

# Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM: HOSE)



**KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 106.000 Đồng/cp**

Giá hiện tại (ngày 9/11/2021): 89.800 đồng/cp

**Phạm Huyền Trang**

[trangph@ssi.com.vn](mailto:trangph@ssi.com.vn)

+84 24 3936 6321ext. 8712

Ngày 10/11/2021

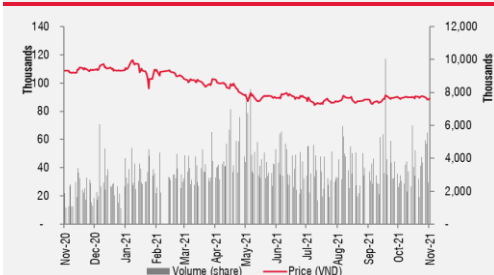
**NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG**

## Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	8.213
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	186.424
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.090
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	117,2/84
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	3.522.423
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	13,82
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	313,71
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	54,67
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	30
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

Nguồn: SSI Bloomberg

## Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

## Thông tin cơ bản về công ty

Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk) được thành lập năm 1993 với tư cách là một doanh nghiệp nhà nước. Từ khi niêm yết vào năm 2006, VNM là một trong những cổ phiếu tốt nhất, thúc đẩy chỉ số VN-Index.

Vinamilk là nhà sản xuất sữa hàng đầu Việt Nam. Vinamilk cũng xuất khẩu sang 31 quốc gia, như Iraq, Campuchia và Philippines.

Những thế mạnh chính của VNM là thương hiệu nổi tiếng, quản trị doanh nghiệp tốt, tích cực nghiên cứu phát triển sản phẩm mới, mạng lưới phân phối sâu rộng với 266 nhà phân phối độc quyền và 224.000 cửa hàng bán lẻ.

## Doanh thu đã có tăng trưởng

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VNM từ TRUNG LẬP lên KHẢ QUAN, với giá mục tiêu tăng lên 106.000 đồng/cp (từ 103.000 đồng/cp) dựa trên phương pháp DCF và PE mục tiêu không đổi ở mức 21x sử dụng 2022 EPS (so với sử dụng trung bình EPS năm 2021-2022 trước đây) – tương ứng mức tiềm năng tăng giá 18%. Triển vọng tích cực của chúng tôi về VNM phản ánh tăng trưởng hồi phục – doanh thu hợp nhất (+3,7% YoY) và doanh thu công ty mẹ trong Q3 tăng +4,5% YoY, sau 3 quý giảm liên tiếp. Đáng chú ý, theo ban lãnh đạo, tăng trưởng doanh thu tháng 10 là trên +20% YoY. Ngoài ra, VNM ước tính tăng trưởng doanh thu Q4 nằm trong khoảng 10%-15% YoY, do KQKD quý 4 năm trước chịu ảnh hưởng nặng nề từ lũ lụt miền Trung.

**Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:** doanh thu thấp hơn ước tính/ giá nguyên liệu cao hơn ước tính

	2018	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	52.562	56.318	59.636	60.613	66.802
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	10.206	10.554	11.236	10.795	11.595
Tăng trưởng LN ròng (%)	-0,7%	3,5%	4,9%	-3,4%	7,4%
EPS (VND)	4.405	4.557	4.780	4.616	4.959
ROE (%)	40,7%	37,7%	35,5%	31,4%	33,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	4,9%	18,4%	22,2%	8,2%	8,8%
Ng/VCSH (%)	4,2%	4,3%	4,6%	3,7%	4,6%
P/E (x)	22,7	25,5	19,0	19,7	18,3
P/B (x)	7,4	5,7	6,1	5,8	5,8
EV/EBITDA (x)	14,4	12,9	11,2	11,5	10,6

Nguồn: VNM, SSI Research

## Tổng quan KQKD Q3/2021

Trong Q3/2021, VNM công bố doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 16,2 nghìn tỷ đồng (+4,1% YoY) và 3 nghìn tỷ đồng (-5,7% YoY). Lũy kế 9T2021, doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 45,1 nghìn tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ) và 8,4 nghìn tỷ đồng (-6,4% YoY). Doanh thu yếu và biên lợi nhuận giảm là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận 9T2021 giảm. VNM đã hoàn thành 72,7% và 75% kế hoạch năm về doanh thu và LNST trong 3 quý đầu năm. Chúng tôi ước tính VNM có thể sẽ không đạt được kế hoạch lợi nhuận năm nay.

Doanh thu trong nước (gồm công ty mẹ VNM và MCM) tăng 3,7% so với cùng kỳ (Q2: -0,84% YoY, Q1: -7,6%). Doanh thu trong nước của công ty mẹ (dưới thương hiệu Vinamilk) trong Q3 tăng 4,5% so với cùng kỳ. Theo Nielsen, tiêu thụ sản phẩm từ sữa trên cả nước trong Q3 giảm -3,4% so với cùng kỳ. Do đó, VNM đã tăng trưởng vượt trội so với các công ty cùng ngành trong Q3 nhờ mạng lưới phân phối và sản xuất rộng khắp, đây là yếu tố thuận lợi trong giai đoạn giãn cách xã hội. Theo ban lãnh đạo, thị phần trung bình của VNM trong 9T2021 tăng 1% so với cuối năm 2020, đạt khoảng 60% về sản lượng. Sữa tươi và sữa đặc là hai sản phẩm tăng trưởng tốt nhất danh mục.

Trong Q3, doanh thu xuất khẩu đạt 1,6 nghìn tỷ đồng, không đổi so với cùng kỳ, do nhu cầu ổn định từ Trung Đông. Doanh thu nước ngoài trong Q3 đạt 886 tỷ đồng, tăng 22,4% so với cùng kỳ nhờ doanh thu của Driftwood và Angkor Milk phục hồi mạnh về mức tăng trưởng 2 con số sau dịch.

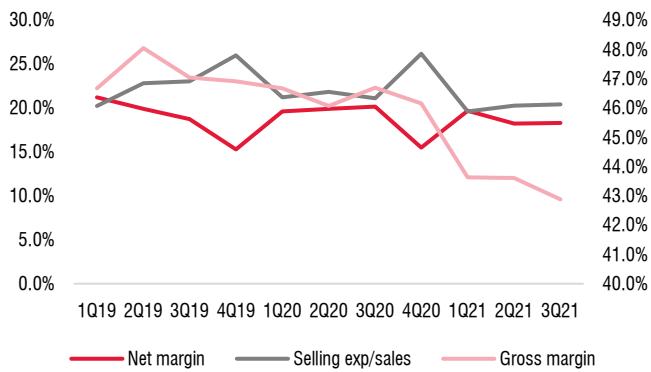
Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp đạt 42,9% trong Q3/2021, giảm đáng kể từ 46,7% trong Q3/2020 và thấp hơn mức 43,6% trong Q2/2021. Theo VNM, chi phí nguyên liệu tăng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp trong kỳ, cùng hiện tượng tỷ trọng các sản phẩm giá rẻ tăng lên trong cơ cấu sản phẩm. Do thu nhập khả dụng chịu ảnh hưởng bởi đại dịch, người tiêu dùng chuyển sang sản phẩm có mức giá tầm trung và bình dân. Đáng chú ý, VNM tăng 2% giá bán trung bình trong tháng 5, có nghĩa tăng trưởng sản lượng trong quý 3 cao hơn mức 4,5%. Lũy kế 9T2021, biên lợi nhuận gộp đạt 43,4% và VNM ước tính biên lợi nhuận cả năm sẽ tương đương mức 9 tháng đầu năm.

VNM đã chốt giá sữa nguyên liệu đến Q1/2021. Mặc dù khó có thể dự báo triển vọng giá bột sữa, chúng tôi kỳ vọng môi trường thuận lợi hơn trong 2022 khi các yếu tố làm tăng giá liên quan đến đại dịch giảm dần. Giá đường cũng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận, đặc biệt đối với sản phẩm sữa đặc và sữa tươi.

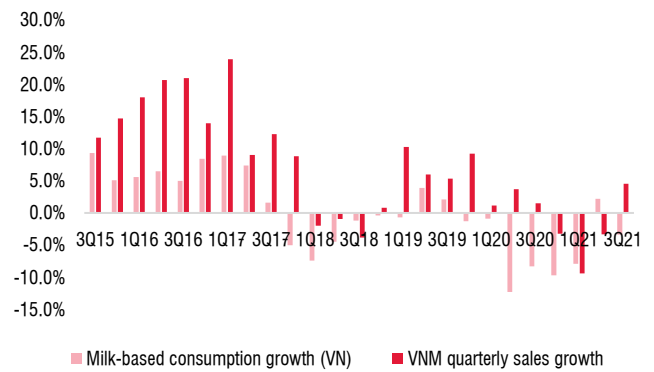
Mặc dù biên lợi nhuận gộp giảm 310 bps, biên lợi nhuận ròng 9T2021 đạt 18,7%, giảm 120 bps so với 9T2020. Chi phí bán hàng được cắt giảm trong đại dịch, đạt 20,1% doanh thu so với 21,4% trong 9T2020. Theo VNM, khi nhu cầu hồi phục, công ty sẽ bắt đầu tập trung mạnh hơn vào hoạt động marketing và quảng cáo.

Trong Q3/2021, doanh thu và LNST của Sữa Mộc Châu đạt 795 tỷ đồng (+2,6% YoY) và 95 tỷ đồng (-6,9% YoY). Biên lợi nhuận gộp Q3/2021 thu hẹp về mức 30,3% (từ mức 34,6% cùng kì năm ngoái) do chi phí nguyên liệu tăng (đường, thức ăn chăn nuôi) và mức so sánh cao trong Q3/2020. Lũy kế 9T2021, doanh thu và LNST đạt 2,2 nghìn tỷ đồng (+3,3% YoY) và 231 tỷ đồng (+10,5% YoY). Biên lợi nhuận gộp 9T2021 đạt 30,3% so với 31% trong 9T2020. Theo ban lãnh đạo, MCM sẽ tung ra các sản phẩm mới có với biên lợi nhuận cao hơn trong tương lai.

## Biên lợi nhuận hàng quý



## Tăng trưởng tiêu thụ sản phẩm từ sữa toàn quốc so với tăng trưởng doanh thu hàng quý của VNM



Nguồn: Công ty, AC Nielsen, SSI Research

**Bảng: Điều chỉnh ước tính**

Tỷ đồng	2021F		2022F		Ghi chú
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	
Doanh thu	60.613	60.613	66.702	66.802	
Tăng/ giảm		0,00%		-2,41%	
NPATMI	10.905	10.795	11.833	11.595	
Tăng/ giảm		-1,01%		-2,01%	Giảm ước tính biên lợi nhuận gộp và giảm ước tính chi phí SG&A/doanh thu tăng

Nguồn: SSI Research

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	2.665	2.111	10.166	9.516
+ Đầu tư ngắn hạn	12.436	17.314	8.001	8.001
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	4.503	5.187	4.847	5.341
+ Hàng tồn kho	4.983	4.905	5.739	6.169
+ Tài sản ngắn hạn khác	134	148	150	163
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>24.722</b>	<b>29.666</b>	<b>28.903</b>	<b>29.190</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	21	20	23	25
+ GTCL Tài sản cố định	14.894	13.854	14.203	15.047
+ Bất động sản đầu tư	62	60	43	33
+ Tài sản dài hạn dở dang	944	1.063	1.062	1.090
+ Đầu tư dài hạn	987	973	686	686
+ Tài sản dài hạn khác	3.071	2.797	3.919	3.796
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>19.978</b>	<b>18.767</b>	<b>19.937</b>	<b>20.678</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>44.700</b>	<b>48.432</b>	<b>48.840</b>	<b>49.868</b>
+ Nợ ngắn hạn	14.443	14.213	13.212	14.201
Trong đó: vay ngắn hạn	5.351	7.316	2.741	2.946
+ Nợ dài hạn	526	573	606	651
Trong đó: vay dài hạn	123	167	142	152
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>14.969</b>	<b>14.785</b>	<b>13.818</b>	<b>14.852</b>
+ Vốn góp	17.417	20.900	20.900	20.900
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	7.875	6.910	7.660	6.998
+ Quý khác	4.439	5.838	6.462	7.118
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>29.731</b>	<b>33.647</b>	<b>35.022</b>	<b>35.016</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>44.700</b>	<b>48.432</b>	<b>48.840</b>	<b>49.868</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	11.342	9.576	24.264	12.584
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-6.748	-4.802	-2.713	-3.000
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-3.516	-5.927	-12.950	-10.234
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>1.078</b>	<b>-1.153</b>	<b>8.602</b>	<b>-650</b>
Tiền đầu kỳ	1.523	2.665	1.507	10.109
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>2.597</b>	<b>1.507</b>	<b>10.109</b>	<b>9.459</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,71	2,09	2,19	2,06
Hệ số thanh toán nhanh	1,36	1,73	1,74	1,61
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,05	1,37	1,38	1,23
Nợ ròng / EBITDA	-0,62	-0,69	-0,90	-0,90
Khả năng thanh toán lãi vay	119,40	93,50	229,27	102,60
Ngày phải thu	22,2	23,4	23,8	21,5
Ngày phải trả	46,9	39,1	39,4	43,2
Ngày tồn kho	64,5	56,5	56,7	59,0
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,67	0,69	0,72	0,70
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,33	0,31	0,28	0,30
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,50	0,44	0,39	0,42
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,18	0,22	0,08	0,09
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,18	0,22	0,08	0,08

Nguồn: Công ty, SSI dự báo

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>56.318</b>	<b>59.636</b>	<b>60.613</b>	<b>66.802</b>
Giá vốn hàng bán	-29.746	-31.968	-34.260	-36.824
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>26.572</b>	<b>27.669</b>	<b>26.353</b>	<b>29.978</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	807	1.581	1.360	1.272
Chi phí tài chính	-187	-309	-225	-241
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-12.993	-13.447	-12.659	-15.010
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1.396	-1.958	-1.718	-1.887
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>12.797</b>	<b>13.539</b>	<b>13.141</b>	<b>14.145</b>
Thu nhập khác	-1	-21	18	20
Lợi nhuận trước thuế	12.796	13.519	13.159	14.165
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>10.554</b>	<b>11.236</b>	<b>10.795</b>	<b>11.595</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>10.581</b>	<b>11.099</b>	<b>10.718</b>	<b>11.515</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-27	137	77	80
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	4.565	4.770	4.616	4.959
Giá trị sổ sách (VND)	15.794	17.973	15.596	15.555
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	4.500	4.100	4.000	5.000
EBIT	12.905	13.662	13.217	14.304
EBITDA	14.853	15.871	15.175	16.470
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	7,1%	5,9%	1,6%	10,2%
EBITDA	8,2%	6,9%	-4,4%	8,5%
EBIT	6,6%	5,9%	-3,3%	8,2%
Lợi nhuận ròng	3,4%	6,5%	-3,9%	7,4%
Vốn chủ sở hữu	13,2%	13,2%	4,1%	0,0%
Vốn điều lệ	0,0%	20,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	19,6%	8,4%	-1,8%	2,2%
<b>Định giá</b>				
PE	25,5	22,6	19,7	18,3
PB	7,4	7,2	5,8	5,8
Giá/Doanh thu				
Tỷ suất cổ tức	4,3%	4,6%	3,7%	4,6%
EV/EBITDA	12,9	11,2	11,5	10,6
EV/Doanh thu	3,4	2,9	2,9	2,6
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	47,2%	46,4%	43,5%	44,9%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	22,3%	21,0%	19,5%	19,5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	18,7%	18,8%	17,8%	17,4%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	23,1%	22,5%	20,9%	22,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,5%	3,3%	2,8%	2,8%
ROE	37,7%	35,5%	31,4%	33,1%
ROA	25,7%	24,1%	22,5%	24,1%
ROIC	33,9%	29,8%	27,4%	30,8%

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

#### Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhhtk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715