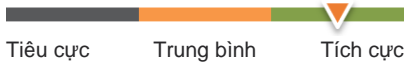


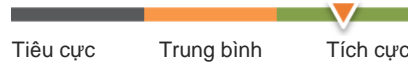
## CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM) - CẬP NHẬT

|                                    |                                   |                               |                                |                                |
|------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| <b>Giá thị trường</b><br>VND91.000 | <b>Giá mục tiêu</b><br>VND131.000 | <b>Tỷ suất cổ tức</b><br>4,8% | <b>Khuyến nghị</b><br>KHẢ QUAN | <b>Ngành</b><br>Hàng tiêu dùng |
|------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|

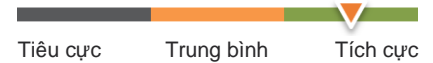
### Triển vọng ngắn hạn



### Triển vọng dài hạn



### Định giá



Ngày 01/04/2020

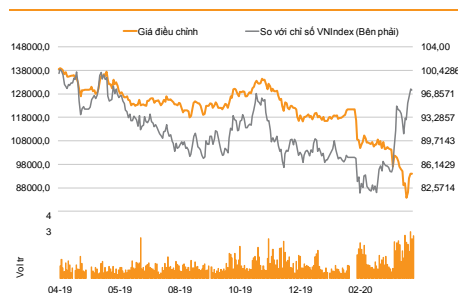
Nguyễn Tiến Đức

duc.nguyentien2@vndirect.com.vn

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Dự phóng doanh thu 2020 giảm 4,5%
- Dự phóng LN ròng 2020 giảm 2,9%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

|                          |           |
|--------------------------|-----------|
| Cao nhất 52 tuần (VND)   | 139.000   |
| Thấp nhất 52 tuần (VND)  | 83.700    |
| KLGDBQ 3 tháng (cp)      | 1.205.298 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND)  | 105.009   |
| Thị giá vốn (tỷ VND)     | 145.753   |
| SL CP đang lưu hành (tr) | 1.693     |
| Free float (%)           | 50%       |
| P/E trượt (x)            | 16,8      |
| P/B hiện tại (x)         | 5,4       |

### 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

### Hải đặng trong giông bão

**Mục tiêu tăng trưởng thận trọng cho năm 2020.** CTCP Sữa Việt Nam (VNM) đã chia sẻ lo ngại về việc đại dịch COVID-19 có thể ảnh hưởng tới KQKD năm 2020 trong cuộc họp với nhà đầu tư chiều 30/3. Đại diện của VNM đưa ra mục tiêu tăng trưởng DT 2020 không chính thức ở mức 7-8% so với cùng kỳ, tức là thấp hơn nhiều so với mục tiêu đặt ra trong BCTN 2019. Mặc dù vậy, VNM nhấn mạnh kế hoạch chính thức sẽ phụ thuộc vào tình hình dịch bệnh, và sẽ được trình và thông qua tại ĐHCĐ thường niên 2020 sắp tới. Thêm vào đó, VNM cho rằng biên LN gộp sẽ cao hơn so với dự kiến do giá sữa nguyên liệu xuống thấp trong 3 tháng đầu năm 2020.

**KQKD Quý 1/2020 đứng vững trước đại dịch.** DT sữa nước bị ảnh hưởng nhẹ từ việc chương trình sửa học đường tạm dừng do trường học đóng cửa. Tuy nhiên DT mảng sữa chua tăng, đặc biệt là sữa chua uống bổ sung lợi khuẩn tăng sức đề kháng, đã bù đắp cho sự sụt giảm từ sữa nước. VNM dự phóng KQKD Quý 1/2020 sẽ cơ bản đạt KH đề ra trước khi dịch bùng phát. Lưu ý rằng VNM đã tăng giá bán lẻ bình quân lên 2% hồi tháng 1/2020 và hiện tại không có kế hoạch tăng giá nữa.

**Điều chỉnh dự phóng.** Mặc dù KQKD Q1/2020 đi đúng hướng, chúng tôi vẫn hạ dự phóng tăng trưởng DT năm 2020/21 xuống 10,0% và 6,9% sv cùng kỳ (từ mức 15,3% và 10,0% trong dự báo trước) do quan ngại dịch COVID-19 sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng tiêu thụ sữa ở Việt Nam trong 2 năm tới. Theo đó dự phóng tăng trưởng LN ròng 2020 giảm xuống 11,8% sv cùng kỳ từ mức 15,2% trong dự báo trước.

**Duy trì đánh giá Khả Quan và hạ giá mục tiêu xuống 131.000 đồng/cp.** Chúng tôi giảm giá mục tiêu 15,8% để phản ánh (1) dự phóng tăng trưởng LN ròng 2020 giảm 3,3 điểm %, (2) phần bù rủi ro cao hơn (11,0% sv mức cũ 10,1%) và (3) hệ số P/E mục tiêu giảm do tình trạng bán tháo trên thị trường. Giá mục tiêu dựa trên mô hình DCF 10 năm (WACC 9,2%, chi phí vốn 4,1% and tăng trưởng dài hạn 3,5%) và P/E 21,6 lần áp dụng trên EPS dự phóng 2020. Chúng tôi tin rằng VNM là một trong những lựa chọn đầu tư tốt nhất ở thời điểm hiện tại nhờ mô hình kinh doanh ít bị ảnh hưởng trong đại dịch và định giá hấp dẫn.

**Rủi ro đánh giá lại:** Dịch COVID-19 chuyển biến tốt hơn dự kiến, giá sữa nguyên liệu tiếp tục hạ. Rủi ro giảm giá: Dịch bệnh chuyển biến xấu hơn so với dự kiến trong quý 2/2020.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-18A | 12-19A | 12-20E | 12-21E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ)      | 52.562 | 56.318 | 62.042 | 66.330 |
| Tăng trưởng DT thuần      | 3,0%   | 7,1%   | 10,2%  | 6,9%   |
| Biên lợi nhuận gộp        | 46,8%  | 47,2%  | 47,1%  | 47,4%  |
| Biên EBITDA               | 26,1%  | 26,4%  | 28,3%  | 28,9%  |
| LN ròng (tỷ)              | 10.184 | 10.527 | 11.766 | 12.793 |
| Tăng trưởng LN ròng       | (0,7%) | 3,4%   | 11,8%  | 8,7%   |
| EPS pha loãng             | 5.295  | 5.485  | 6.080  | 6.611  |
| BVPS                      | 15.084 | 17.070 | 17.754 | 20.599 |
| ROAE                      | 41,4%  | 38,3%  | 39,4%  | 38,9%  |

Nguồn: VND RESEARCH

**Một số điểm đáng lưu ý từ cuộc họp với nhà đầu tư chiều 30/03/2020**

**Q1/2020 tăng trưởng ổn định trong đại dịch.** Đại diện của VNM thông báo rằng doanh thu Q1/2020 không tránh khỏi bị ảnh hưởng vì đại dịch COVID-19 làm giảm tổng cầu của nền kinh tế nói chung, đặc biệt là ở 2 thành phố lớn nhất nước là Hà Nội và Hồ Chí Minh. Mặc dù vậy, tác động này là tương đối nhỏ vì (1) sữa là hàng tiêu dùng thiết yếu và (2) nhu cầu sữa chua tăng cao bù đắp cho nhu cầu sữa nước giảm (Lưu ý rằng sữa cung cấp cho chương trình sữa học đường quốc gia bị tạm ngừng do trường học trong nước tạm thời đóng cửa, bên cạnh đó sữa chua mà đặc biệt là sữa chua uống có bổ sung lợi khuẩn được tin rằng có thể củng cố hệ miễn dịch của người tiêu dùng). Kết quả là tăng trưởng doanh thu trong Q1/2020 được dự kiến là khả quan, nhưng sẽ thấp hơn so với mức 8,8% cùng kỳ năm 2019.

**Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp cải thiện, cùng với rủi ro gián đoạn kinh doanh thấp.** VNM đã chốt giá nguyên liệu sữa cho Quý 2/2020 ở mức thấp hơn so với dự kiến. Theo quan sát của chúng tôi, giá sữa nguyên kem nguyên liệu trên thế giới đã giảm 6,5% kể từ đầu năm do nhu cầu thế giới giảm dưới tác động của đại dịch. Giá nguyên liệu thấp giúp VNM có được biên lợi nhuận gộp tốt hơn và cũng cho phép VNM giữ giá bán ổn định trong những tháng còn lại của năm 2020 (Lưu ý rằng công ty đã tăng giá bán trung bình lên 2% từ tháng 1/2020, trước khi đại dịch bùng phát). Về lo ngại rủi ro gián đoạn kinh doanh liên quan tới việc New Zealand và Australia (các nhà cung cấp nguyên liệu chính của VNM) có thể dừng xuất khẩu nếu đại dịch trở nên nghiêm trọng hơn, đại diện của VNM cho rằng rủi ro này là không đáng kể và doanh nghiệp đã có những phương án dự phòng cho mọi tình huống. Ngoài ra, đàn bò của VNM đã được mở rộng lên 155.000 con từ tháng 12/2019 (đã bao gồm 25.000 con bò từ GTN Foods) và giá sữa tươi nguyên liệu được duy trì ở mức 13.000 đồng/lít. Tổng đàn bò của VNM sẽ được tăng lên 160.000 trong Quý 3 và 168.000 vào cuối năm 2020.

**Lãnh đạo DN chia sẻ mục tiêu tăng trưởng rất thận trọng.** Đại diện của VNM đưa ra mục tiêu tăng trưởng doanh thu khá thấp năm 2020 khoảng 7-8% so với cùng kỳ (đã hợp nhất GTN) vì đại dịch đã ảnh hưởng đến cả thị trường nội địa và nước ngoài của công ty, bao gồm Việt Nam, Hoa Kỳ, Trung Đông, Đông Nam Á và Trung Quốc. Mục tiêu tăng trưởng chưa chính thức này tương tự với mức tăng trưởng 7,1% so với cùng kỳ của năm 2019 nhưng lại thấp hơn nhiều so với mục tiêu 10% được đề cập trước đó trên Báo cáo thường niên 2019. Mặc dù vậy, đại diện doanh nghiệp nhấn mạnh kế hoạch chính thức sẽ phụ thuộc vào tình hình dịch bệnh và sẽ được trình tại Đại hội cổ đông thường niên năm 2020 sắp diễn ra trong tháng 4/2020.

**Sắp tung ra sản phẩm cà phê.** Đại diện VNM tiết lộ rằng một sản phẩm cà phê sắp được giới thiệu ra thị trường nhưng không cung cấp thêm bất cứ thông tin nào khác. Lưu ý rằng năm 2015 VNM đã tung ra nhãn hiệu Cafe Moment nhưng không thành công do các sai lầm trong marketing và hệ thống phân phối. Sản phẩm mới có thể được tung ra dưới dạng đồ uống dùng ngay để phù hợp với xu hướng sản phẩm cafe ở thị trường Việt Nam hiện nay.

**Thay đổi dự phóng do ảnh hưởng của đại dịch Covid 19**

**Giảm dự phóng tăng trưởng năm 2020/21.** Việt Nam đang là một trong những quốc gia kiểm soát dịch bệnh COVID-19 tốt nhất trên thế giới với 204 trường hợp mắc bệnh ở 25/63 tỉnh – thành phố sau 67 ngày kể từ ngày bệnh nhân đầu tiên được phát hiện. Chính phủ gần đây đã đưa ra biện pháp mạnh tay là lệnh “cách ly xã hội” trên toàn quốc và chúng tôi tin rằng giải pháp này sẽ giúp sớm ngăn chặn sự lây lan của virus SARS-cov-2 đồng thời hoàn toàn kiểm soát được

dịch bệnh trong nửa sau năm 2020. Do đó, theo chúng tôi đại dịch COVID-19 chỉ làm giảm nhu cầu của một bộ phận thành thị Việt Nam và sẽ không tác động mạnh lên khu vực nông thôn, nơi đóng góp 70% doanh thu nội địa của VNM (Lưu ý rằng theo khảo sát của Kantar World Panel, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ sản phẩm sữa ở khu vực nông thôn Việt Nam tăng tới 14,7% năm 2019). Tuy vậy, chúng tôi cho rằng doanh thu xuất khẩu và của các công ty con tại nước ngoài sẽ bị ảnh hưởng nặng do tình trạng đại dịch lây lan nghiêm trọng ở Hoa Kỳ, Trung Đông, Đông Nam Á và Trung Quốc. Do đó, chúng tôi hạ dự phóng tăng trưởng doanh thu năm 2020/21 xuống mức 10,2% và 6,9% so với cùng kỳ (từ mức 15,3% và 10,0% trong dự phóng trước). Kết quả là tăng trưởng lợi nhuận ròng năm 2020 được điều chỉnh về 12,0% so với cùng kỳ.

Hình 1: Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2020

| Tỷ đồng  | Dự phóng 2020 |        |        |          | Bình luận  |
|--|---------------|--------|--------|----------|--|
|  | 2019          | Cũ     | Mới    | Thay đổi |  |
| Doanh thu  | 56.318        | 64.937 | 62.042 | -4,5%    |  |
| % so với cùng kỳ                                   | 7,1%          | 15,3%  | 10,2%  | -5,1%    |  |
| <i>Nội địa</i>                                     | 47.555        | 54.780 | 53.026 | -3,2%    | Dự phóng doanh thu giảm để phản ánh tác động của đại dịch COVID-19 có thể làm giảm sức mua nội địa và thể giới |
| <i>Công ty con ở nước ngoài</i>                    | 3.588         | 3.947  | 3.582  | -9,2%    |  |
| <i>Xuất khẩu trực tiếp</i>                         | 5.175         | 6.210  | 5.434  | -12,5%   |  |
| Lợi nhuận gộp                                      | 26.572        | 30.347 | 29.203 | -3,8%    |  |
| <i>Biên LN gộp tổng hợp</i>                        | 47,2%         | 46,7%  | 47,1%  | 0,3% pts |  |
| <i>Nội địa</i>                                     | 47,2%         | 46,5%  | 46,9%  | 0,5% pts | Biên lợi nhuận gộp cải thiện do giá sữa bột nguyên liệu hạ xuống mức thấp hơn so với kỳ vọng                   |
| <i>Công ty con ở nước ngoài</i>                    | 26,2%         | 26,2%  | 26,2%  | 0,0% pts |  |
| <i>Xuất khẩu trực tiếp</i>                         | 61,8%         | 62,0%  | 62,0%  | 0,0% pts |  |
| <i>Giá sữa bột nguyên kem trung bình (USD/Tấn)</i> | 3.118         | 3.100  | 2.900  | -6,5%    |  |
| Chi phí bán hàng và QLDN                           | 14.390        | 16.323 | 15.591 | -4,5%    |  |
| % chi phí BH và QLDN/DT                            | 25,6%         | 25,1%  | 25,1%  | 0,0% pts |  |
| EBIT   | 12.182        | 14.024 | 13.612 | -2,9%    |  |
| <i>Biên EBIT</i>                                   | 21,6%         | 21,0%  | 21,9%  | 0,9% pts |  |
| Lợi nhuận khác                                     | 613           | 814    | 799    | -2%      |  |
| % so với doanh thu                                 | 1,1%          | 1,3%   | 1,3%   | 0,0% pts |  |
| LN Trước thuế                                      | 12.796        | 14.838 | 14.411 | -2,9%    |  |
| <i>Biên LN TT</i>                                  | 22,7%         | 22,8%  | 23,2%  | 0,4% pts |  |
| Chi phí thuế                                       | 2.241         | 2.671  | 2.594  | -2,9%    |  |
| <i>Thuế suất</i>                                   | 17,5%         | 18,0%  | 18,0%  | 0,0% pts |  |
| LN sau thuế  | 10.554        | 12.167 | 11.817 | -2,9%    |  |
| % so với cùng kỳ                                   | 3,5%          | 15,3%  | 12,0%  | -3,3%    |  |
| <i>Biên LN ST</i>                                  | 18,7%         | 18,7%  | 19,0%  | 0,3% pts |  |
| EPS pha loãng (VND)                                | 5.485         | 6.261  | 6.080  | -2,9%    |  |

Nguồn: VND RESEARCH

**Hình 2: Dự phóng kết quả kinh doanh của VNM cho giai đoạn 2020-22 của VnDirect**

| Tỷ đồng                      | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần              | 56.318 | 62.042 | 66.330 | 72.107 |
| % tăng trưởng so với cùng kỳ | 7,1%   | 10,2%  | 6,9%   | 9,2%   |
| Nội địa                      | 6,3%   | 11,5%  | 6,7%   | 8,2%   |
| Xuất khẩu trực tiếp          | 14,8%  | 5,0%   | 10,0%  | 15,0%  |
| Công ty con ở nước ngoài     | 8,6%   | -0,2%  | 5,3%   | 5,8%   |
| LN gộp                       | 26.572 | 29.203 | 31.441 | 34.431 |
| Biên LNG                     | 47,2%  | 47,1%  | 47,4%  | 47,8%  |
| Chi phí bán hàng và QLDN     | 14.390 | 15.591 | 16.660 | 18.102 |
| % so với doanh thu           | 25,6%  | 25,1%  | 25,1%  | 25,1%  |
| EBIT                         | 12.182 | 13.612 | 14.780 | 16.329 |
| Biên EBIT                    | 21,6%  | 21,9%  | 22,3%  | 22,6%  |
| % tăng trưởng so với cùng kỳ | 8,7%   | 11,7%  | 8,6%   | 10,5%  |
| LN ròng                      | 10.581 | 11.766 | 12.793 | 14.192 |
| Biên LN ròng                 | 18,8%  | 19,0%  | 19,3%  | 19,7%  |
| % tăng trưởng so với cùng kỳ | 3,5%   | 11,2%  | 8,7%   | 10,9%  |
| EPS pha loãng                | 5.485  | 6.080  | 6.611  | 7.333  |
| % tăng trưởng so với cùng kỳ | 3,6%   | 10,9%  | 8,7%   | 11,0%  |

Nguồn: VND RESEARCH

### Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả Quan và hạ giá mục tiêu xuống 131.000 đồng/cp

Chúng tôi cắt giảm 15,8% giá mục tiêu 2020 để phản ánh (1) dự phóng tăng trưởng lợi nhuận ròng 2020 giảm 3,3 điểm %, (2) mức độ rủi ro của thị trường cao hơn (tăng phần bù rủi ro lên 11,0% từ mức 10.1%) và (3) hạ P/E mục tiêu do tình trạng bán tháo trên thị trường. Giá mục tiêu được xác định dựa trên mô hình chiết khấu dòng tiền giai đoạn 10 năm (WACC 9,2%, chi phí vốn 4,1% và tăng trưởng dài hạn 3,5%) và P/E 21,6 lần áp dụng trên EPS pha loãng năm 2020. Chúng tôi tin rằng VNM là một trong những lựa chọn đầu tư tốt nhất tại thời điểm hiện tại nhờ định giá hấp dẫn và mô hình kinh doanh ít bị ảnh hưởng bởi đại dịch.

**Hình 3: Tóm tắt định giá – Bình quân giữa DCF 10 năm và P/E**

| Phương pháp              | Giá     | Tỷ trọng | Giá theo tỉ trọng |
|--------------------------|---------|----------|-------------------|
| FCFF                     | 130.553 | 50%      | 65.276            |
| P/E                      | 131.105 | 50%      | 65.553            |
| Giá trung bình           |         |          | 130.829           |
| <b>Giá mục tiêu 2020</b> |         |          | <b>131.000</b>    |

Nguồn: VND RESEARCH

**Chiết khấu dòng tiền (FCFF):** Phần bù rủi ro tăng lên 11,0% từ mức 10,1% để phản ánh mức rủi ro cao hơn của thị trường.

**Hình 4: Phương pháp chiết khấu dòng tiền**

|  |                |
|--|----------------|
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do trong tương lai (Tỷ đồng) | 93.046         |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền ở cuối kỳ (Tỷ đồng)             | 124.806        |
| Giá trị doanh nghiệp (Tỷ đồng)                                 | 217.852        |
| - Nợ ròng + Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn                        | 9.626          |
| Giá trị vốn đầu tư (Tỷ đồng)                                   | 227.478        |
| Số cổ phiếu lưu hành trong kỳ (Triệu cổ phiếu)                 | 1.742          |
| <b>Giá trị vốn trên mỗi cổ phiếu (Đồng)</b>                    | <b>130.553</b> |
| WACC   | 9,4%           |
| Chi phí vốn  | 4,1%           |
| Tăng trưởng dài hạn  | 3,5%           |

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 5: Mô hình chiết khấu dòng tiền (giai đoạn 10 năm)

|                                       | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                                       | 1       | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      |
| EBIT                                  | 13.612  | 14.780  | 16.329  | 17.304  | 18.316  | 19.381  | 20.501  | 21.684  | 22.931  | 24.239  |
| Khấu hao Khấu hao                     | 2.962   | 3.362   | 3.776   | 4.226   | 4.685   | 5.175   | 5.696   | 6.154   | 6.554   | 6.991   |
| Đầu tư T:Đầu tư tài sản cố định       | (4.192) | (3.762) | (4.450) | (4.472) | (4.785) | (5.120) | (5.479) | (4.312) | (4.614) | (4.937) |
| Thay đổi vốn lưu động                 | 91      | 32      | (50)    | 299     | (112)   | 109     | (149)   | 516     | (134)   | (156)   |
| Dòng tiền tự do                       | 12.473  | 14.412  | 15.606  | 17.356  | 18.103  | 19.544  | 20.569  | 24.041  | 24.737  | 26.138  |
| Chi phí thuế                          | (2.594) | (2.825) | (3.137) | (3.345) | (3.561) | (3.737) | (3.955) | (4.186) | (4.433) | (4.689) |
| Dòng tiền tự do về doanh nghiệp       | 9.879   | 11.587  | 12.468  | 14.011  | 14.542  | 15.807  | 16.614  | 19.856  | 20.305  | 21.448  |
| Giá trị dòng tiền tại năm cuối        |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 305.194 |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do  | 9.034   | 9.690   | 9.535   | 9.798   | 9.299   | 9.244   | 8.885   | 9.710   | 9.080   | 8.771   |
| Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 116.254 |

Nguồn: VND RESEARCH

**Phương pháp so sánh:** Hệ số P/E mục tiêu được chiết khấu 5% so với mức trung bình của các nhà sản xuất sữa trong khu vực để phản ánh độ rủi ro cao hơn của thị trường Việt Nam trong đại dịch COVID-19

Hình 6: Định giá theo phương pháp so sánh (P/E)

|   |                |
|---|----------------|
| <b>LN ròng của cổ đông công ty mẹ dự phóng 2020 (Tỷ đồng)</b> | <b>10.589</b>  |
| Số cổ phiếu lưu hành trong kỳ (Triệu CP)                      | 1.742          |
| EPS pha loãng dự phóng 2020 (VND)                             | 6.080          |
| P/E trung bình của các nhà SX sữa trong khu vực (lần)         | 22,7           |
| Mức chiết khấu do niềm tin yếu của thị trường CK trong nước   | -5%            |
| Hệ số P/E mục tiêu  | 21,6           |
| <b>Định giá 2020</b>  | <b>131.105</b> |

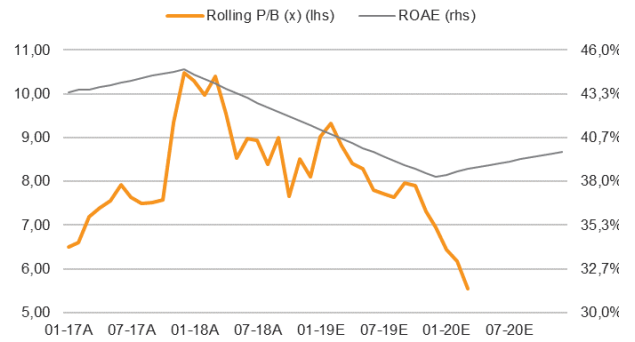
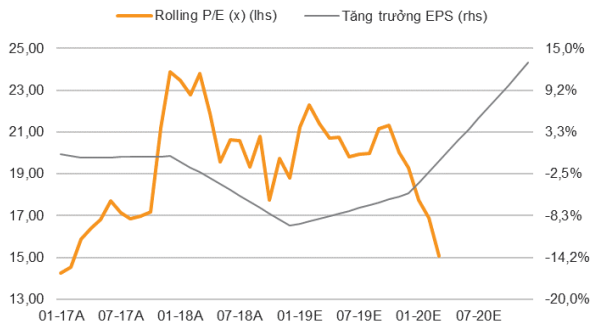
Nguồn: VND RESEARCH

Hình 7: So sánh doanh nghiệp (dữ liệu tại ngày 27/03/2020)

| Các nhà SX sữa           | Bloomberg code | Khuyến nghị | Giá mục tiêu (VND) | Vốn hóa (Triệu USD) | TT EPS (%)   |              | P/E (x)     |             | P/B (x)    |            | ROE (%)      |              | ROA (%)      |              | D/E(x)     |
|--------------------------|----------------|-------------|--------------------|---------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
|                          |                |             |                    |                     | TTM          | 2020F        | TTM         | 2020F       | TTM        | 2020F      | TTM          | 2020F        | TTM          | 2020F        |            |
| Inner Mongolia Yili      | 600887 CH      | KKN         | N/a                | 25.935              | 19,2%        | 8,5%         | 24,7        | 23,7        | 6,9        | 5,4        | 27,7%        | 23,2%        | 14,3%        | 13,3%        | 0,2        |
| China Mengniu Dairy      | 2319 HK        | KKN         | N/a                | 13.297              | 32,8%        | -4,3%        | 26,2        | 23,3        | 3,5        | 3,3        | 14,2%        | 14,6%        | 5,2%         | 6,3%         | 0,4        |
| Meiji Holdings           | 2269 JP        | KKN         | N/a                | 9.535               | -12,7%       | 8,6%         | 19,2        | 15,7        | 1,8        | 1,8        | 9,7%         | 12,2%        | 5,9%         | 6,5%         | 0,2        |
| Yakult Honsha Co         | 2267 JP        | KKN         | N/a                | 9.343               | 15,9%        | 7,7%         | 26,7        | 23,1        | 2,6        | 2,2        | 9,9%         | 10,1%        | 5,7%         | 6,8%         | 0,3        |
| Bright Dairy             | 600597 CH      | KKN         | N/a                | 1.898               | 20,0%        | 12,0%        | 27,9        | 26,5        | 2,5        | 2,5        | 7,2%         | 9,1%         | 2,2%         | 3,9%         | 0,7        |
| Morinaga Milk Industries | 2264 JP        | KKN         | N/a                | 1.589               | 18,9%        | 41,9%        | 11,5        | 10,5        | 1,0        | 1,1        | 8,8%         | 11,2%        | 3,4%         | 5,3%         | 0,6        |
| <b>Trung bình</b>        |                |             |                    | <b>10.266</b>       | <b>15,7%</b> | <b>12,4%</b> | <b>22,7</b> | <b>20,5</b> | <b>3,1</b> | <b>2,7</b> | <b>12,9%</b> | <b>13,4%</b> | <b>6,1%</b>  | <b>7,0%</b>  | <b>0,4</b> |
| <b>Trung vị</b>          |                |             |                    | <b>9.439</b>        | <b>19,1%</b> | <b>8,5%</b>  | <b>25,5</b> | <b>23,2</b> | <b>2,6</b> | <b>2,3</b> | <b>9,8%</b>  | <b>11,7%</b> | <b>5,5%</b>  | <b>6,4%</b>  | <b>0,4</b> |
| <b>CTCP Sữa Việt Nam</b> | <b>VNM VN</b>  | <b>KQ</b>   | <b>131.000</b>     | <b>6.713</b>        | <b>3,6%</b>  | <b>12,1%</b> | <b>16,8</b> | <b>21,3</b> | <b>5,4</b> | <b>7,3</b> | <b>35,5%</b> | <b>38,5%</b> | <b>25,8%</b> | <b>24,6%</b> | <b>0,2</b> |

Nguồn: VND RESEARCH, Bloomberg

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKDK**

| (tỷ VND)                              | 12-19A         | 12-20E         | 12-21E         |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Doanh thu thuần                       | 56.318         | 62.042         | 66.330         |
| Giá vốn hàng bán                      | (29.746)       | (32.840)       | (34.889)       |
| Chi phí quản lý DN                    | (1.396)        | (1.634)        | (1.750)        |
| Chi phí bán hàng                      | (12.993)       | (13.957)       | (14.911)       |
| <b>LN hoạt động thuần</b>             | <b>12.182</b>  | <b>13.612</b>  | <b>14.780</b>  |
| EBITDA thuần                          | 14.131         | 16.574         | 18.142         |
| <b>Chi phí khấu hao</b>               | <b>(1.948)</b> | <b>(2.962)</b> | <b>(3.362)</b> |
| <b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>12.182</b>  | <b>13.612</b>  | <b>14.780</b>  |
| Thu nhập lãi                          | 807            | 1.052          | 1.091          |
| Chi phí tài chính                     | (187)          | (277)          | (202)          |
| Thu nhập ròng khác                    | (1)            | (2)            | (2)            |
| TN từ các Cty LK & LD                 | (6)            | 25             | 27             |
| <b>LN trước thuế</b>                  | <b>12.796</b>  | <b>14.411</b>  | <b>15.694</b>  |
| Thuế                                  | (2.241)        | (2.594)        | (2.825)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số              | (27)           | (51)           | (76)           |
| <b>LN ròng</b>                        | <b>10.527</b>  | <b>11.766</b>  | <b>12.793</b>  |
| Thu nhập trên vốn                     | 10.527         | 11.766         | 12.793         |
| Cổ tức phổ thông                      | (7.838)        | (7.838)        | (7.838)        |
| <b>LN giữ lại</b>                     | <b>2.690</b>   | <b>3.928</b>   | <b>4.956</b>   |

**Bảng cân đối kế toán**

| (tỷ VND)                         | 12-19A        | 12-20E        | 12-21E        |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương tiền         | 2.665         | 3.445         | 3.920         |
| Đầu tư ngắn hạn                  | 12.436        | 12.408        | 13.266        |
| Các khoản phải thu ngắn hạn      | 4.442         | 5.455         | 5.832         |
| Hàng tồn kho                     | 4.983         | 6.329         | 6.689         |
| Các tài sản ngắn hạn khác        | 134           | 234           | 250           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>     | <b>24.660</b> | <b>27.871</b> | <b>29.957</b> |
| Tài sản cố định                  | 15.837        | 15.964        | 16.324        |
| Tổng đầu tư                      | 1.100         | 897           | 1.196         |
| Tài sản dài hạn khác             | 3.133         | 3.134         | 2.950         |
| <b>Tổng tài sản</b>              | <b>44.731</b> | <b>47.866</b> | <b>50.428</b> |
| Vay & nợ ngắn hạn                | 5.351         | 3.785         | 1.400         |
| Phải trả người bán               | 3.648         | 4.019         | 4.297         |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 5.443         | 7.522         | 8.013         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | <b>14.443</b> | <b>15.326</b> | <b>13.710</b> |
| Vay & nợ dài hạn                 | 123           | 91            | 29            |
| Các khoản phải trả khác          | 434           | 1.527         | 811           |
| Vốn điều lệ và                   | 17.417        | 17.417        | 17.417        |
| LN giữ lại                       | 7.875         | 10.627        | 14.304        |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>            | <b>29.240</b> | <b>30.432</b> | <b>35.387</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 491           | 490           | 490           |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b> | <b>44.731</b> | <b>47.866</b> | <b>50.428</b> |

**Báo cáo LCTT**

| (tỷ VND)                        | 12-19A         | 12-20E         | 12-21E          |
|---------------------------------|----------------|----------------|-----------------|
| <b>LN trước thuế</b>            | <b>12.796</b>  | <b>14.411</b>  | <b>15.694</b>   |
| Khấu hao                        | 2.016          | 3.177          | 3.600           |
| Thuế đã nộp                     | (2.034)        | (2.594)        | (2.825)         |
| Các khoản điều chỉnh khác       | (556)          | (742)          | (833)           |
| <b>Thay đổi VLĐ</b>             | <b>(808)</b>   | <b>91</b>      | <b>32</b>       |
| <b>LC tiền thuần HKDK</b>       | <b>11.414</b>  | <b>14.342</b>  | <b>15.669</b>   |
| Đầu tư TSCĐ                     | (2.158)        | (4.192)        | (3.762)         |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ      | 114            | 59             | 73              |
| Các khoản khác                  | (5.370)        | 230            | (1.156)         |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác   | 666            | (224)          | (64)            |
| <b>LC tiền từ HĐĐT</b>          | <b>(6.748)</b> | <b>(4.127)</b> | <b>(4.909)</b>  |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH     | 128            | 0              | 0               |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ     | (1)            | 1              | 0               |
| Tiền vay ròng nhận được         | 4.194          | (1.598)        | (2.447)         |
| Dòng tiền từ HĐTC khác          | (8)            | 0              | 0               |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH       | (7.836)        | (7.838)        | (7.838)         |
| <b>LC tiền thuần HĐTC</b>       | <b>(3.524)</b> | <b>(9.435)</b> | <b>(10.285)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì  | 1.523          | 2.665          | 3.445           |
| <b>LC tiền thuần trong năm</b>  | <b>1.143</b>   | <b>780</b>     | <b>475</b>      |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 2.665          | 3.445          | 3.920           |

**Các chỉ số cơ bản**

|                                 | 12-19A | 12-20E | 12-21E |
|---------------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Dupont</b>                   |        |        |        |
| Biên LN ròng                    | 18,7%  | 19,0%  | 19,3%  |
| Vòng quay TS                    | 1,37   | 1,34   | 1,35   |
| ROAA                            | 25,6%  | 25,4%  | 26,0%  |
| Đòn bẩy tài chính               | 1,49   | 1,55   | 1,49   |
| ROAE                            | 38,3%  | 39,4%  | 38,9%  |
| <b>Hiệu quả</b>                 |        |        |        |
| Số ngày phải thu                | 22,5   | 23,5   | 23,5   |
| Số ngày nắm giữ HTK             | 61,1   | 70,5   | 70,0   |
| Số ngày phải trả tiền bán       | 44,8   | 44,8   | 45,0   |
| Vòng quay TSCĐ                  | 3,75   | 3,90   | 4,11   |
| ROIC                            | 29,9%  | 33,8%  | 34,3%  |
| <b>Thanh khoản</b>              |        |        |        |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn    | 1,7    | 1,8    | 2,2    |
| Khả năng thanh toán nhanh       | 1,4    | 1,4    | 1,7    |
| Khả năng thanh toán tiền mặt    | 1,0    | 1,0    | 1,3    |
| Vòng quay tiền                  | 38,9   | 49,3   | 48,5   |
| <b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b> |        |        |        |
| Tăng trưởng DT thuần            | 7,1%   | 10,2%  | 6,9%   |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD          | 8,7%   | 11,7%  | 8,6%   |
| Tăng trưởng LN ròng             | 3,4%   | 11,8%  | 8,7%   |
| Tăng trưởng EPS                 | 3,4%   | 11,8%  | 8,7%   |

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](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Tiến Đức – Chuyên viên Phân tích

Email: [duc.nguyentien2@vndirect.com.vn](mailto:duc.nguyentien2@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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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