.

## Triển vọng ngành sữa Việt Nam

### ➤ Thị trường sữa Việt Nam duy trì tăng trưởng tích cực trong đại dịch Covid-19

#### % Thay đổi giá trị ngành Sữa

Nguồn: Kantar, PHFM tổng hợp



Trái với tác động tiêu cực của Covid-19 lên kinh tế toàn cầu cũng như Việt Nam, giá trị tiêu thụ sữa và các sản phẩm sữa ở Việt Nam vẫn tăng trưởng mạnh mẽ, thậm chí mạnh hơn so với trước dịch trong năm 2020. Cụ thể, trong tiêu thụ sữa ở khu vực thành thị tăng trưởng 9%YoY trong khi ở khu vực nông thôn tăng trưởng 13%YoY.

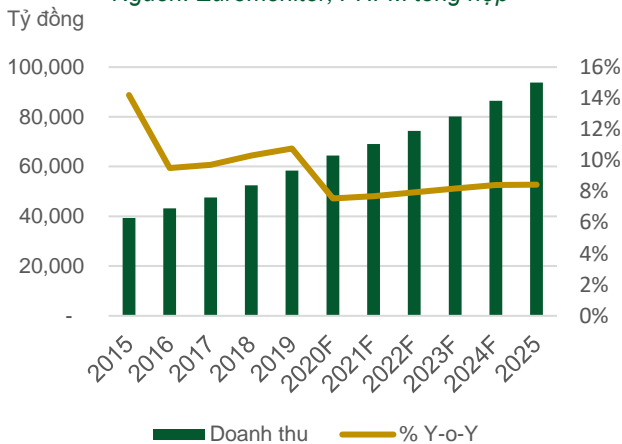
Chúng tôi cho rằng động lực thúc đẩy tiêu thụ các sản phẩm sữa trong năm 2020 chủ yếu từ ý thức về sức khỏe của người dân (đặc biệt là người tiêu dùng ở thành thị) được nâng lên dưới áp lực của đại dịch và các sản phẩm sữa (đặc biệt là sữa chua) có tác dụng củng cố hệ miễn dịch của con người.

Với quan điểm trên, chúng tôi kỳ vọng ngành sữa tại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng một chữ số khoảng 8% trong năm 2021 khi đại dịch Covid-19 chưa được kiểm soát triệt để và sẽ vẫn thúc đẩy người tiêu dùng tăng cường sử dụng các sản phẩm sữa có lợi cho sức khỏe.

### ➤ Dự địa tăng trưởng thị trường tiêu thụ sữa tại Việt Nam nhờ dân số trẻ và lượng tiêu dùng sữa trên đầu người vẫn ở mức thấp.

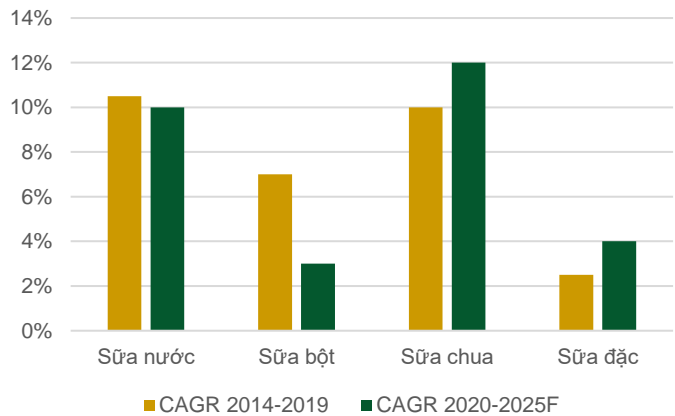
#### Quy mô thị trường Sữa Việt Nam 2015-2025F

Nguồn: Euromonitor, PHFM tổng hợp



#### Tăng trưởng CAGR theo sản phẩm

Source: Euromonitor, PHFM collect



Theo Euromonitor, sản lượng tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam đạt 1.76 triệu tấn (+8.6% YoY) trong năm 2020. Việt Nam thuộc top các quốc gia có mức tiêu thụ sữa khá thấp, chỉ với 26-27 kg/người/năm (trung bình thế giới đạt khoảng 100 kg/người/năm và trung bình tại Châu Á đạt 38 kg/người/năm). Sau giai đoạn giảm tốc 2016 – 2019, tăng trưởng thị trường sữa và các sản phẩm từ sữa trong nước đang có dấu hiệu cải thiện. Năm 2020, doanh thu các sản phẩm sữa tại Việt Nam đạt 64.4 nghìn tỷ đồng, đạt mức tăng trưởng 10.3%YoY

Doanh thu sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam dự kiến sẽ duy trì ở mức 7-8%/năm trong giai đoạn 2021 - 2025, đạt tổng giá trị khoảng 93.8 nghìn tỷ đồng vào năm 2025. Trong đó, sữa chua được kỳ vọng có tốc độ tăng trưởng cao nhất với tốc độ tăng trưởng CAGR là 12%/năm.

Theo báo cáo thị trường của Kantar Worldpanel, nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm sữa tại Việt Nam đang có những chuyển biến tích cực do: (i) Cơ cấu dân số trẻ, thu nhập trung bình tăng; (ii) Xu hướng sử dụng các sản phẩm bổ sung dinh dưỡng, tăng cường miễn dịch; (iii) Xu hướng tiêu thụ các sản phẩm tiện lợi, có thương hiệu, đảm bảo vệ sinh an toàn thực phẩm.

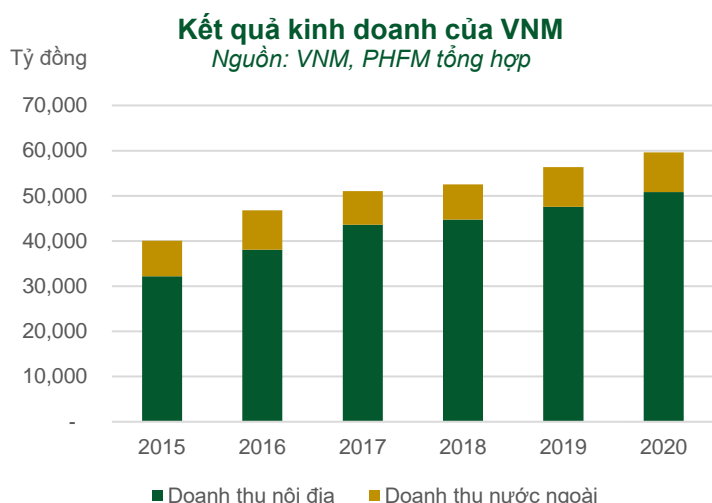
➤ **Sản phẩm sữa tươi chất lượng cao, sữa hữu cơ – Thiếu hụt nguồn cung**

Người tiêu dùng trong nước ngày càng quan tâm nhiều hơn đến nguồn gốc nguyên liệu cũng như xuất xứ và sự an toàn của các sản phẩm sữa. Do đó, họ thường lựa chọn các sản phẩm sữa được sản xuất trực tiếp từ sữa tươi so với các sản phẩm sữa hoàn nguyên. Xu thế lựa chọn này được thể hiện rõ tại khu vực đô thị, nơi nhận thức người tiêu dùng tốt hơn và với thu nhập cao hơn, họ sẵn sàng chi trả nhiều hơn cho những sản phẩm tốt nhất.

Các “ông lớn” trong ngành sữa như Vinamilk, TH Milk, Dutch Lady cũng đã loại bỏ dần sử dụng sữa hoàn nguyên để sản xuất sữa nước. Tuy nhiên, thổ nhưỡng, khí hậu và công nghệ nông nghiệp tối ưu cho bò sữa vẫn còn nhiều hạn chế. Điều này dẫn đến lượng sữa tươi trong nước có chất lượng cao, đáp ứng được tiêu chuẩn kỹ thuật đầu vào chỉ đạt khoảng 30%-35% nhu cầu nguyên liệu của các doanh nghiệp lớn. Sữa tươi đạt chuẩn quốc tế, đặc biệt là sữa đạt chuẩn hữu cơ ở Việt Nam đến nay cung vẫn không đủ cầu. Kiểm soát được vùng nguyên liệu sữa trở thành vấn đề sống còn đối với các doanh nghiệp sản xuất sữa tại Việt Nam.

## Cập nhật kết quả kinh doanh 2020

### (1) Doanh thu tăng trưởng nhờ thị trường nội địa



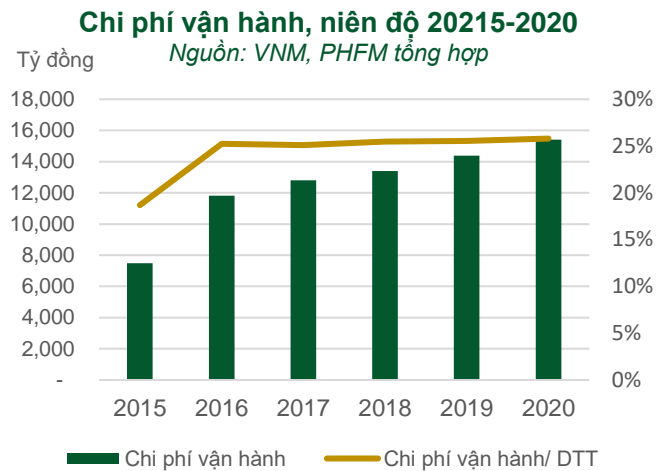
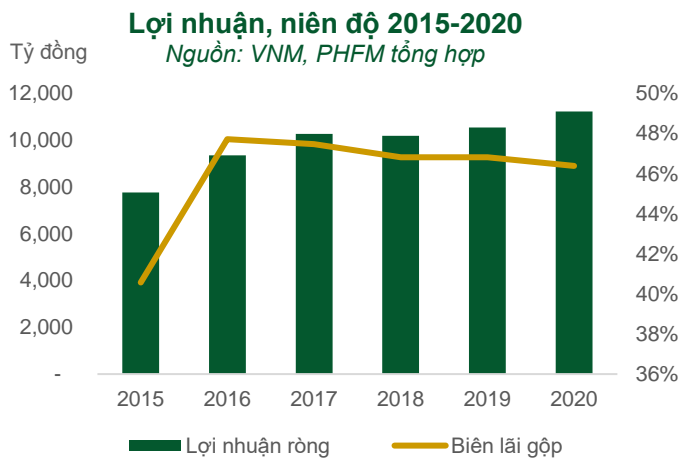
Trong năm 2020, VNM ghi nhận 59,636 tỷ đồng doanh thu thuần (+5.9% YoY), hoàn thành 100% kế hoạch doanh thu. Trong đó, doanh thu nội địa đóng góp 85% tổng doanh thu của VNM, đạt 50,842 tỷ đồng (+ 7% YoY) nhờ các yếu tố sau (1) Hợp nhất hoạt động kinh doanh với GTNfoods, (2) Nhu cầu kênh sữa học đường tăng lên do tất cả học sinh nhập học trở lại vào đầu tháng 5/2020, (3) Công ty cũng tung và tái tung 15 sản phẩm mới trong năm 2020, nhất là sản phẩm sữa chua uống Proby Gold, Sữa tươi nguyên tổ yến và thức uống “Hi Café” nhận được rất nhiều sự đón nhận nồng nhiệt của người tiêu dùng. Chúng tôi nhận định rằng việc liên tục đổi mới các sản phẩm chủ lực cũng là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và duy trì thị phần nội địa của VNM.

Ngoài ra, VNM đã thành lập liên doanh với Kido Group để sản xuất và phân phối kem cùng đồ uống không cồn dưới thương hiệu VIBEV. Tổng giá trị đầu tư giai đoạn 1 của VNM vào liên doanh là 400 tỷ đồng (17.4 triệu USD). Dự kiến sản phẩm chính thức của thương hiệu VIBEV sẽ được tung ra thị trường trong tháng 4/2021. Chúng tôi ước tính thương hiệu VIBEV sẽ đóng góp gần 500 tỷ đồng vào doanh thu hợp nhất của VNM trong năm 2021.

### (2) Doanh thu nước ngoài đi ngang so với cùng kỳ

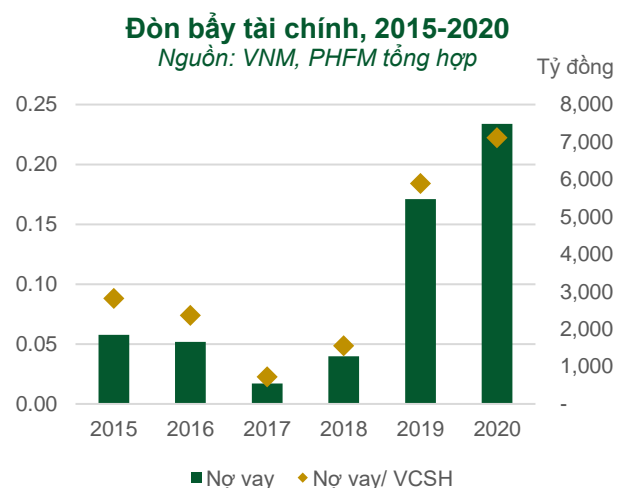
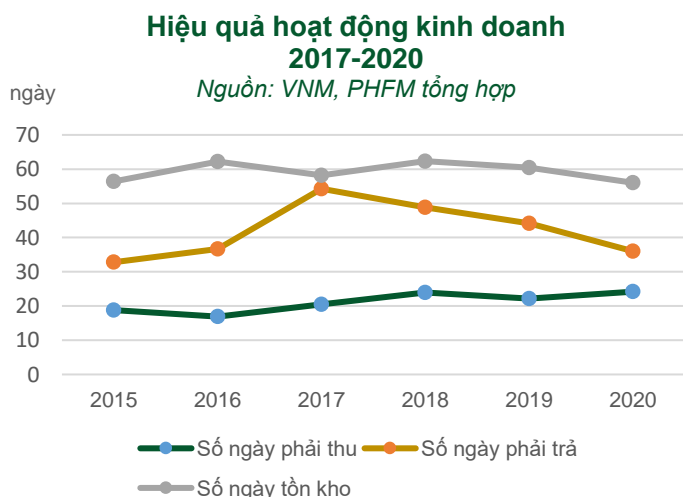
Doanh thu nước ngoài đạt 8,794 tỷ đồng (+ 0.3% YoY). Trong đó, doanh thu xuất khẩu tăng 7.4%, đạt 5,561 tỷ đồng nhờ các thị trường trọng điểm ở Trung Đông. Tuy nhiên, doanh thu từ chi nhánh nước ngoài giảm mạnh 9.9% do công ty con Driftwood vẫn bị ảnh hưởng do trường học đóng cửa tại California.

VNM đang tập trung mở rộng thị trường quốc tế. Cụ thể, Công ty đã được Bộ KH&ĐT cấp giấy phép đầu tư ra nước ngoài để thành lập công ty liên doanh tại Philippines với quy mô vốn 6 triệu USD vào đầu 2021. VNM sẽ nắm giữ 50% vốn của liên doanh. Công ty liên doanh được thành lập với chức năng nhập khẩu và phân phối các sản phẩm sữa của VNM tại thị trường Philippines. Ngoài ra, Công ty đã xuất khẩu sang Trung Quốc thêm 10 sản phẩm sữa hạt cao cấp (gồm sữa hạt đậu nành hạnh nhân và đậu đỏ) đầu tháng 1/2021. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu sẽ tăng trưởng khoảng 5% trong năm 2021 nhờ Vaccin Covid-19 được lưu hành rộng rãi.

**(3) Biên lãi gộp giảm nhẹ do chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh trong quý 1 và 3**


Mặc dù nguyên liệu nhập khẩu tăng trong quý 1 và 3 của năm 2020, VNM duy trì biên lãi gộp ở mức 46.4% trong 2020, giảm nhẹ 0.8 điểm phần trăm so với 2019. Lợi nhuận gộp đạt 27,668 tỷ đồng (+4.1% YoY). Trong đó, lợi nhuận gộp nội địa và nước ngoài đạt 23,499 tỷ đồng và 4,169 tỷ đồng, lần lượt chiếm 85% và 15% tổng lợi nhuận gộp của VNM. Hiện tại, giá thành sữa nguyên liệu tại các trang trại bò sữa của VNM chỉ cao hơn 10% so với thế giới, trong khi giá nguyên liệu thu mua từ nông dân cao hơn tới 30%. Tổng Giám đốc - Mai Kiều Liên chia sẻ một số trang trại của VNM đã khấu hao hết có giá thành ngang với thế giới. Trong thời gian tới, VNM sẽ cố gắng kéo giá nguyên liệu về ngang bằng với giá thế giới và phát triển đàn bò gấp đôi trong 3-5 năm tới để giảm lượng sữa nguyên liệu nhập khẩu. Mục tiêu dài hạn là thay thế nhập khẩu sữa nguyên liệu khoảng 5-7%/năm.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trong 2020 lần lượt đạt 13,447 tỷ đồng (+3.5%YoY) và 1,958 tỷ đồng (+40.3% YoY). Chi phí vận hành tăng do Công ty 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 4. Tuy nhiên, LNST hoàn thành vượt 5% so với kế hoạch năm, đạt 11,236 tỷ đồng. Biên LNST ở mức 18.8%, tăng nhẹ so với cùng kỳ 2019.

**(4) Bảng cân đối kế toán lành mạnh**


Tổng tài sản của VNM trong năm 2020 đạt 48,432 tỷ đồng, tăng 8.3% so với đầu năm, chủ yếu đến từ việc tăng các khoản thuộc Đầu tư ngắn hạn như Kinh doanh chứng khoán, Tiền gửi có kỳ hạn và Đầu tư dài hạn như Đầu tư vào công ty con, công ty liên kết.

VNM cân đối và duy trì mức tồn kho và số ngày tồn kho hợp lý (thời gian tồn kho an toàn của VNM là 3 tháng). Ngoài ra, Công ty có chính sách ký kết hợp đồng nguyên liệu trước 6 tháng nhằm hạn chế rủi ro biến động giá nguyên liệu nhập khẩu. Do đó, nguồn nguyên liệu của VNM không rơi vào tình trạng khan hiếm khi tình trạng nhập khẩu gặp khó trong hai

tháng đầu năm 2020 do đại dịch Covid-19. Ngoài ra, Công ty cũng theo dõi biến động thị trường để có thể lựa chọn thời điểm thích hợp mua nguyên vật liệu với giá tốt nhất nhằm duy trì Biên lợi nhuận gộp.

Tổng nợ vay / VCSH khoảng 22.2%, tăng hơn 3.8 điểm phần trăm so với mức 18.4% của 2019. Cụ thể, mức vay nợ ngắn hạn khoảng 7,316 tỷ đồng (+37% YoY), tăng 1,955 tỷ đồng so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, tiền và khoản tiền gửi ngân hàng cũng tăng mạnh trong 2020, đạt 19,424 tỷ đồng (+28.6%YoY), tăng 4,323 tỷ đồng so với cùng kỳ, chiếm 40.1% tổng tài sản tại thời điểm 31/12/2020. Như vậy, mức tăng của tiền và tiền gửi ngân hàng đủ khả năng bù đắp được khoản gia tăng trong nợ vay ngắn hạn.

Hơn nữa, khoản vay ngắn hạn của VNM chủ yếu từ những ngân hàng nước ngoài với lãi suất thấp. Cụ thể, VNM vay từ Ngân hàng Tokyo-Mitsubishi UFJ với lãi suất chỉ từ 1.41%/năm – 2.36%/năm, vay từ Sumitomo Mitsui Banking Corporation với lãi suất 2.7%/năm và từ Ngân hàng HSBC Hoa Kỳ với lãi suất 2.46%/năm. Nếu tính thêm cả biến động tỷ giá VND/USD từ 1-2% trong những năm gần đây, mức lãi suất mà VNM thực trả cho các khoản vay ngoại tệ kể trên cũng chỉ quanh mức 5 – 6%/năm. Trong khi lãi suất của các khoản tiền gửi ngắn hạn 17,313 tỷ đồng của VNM từ 7.1% -8.6%/năm, cao hơn lãi suất mà VNM đi vay. Do đó, doanh thu và lợi nhuận tài chính của VNM trong 2020 lần lượt đạt 1,581 tỷ đồng (+96% YoY) và 1,273 tỷ đồng (+82% YoY).

## Dự báo kết quả kinh doanh 2021:

Chúng tôi kỳ vọng sức mua chung ngành sữa vẫn trường tích cực trong năm 2021 khi tình hình dịch bệnh vẫn chưa được kiểm soát triệt để. Doanh thu 2021 kỳ vọng tăng 7%YoY nhờ sản lượng tiêu thụ sữa tăng khi VNM và MCM đều tung và tái tung sản phẩm mới. Doanh thu xuất khẩu cũng kỳ vọng tăng trưởng dương nhờ Vaccin Covid-19 được lưu hành rộng rãi. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng điều chỉnh giảm biên lãi gộp từ 46.5% trong báo cáo trước xuống còn 45% do giá sữa nguyên liệu (bao gồm sữa bột nguyên kem, sữa bột tách kem và bơ khan AMF) đã tăng từ 14-25% so với cùng kỳ. Giá đường cũng tăng mạnh 26-28% so với cùng kỳ. Mặc dù, VNM đã có chính sách ký kết hợp đồng nguyên liệu trước 6 tháng nhưng chúng tôi vẫn nhận thấy rủi ro về chi phí nguyên liệu đầu vào sẽ tăng cao trong năm 2021 khi giá bán chưa thể điều chỉnh tăng nhanh tương ứng. Ngoài ra, giá dầu phục hồi mạnh và thiếu hụt container có thể làm gia tăng chi phí vận chuyển. Theo đó, LNST ước tính của VNM trong năm 2021 có thể đạt 10,488 tỷ đồng (-7%YoY).

(tỷ đồng)	2020	2021F	Nhận định
<b>Doanh thu</b>	<b>59,636</b>	<b>63,811</b>	
- <b>Nội địa</b>	50,842	54,558	Chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa tăng trưởng 7% trong 2021 nhờ sản phẩm mới của VNM và MCM. Ngoài ra, thương hiệu VIBEV ước tính thương VIBEV đóng góp gần 500 tỷ đồng vào doanh thu hợp nhất của VNM trong năm 2021.
- <b>Nước ngoài</b>	3,896	9,253	Chúng tôi kỳ vọng doanh thu nước ngoài sẽ khởi sắc hơn trong năm 2021, tăng trưởng 5%YoY nhờ Vaccin Covid-19 được lưu hành rộng rãi trên thế giới. Hơn nữa, VNM đang tập trung mở rộng thị trường quốc tế như thành lập công ty liên doanh tại Philippines và xuất khẩu sang Trung Quốc thêm 10 sản phẩm sữa hạt cao cấp (gồm sữa hạt đậu nành hạnh nhân và đậu đỏ) đầu tháng 1/2021
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>27,669</b>	<b>28,715</b>	Chúng tôi thận trọng điều chỉnh giảm biên lãi gộp từ 46.5% trong báo cáo trước xuống còn 45% do giá sữa nguyên liệu và giá đường cũng tăng mạnh.
<b>Chi phí bán hàng</b>	13,447	15,634	Chi phí bán hàng có thể sẽ tăng do tình trạng thiếu hụt container và giá dầu phục hồi mạnh vào đầu năm.
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	1,958	1,787	Kiểm soát hiệu quả chi phí QLDN.
<b>Lợi nhuận trước thuế và lãi vay</b>	<b>12,263</b>	<b>11,295</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>11,236</b>	<b>10,448</b>	

## Chi tiết định giá và khuyến nghị:

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu VNM khoảng **128,000 đồng/cổ phiếu** (+29% so với giá hiện tại). Từ đó đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

### Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Lợi nhuận sau thuế	10,389	11,460	12,859	14,192	16,106
Lãi vay sau thuế	158	171	187	205	226
CAPEX	(1,306)	(1,285)	(1,577)	(1,934)	(2,243)
Khấu hao	1,938	2,054	2,253	2,324	2,215
WC	358	(747)	(893)	(713)	(971)
FCFF	11,537	11,653	12,828	14,075	15,332
DCF (WACC 7%)	10,777	10,169	10,457	10,718	10,906
Giá trị cuối cùng (2% g)	309,720				
Nợ ròng	(7,627)				
Giá trị vốn cổ phần	281,251				
SLCP	2,089,645,346				
<b>Giá hợp lý (VNĐ/cp)</b>	<b>134,593</b>				

### Phương pháp P/E

		DCF	P/E	Giá mục tiêu
<b>EPS 2021</b>	<b>4,972</b>			
P/E trung bình ngành	20.46			
<b>Giá hợp lý</b>	<b>101,755</b>			
<b>Giá hợp lý (VNĐ/CP)</b>		134,593	101,755	<b>128,000 VNĐ/CP</b>
<b>Tỷ trọng</b>		80%	20%	

## Rủi ro:

- (1) Rủi ro biến động từ giá nguyên liệu đầu vào;
- (2) Sản phẩm nhập ngoại cạnh tranh trực tiếp với VNM từ các hiệp định thương mại
- (3) Rủi ro sau M&A

## Sơ lược công ty

Vinamilk tiền thân là Công ty Sữa, Café miền Nam, được thành lập năm 1976 trực thuộc Tổng Cục Công nghiệp Thực phẩm. Tháng 11/2003 chính thức chuyển đổi thành công ty cổ phần và đổi tên thành CTCP Sữa Việt Nam, được niêm yết trên sàn HOSE từ tháng 1 năm 2006.

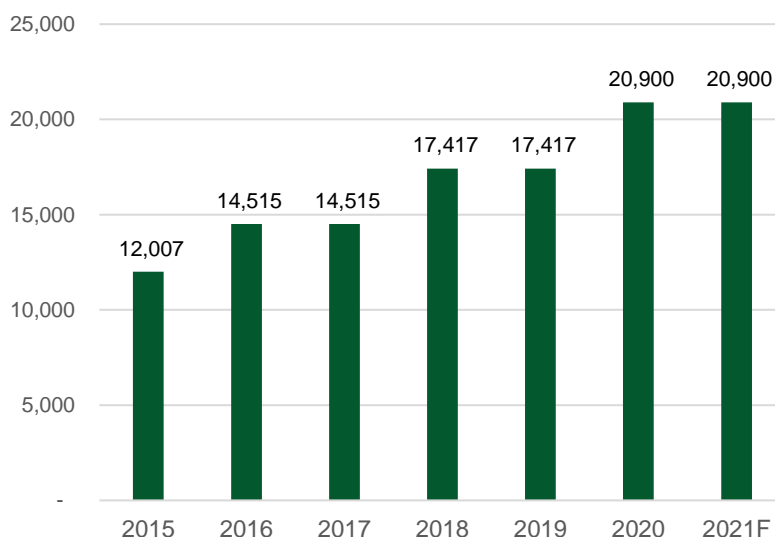
VNM là doanh nghiệp sữa lớn nhất Việt Nam, chiếm 53% giá trị doanh thu toàn ngành sữa với hơn 250 mặt hàng và hệ thống phân phối khắp cả nước.

Không chỉ là doanh nghiệp sữa lớn nhất, hiện nay VNM còn dẫn đầu trên nhiều mặt: vốn hóa lớn nhất, thương hiệu giá trị nhất, hệ thống phân phối lớn nhất, doanh nghiệp đầu tiên và duy nhất có trang trại sữa hữu cơ, sở hữu hai siêu nhà máy sữa lớn nhất.

Với kế hoạch tiếp tục xây dựng và mở rộng quy mô sản xuất, theo đuổi chiến lược mua bán sát nhập để nâng vị thế, mở rộng khả năng sản xuất và phục vụ tìm kiếm thị trường xuất khẩu, Vinamilk dự kiến sẽ tiếp tục giữ và tăng thị phần hiện có, đồng thời khẳng định vị thế tại các thị trường nước ngoài



## Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



Nguồn: VNM, PHFM tổng hợp



**Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)**

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>
Doanh thu thuần	51,041	52,562	56,318	59,636	63,811
Giá vốn hàng bán	(26,807)	(27,951)	(29,746)	(31,968)	(35,096)
Lợi nhuận gộp	24,234	24,611	26,572	27,669	28,715
Chi phí bán hàng	(11,537)	(12,266)	(12,993)	(13,447)	(15,634)
Chi phí QLDN	(1,268)	(1,133)	(1,396)	(1,958)	(1,787)
Lợi nhuận từ HĐKD	11,430	11,212	12,182	12,263	11,295
Lợi nhuận tài chính	729	642	620	1,273	842
Chi phí lãi vay	(29)	(51)	(109)	(144)	(198)
Lợi nhuận trước thuế	12,229	12,052	12,796	13,519	12,619
Lợi nhuận sau thuế	10,278	10,206	10,554	11,236	10,488
LNST của cổ đông Công ty mẹ	10,296	10,227	10,581	11,099	10,389
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>20,307</b>	<b>20,560</b>	<b>24,722</b>	<b>29,666</b>	<b>35,521</b>
Tiền và tương đương tiền	963	1,523	2,665	2,111	2,259
Đầu tư tài chính ngắn hạn	10,562	8,674	12,436	17,314	22,334
Phải thu ngắn hạn	4,592	4,639	4,503	5,187	5,301
Hàng tồn kho	4,021	5,526	4,983	4,905	5,517
Tài sản ngắn hạn khác	170	198	135	148	110
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>14,360</b>	<b>16,806</b>	<b>19,978</b>	<b>18,767</b>	<b>17,558</b>
Phải thu dài hạn	54	88	21	20	55
Tài sản cố định	10,609	13,365	14,894	13,854	13,226
Bất động sản đầu tư	95	90	62	60	51
Chi phí xây dựng dở dang	1,929	868	944	1,063	991
Đầu tư tài chính dài hạn	555	1,069	987	973	1,007
Tài sản dài hạn khác	643	787	705	738	777
Lợi thế thương mại	475	538	2,366	2,059	1,451
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>34,667</b>	<b>37,366</b>	<b>44,700</b>	<b>48,433</b>	<b>53,078</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>10,794</b>	<b>11,095</b>	<b>14,969</b>	<b>14,785</b>	<b>18,598</b>
Nợ ngắn hạn	10,196	10,640	14,443	14,213	17,904
Nợ dài hạn	599	455	526	573	694
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>23,873</b>	<b>26,272</b>	<b>29,731</b>	<b>33,647</b>	<b>34,480</b>
Vốn góp	14,515	17,417	17,417	20,900	20,900
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>34,667</b>	<b>37,366</b>	<b>44,700</b>	<b>48,433</b>	<b>53,078</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	9,602	8,140	11,410	10,180	12,130
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,771)	(1,045)	(6,748)	(4,802)	(1,306)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(7,535)	(6,535)	(3,516)	(5,927)	(10,676)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	295	560	1,146	(548)	148
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	655	963	1,523	2,665	2,111
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	963	1,523	2,665	2,111	2,259
Chỉ số tài chính (%)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
Tăng trưởng					
Doanh thu	9.1%	3.0%	7.1%	5.9%	7.0%
Lợi nhuận sau thuế	9.8%	-0.7%	3.4%	6.5%	9.0%
Tổng tài sản	18.0%	7.8%	13.7%	2.5%	2.2%
Tổng vốn chủ sở hữu	6.5%	10.0%	13.2%	13.2%	2.5%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	47.5%	46.8%	47.2%	46.4%	45.0%
Tỷ suất EBIT	24.0%	23.0%	22.9%	22.9%	20.1%
Tỷ suất lãi ròng	20.1%	19.4%	18.7%	18.8%	16.4%
ROA	29.6%	27.3%	23.6%	23.2%	19.8%
ROE	43.1%	38.8%	35.5%	33.4%	30.4%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	20.47	23.95	22.21	24.19	23.10
Số ngày tồn kho	58.16	62.34	60.46	56.02	53.97
Số ngày phải trả	54.26	48.79	44.15	36.03	43.57
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.99	1.93	1.71	2.09	1.98
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.60	1.41	1.37	1.74	1.68
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.02	0.03	0.12	0.15	0.19
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.02	0.05	0.18	0.22	0.29
Vay ngắn hạn/VCSH	0.01	0.04	0.18	0.22	0.28
Vay dài hạn/VCSH	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00

Nguồn: PHFM

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Tôn Nữ Nhật Minh, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

### Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801

### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby 81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912