

# Vinamilk (VNM)

Đánh giá **Năm giữ (Duy trì)**

## Tỷ lệ SG&A thấp thúc đẩy tăng trưởng LNST 4Q20

- LNST của công ty mẹ tăng 14.4% n/n trong 3Q20.
- Tỷ lệ SG&A cải thiện thúc đẩy tăng trưởng LNST
- Tiếp tục Năm giữ

### LNST của công ty mẹ tăng 14.4% n/n trong 3Q20

Trong 3Q20, Vinamilk ghi nhận doanh thu 15,563 tỷ đồng (+8.9% n/n), nhờ vào: (1) doanh thu nội địa đạt 11,902 tỷ đồng (+1.5% n/n), (2) doanh thu xuất khẩu tăng 9.1% n/n nhờ thị trường Iraq bất chấp sự lan rộng của COVID-19.

Trong 3Q20, Vinamilk đạt LNST 3,077 tỷ đồng (+14.4% n/n), chủ yếu do:

- Biên lợi nhuận gộp tại thị trường nội địa của Vinamilk được cải thiện (+0.13% n/n)
- Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý giảm 1.2% n/n
- GTNFoods đóng góp lợi nhuận sau thuế tích cực, đạt 87.1 tỷ đồng trong 3Q20

### Chi phí hoạt động giảm thúc đẩy tăng trưởng LNST 4Q20.

Trong 4Q20, chúng tôi lo ngại doanh thu nội địa của Vinamilk sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi sự sụt giảm nhu cầu tiêu thụ ở miền Trung đến từ tác động của lũ lụt. Chúng tôi ước tính Vinamilk có thể mất 1,620 tỷ đồng doanh thu ở thị trường miền Trung trong 4Q20. Do đó, chúng tôi ước tính tổng doanh thu nội địa của Vinamilk đạt 50,241 tỷ đồng (-1.8% n/n) trong 4Q20. Mặc dù xuất khẩu sữa sang thị trường Trung Đông đạt mức tăng trưởng doanh thu hai con số n/n trong 9T20, chúng tôi thận trọng cho rằng xuất khẩu sữa sang Mỹ sẽ duy trì ở mức thấp, giảm 22.4% n/n trong bối cảnh đại dịch đang lan rộng trở lại vào mùa đông.

Do giá nguyên liệu sữa nhập khẩu trong 3Q20 phục hồi mạnh so với 2Q20, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của Vinamilk sẽ thu hẹp 1.1% q/q và 1.3% n/n trong 4Q20. Tuy nhiên, tác động của biên lợi nhuận gộp giảm n/n sẽ được bù đắp bởi sự cải thiện của tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý, ước tính duy trì ở mức 25.4% (- 3.9% n/n) trong 4Q20.

Theo ước tính của chúng tôi, việc cải thiện tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý tiếp tục trở thành động lực tăng trưởng LNST của Vinamilk trong 4Q20, bù đắp những tác động tiêu cực của đợt bão lũ miền Trung và sự gia tăng giá sữa đầu vào. Chúng tôi ước tính doanh thu của Vinamilk đạt 14,021 tỷ đồng (-1.5% n/n) và LNST đạt 2,531 tỷ đồng trong 4Q20. Trong năm 2020, chúng tôi điều chỉnh nâng doanh thu và LNST của Vinamilk lần lượt lên 59,232 tỷ đồng (+5.2% n/n) và 11,530 tỷ đồng (+9.2% n/n).

### Thông kê

VNIndex (11/11, điểm)	952
Giá cp (11/11, đồng)	107,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	228,607
SLCP lưu hành (triệu)	2,090
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	110,500/67,775
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	158
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	35.2/57.9
Cổ đông lớn (%)	
SCIC	36.0
F&N	17.7
Platinum Victory	10.6

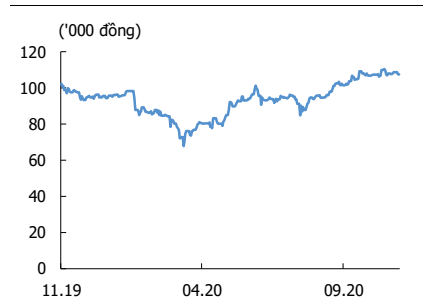
### Định giá

	2019A	2020F	2021F
PE (x)	23.5	21.9	21.6
PB (x)	8.2	7.6	7.1
ROE (%)	39.7	40.1	37.9
Cổ tức (%)	3.1	3.7	3.7
EV/EBITDA (x)	15.4	13.8	13.6
EPS (đồng)	4,565	4,919	4,970
BPS (đồng)	13,162	14,081	15,051

### Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	0.7	22.3	3.5
Tương đối với VNI (%p)	(2.4)	6.1	8.2

### Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

### Toàn Đào

toan.dp@kisvn.vn

## Tiếp tục nắm giữ

Mặc dù kết quả kinh doanh 6 tháng cuối năm 2020 của Vinamilk không đạt được kỳ vọng của chúng tôi, chúng tôi vẫn giữ quan điểm Vinamilk sẽ duy trì mức tăng trưởng LNST ở mức một chữ số trong giai đoạn 2020 - 2021. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng triển vọng của Vinamilk đã được phản ánh phù hợp với hệ số PE forward là 21.6. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với cổ phiếu VNM trong năm 2021

**Bảng 1 . Dự phóng lợi nhuận**

(Tỷ đồng, %, %p)

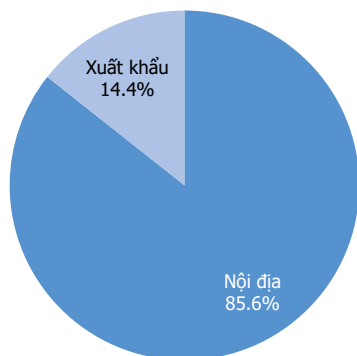
	2019				2020				2019A	2020F	3Q20		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF			q/q	n/n	Kỳ vọng
<b>Doanh thu</b>	<b>13,189</b>	<b>14,599</b>	<b>14,291</b>	<b>14,239</b>	<b>14,153</b>	<b>15,495</b>	<b>15,563</b>	<b>14,021</b>	<b>56,318</b>	<b>59,232</b>	0.4	8.9	<b>N.A</b>
Nội địa	11,212	12,425	12,184	11,734	12,092	13,364	13,264	11,521	47,555	50,241	(0.8)	8.9	
Xuất khẩu	1,977	2,174	2,107	2,505	2,061	2,131	2,299	2,499	8,764	8,991	7.9	9.1	
<b>LN gộp</b>	<b>6,155</b>	<b>7,014</b>	<b>6,723</b>	<b>6,680</b>	<b>6,606</b>	<b>7,138</b>	<b>7,267</b>	<b>6,394</b>	<b>26,572</b>	<b>27,405</b>	<b>1.8</b>	<b>8.1</b>	<b>N.A</b>
Biên LN gộp	46.7	48.0	47.0	46.9	46.7	46.1	46.7	45.6	47.2	46.3	0.6	(0.4)	
Chi phí hoạt động	2,949	3,648	3,610	4,183	3,393	3,757	3,743	3,567	14,390	14,461	(0.4)	3.7	N.A
Chi phí BH	2,670	3,330	3,292	3,701	3,004	3,383	3,284	3,130	12,993	12,802	(2.9)	(0.2)	
Chi phí QL	278	318	318	482	389	374	459	437	1,396	1,659	22.7	44.2	
Khấu hao	489	496	511	520	623	624	675	678	1,948	2,600	8.0	32.0	
<b>LN hoạt động</b>	<b>3,206</b>	<b>3,366</b>	<b>3,113</b>	<b>2,497</b>	<b>3,212</b>	<b>3,381</b>	<b>3,523</b>	<b>2,827</b>	<b>12,182</b>	<b>12,943</b>	<b>4.2</b>	<b>13.2</b>	<b>N.A</b>
LN trước thuế	3,343	3,550	3,254	2,649	3,358	3,711	3,777	3,132	12,796	13,979	1.8	16.1	N.A
LN ròng	2,797	2,904	2,677	2,176	2,777	3,085	3,138	2,531	10,554	11,530	1.7	17.2	
<b>LNST của cty mẹ</b>	<b>2,791</b>	<b>2,899</b>	<b>2,690</b>	<b>2,202</b>	<b>2,765</b>	<b>3,072</b>	<b>3,077</b>	<b>2,507</b>	<b>10,581</b>	<b>11,421</b>	<b>0.2</b>	<b>14.4</b>	
EBITDA	3,696	3,861	3,624	3,017	3,835	4,005	4,198	3,506	14,131	15,544	4.8	15.8	N.A
Biên EBITDA	28.0	26.4	25.4	21.2	27.1	25.8	27.0	25.0	25.1	26.2	1.1	1.6	
Biên LN hoạt động	24.3	23.1	21.8	17.5	22.7	21.8	22.6	20.2	21.6	21.9	0.8	0.9	

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

## ■ Tổng quan về công ty

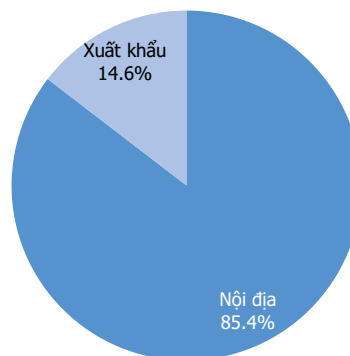
Vinamilk (VNM: HSX) là công ty sữa lớn nhất Việt Nam với 60% thị phần trong nước. Sau hơn 40 năm hoạt động, Vinamilk hiện có 250 dòng sản phẩm, tập trung chủ yếu vào sữa nước, sữa bột, sữa chua và sữa đặc.

**Hình 1. Doanh thu theo thị trường, 9T20**



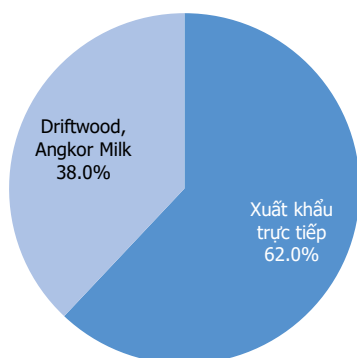
Nguồn: Vinamilk

**Hình 2. LN gộp theo thị trường, 9T20**



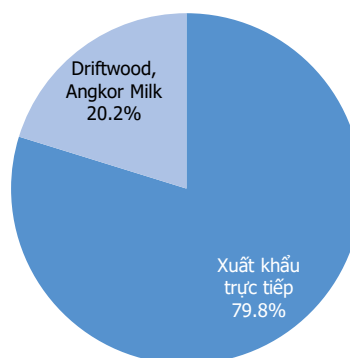
Nguồn: Vinamilk

**Hình 3. Cơ cấu doanh thu xuất khẩu, 9T20**



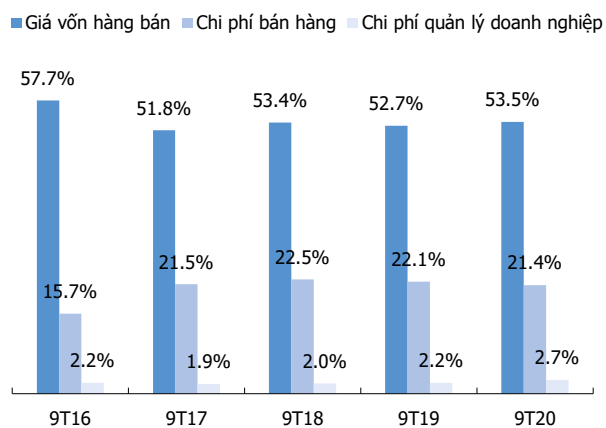
Nguồn: Vinamilk

**Hình 4. LN gộp theo nguồn xuất khẩu, 9T20**



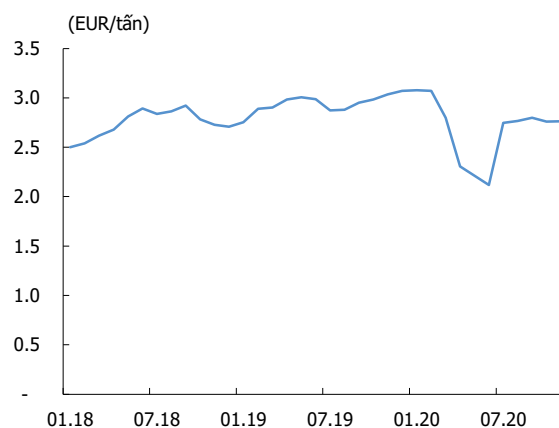
Nguồn: Vinamilk

**Hình 5. Chi phí tính theo % doanh thu**



Nguồn: Vinamilk

**Hình 6. Giá sữa bột nguyên kem (Tây Âu)**



Nguồn: CLAL

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	20,186	20,447	24,577	28,881	32,004
Tiền và tương đương tiền	11,525	10,197	15,101	17,418	20,660
Phải thu	4,640	4,725	4,493	5,202	5,213
Hàng tồn kho	4,021	5,526	4,983	6,261	6,131
Tài sản dài hạn	13,189	15,393	16,886	16,381	15,839
Tài sản cố định	12,633	14,324	15,899	15,458	14,916
Đầu tư tài chính	556	1,069	987	923	923
Khác	1,292	1,526	3,237	2,610	3,320
Tổng tài sản	34,667	37,366	44,700	47,872	51,163
Người mua trả trước	360	536	245	426	458
Doanh thu chưa thực hiện	8	7	2	7	7
Phải trả người bán	3,966	3,991	3,649	4,525	4,484
Khác	5,917	5,285	5,598	5,678	6,841
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	268	1,060	5,351	5,351	5,351
Nợ và TP dài hạn	275	216	123	123	123
Tổng nợ và phải trả	10,794	11,095	14,969	16,111	17,265
VCSH	23,375	25,781	27,504	29,424	31,451
Vốn điều lệ	14,515	17,417	17,417	20,900	20,900
Thặng dư	261	-	-	-	-
Quỹ khác	2,863	1,209	2,212	3,212	4,212
LN giữ lại	5,737	7,155	7,875	5,313	6,340
Lợi ích cổ đông thiểu số	498	490	2,227	2,337	2,447
Tổng VCSH	23,873	26,271	29,731	31,761	33,899

**Bảng lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dòng tiền hoạt động	9,602	8,140	11,410	12,834	13,759
LN ròng	10,278	10,206	10,554	11,530	11,650
Khấu hao và khấu trừ	1,300	1,627	1,948	2,600	2,700
Tăng vốn lưu động ròng	1,976	3,692	1,092	1,296	591
Dòng tiền đầu tư	(1,771)	(1,045)	(6,748)	(2,158)	(2,158)
Tài sản cố định	(2,507)	(3,613)	(1,997)	(2,158)	(2,158)
Tăng đầu tư tài chính	736	2,568	(4,751)	-	-
Dòng tiền tài chính	(7,535)	(6,535)	(3,516)	(8,359)	(8,359)
Tăng vốn chủ	(282)	(3)	127	-	-
Tăng nợ	(1,447)	724	4,194	-	-
Chi trả cổ tức	(5,806)	(7,256)	(7,836)	(8,359)	(8,359)
Dòng tiền khác	121	(1,889)	3,758	-	-
Tăng tiền mặt	416	(1,329)	4,904	2,317	3,242

**Kết quả kinh doanh**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu	51,041	52,562	56,318	59,232	63,631
Giá vốn hàng bán	26,807	27,951	29,746	31,827	35,078
Lợi nhuận gộp	24,234	24,611	26,572	27,405	28,553
Chi phí bán hàng & QLDN	12,804	13,399	14,390	14,461	15,652
LN hoạt động	11,430	11,212	12,182	12,943	12,901
Doanh thu tài chính	816	760	807	700	1,393
Thu nhập lãi	743	668	724	1,200	1,393
Chi phí tài chính	87	118	187	259	164
Chi phí lãi vay	29	51	109	159	164
LN khác	18	201	4	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	67	22	(6)	(6)	(6)
LN trước thuế	12,229	12,052	12,796	13,979	14,124
Thuế TNDN	1,951	1,846	2,241	2,449	2,474
LN sau thuế	10,278	10,206	10,554	11,530	11,650
LN ròng cho công ty mẹ	10,296	10,227	10,581	11,421	11,540
EBITDA	12,730	12,839	14,131	15,544	15,601

**Chỉ số tài chính**

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	5,296	4,413	4,565	4,919	4,970
BPS	13,424	12,339	13,162	14,081	15,051
DPS	4,167	3,750	3,333	4,000	4,000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	9.1	3.0	7.1	5.2	7.4
LN hoạt động	8.6	(1.9)	8.7	6.2	(0.3)
LN ròng	9.8	(0.7)	3.4	9.2	1.0
EPS	9.0	(16.7)	3.5	(10.2)	1.0
EBITDA	8.7	0.9	10.1	10.0	0.4
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	22.4	21.3	21.6	21.9	20.3
Biên LN ròng	20.1	19.4	18.7	19.5	18.3
Biên EBITDA	24.9	24.4	25.1	26.2	24.5
ROA	32.1	28.3	25.7	24.9	23.5
ROE	45.2	41.6	39.7	40.1	37.9
Suất sinh lợi cổ tức	3.9	3.5	3.1	3.7	3.7
Tỷ lệ chi trả cổ tức	78.7	85.0	73.0	81.3	80.5
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(10,982)	(8,921)	(9,626)	(11,944)	(15,186)
Nợ ròng/ VCSH (%)	(46.0)	(34.0)	(32.4)	(37.6)	(44.8)
Định giá (x)					
PE	20.3	24.4	23.5	21.9	21.6
PB	8.0	8.7	8.2	7.6	7.1
EV/EBITDA	16.8	16.8	15.4	13.8	13.6

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không ký vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 12/11/2020.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Các chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 12/11/2020.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Vinamilk (VNM) và là nhà cung cấp thanh khoản.

Người thực hiện: Toàn Đào

## Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.