COMPANY REPORT

KB Securities VIETNAM

Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM)

Định giá hiện tại ở mức hấp dẫn với triển vọng dài hạn tích cực.

Chuyên viên phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ
Lương Ngọc Tuấn Dũng
dunglnt@kbsec.com.vn

20/09/2021

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lũy kế 6T/2021 giảm YoY.

Lũy kế 6T/2021, doanh thu thuần đạt 28,906 tỷ VNĐ (giảm 2.5% YoY) – đạt 46.6% kế hoạch năm. LNST hợp nhất đạt 5,459 tỷ VNĐ (giảm 6.8% YoY) – đạt 48.6% kế hoạch năm.

Biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu đầu vào.

Trong Q2/2021, BLNG hợp nhất ở mức 43.6%, đi ngang so với Q1/2021 tuy nhiên, lũy kế 6T2021 giảm 2.8 điểm % YoY nguyên nhân đến từ giá nguyên liệu đầu vào (sữa bột nguyên kem) tăng mạnh từ tháng 3/2021 (tăng 20% so với bình quân năm 2020).

Định giá hiện tại ở mức hấp dẫn. Hồi phục, tăng trưởng phụ thuộc lớn vào tình hình dịch bệnh.

Hiện tại cổ phiếu VNM đang được giao dịch với mức P/E khoảng 18x lần, thấp hơn mức 22x lần trung bình giai đoạn 5 năm gần đây. Làn sóng Covid – 19 lần thứ 4 đi kèm với giãn cách xã hội tại các thành phố lớn đã ảnh hưởng tới sức mua của người tiêu dùng trong Q2/2021.

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 102,200 VND/cp.

Chúng tôi dự báo trong năm 2021, cả doanh thu và LNST của VNM sẽ không có mức tăng trưởng đột phá. Cụ thể, doanh thu ở mức 60,012 tỷ VND (tăng 0.6% YoY) và LNST đạt 10,838 tỷ VND (giảm 3.5% YoY). DTT và LNST dự báo cho năm 2022 lần lượt là 62,509 tỷ VND (tăng 4.16% YoY) và 11,779 tỷ VND (tăng 9.9% YoY). Dựa vào triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu VNM, mức giá mục tiêu 102,200 VND/cp, cao hơn 18% mức giá đóng cửa ngày 17/09/2021.

MUA

Giá mục tiêu	102,200 VND
Tăng/giảm (%)	18%
Giá hiện tại (17/09/2021)	86,500
Giá mục tiêu đồng thuận	108,756
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ triệu USD)	181,408/7,971

Dữ liệu giao dịch

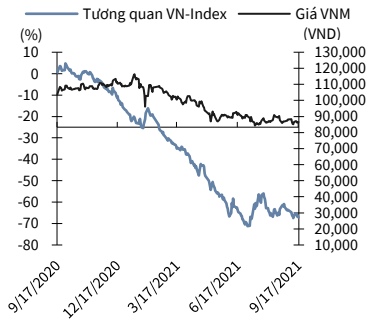
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	34%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	312/13.6
Sở hữu nước ngoài	26.74%
Cổ đông lớn	SCIC (36%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.1%	-4.9%	-13.9%	-16.6%
Tương đối	-0.8%	-0.5%	14%	51.3%

Dự phóng KQKD & định giá

FY – end	2019A	2020A	2021E	2022E
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	56,318	59,636	60,012	62,509
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	12,797	13,539	12,888	14,175
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	10,554	11,236	10,838	11,916
EPS (nghìn VNĐ)	5,478	4,770	4,599	5,062
Tăng trưởng EPS (%)	3%	-13%	-3%	10%
P/E (x)	21	22	18	17
P/B (x)	6.8	6.8	5.1	4.6
ROE (%)	38%	38%	34%	34%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	5.21%	4.75%	4%	4%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Hệ thống trang trại nuôi bò, nhà máy sản xuất trải khắp từ Bắc tới Nam.

Tính tới thời điểm 12/2020, theo báo cáo thường niên, Vinamilk có tổng cộng 13 trang trại nuôi bò sữa với tổng đàn quản lý trực tiếp khoảng 32,000 con. Ngoài ra, Vinamilk cũng thu mua sữa tươi nguyên liệu với từ các hộ nông dân trong nước với hiện tại khoảng 100,000 con, nâng tổng số lượng bò sữa khai thác tương đương 132,000 con.

Bảng 1. Tổng hợp các trang trại và số lượng bò quản lý

	Trang trại	Năm thành lập	Số lượng (con)
1	Trang trại Tuyên Quang	2007	2,000
2	Trang trại Bình Định	2008	2,000
3	Trang trại Nghệ An	2009	2,600
4	Trang trại Thanh Hoá	2010	1,600
5	Trang trại Vinamilk Đà Lạt	2012	1,600
6	Trang trại Tây Ninh	2013	8,000
7	Trang trại Như Thanh	2016	2,000
8	Trang trại Hà Tĩnh	2016	2,000
9	Trang trại Organic Đà Lạt	2017	1,000
10	Trang trại bò sữa Thống Nhất Thanh Hoá 1	2018	4,000
11	Trang trại bò sữa Organic Xiêng Khoảng, Lào	2019	24,000 (đang xây dựng)
12	Trang trại bò sữa Vinamilk Organic Di Linh	2019	700
13	Trang trại bò sữa Thống Nhất Thanh Hoá 2	2019	4,000
14	Trang trại bò sữa Quảng Ngãi	2020	4,000

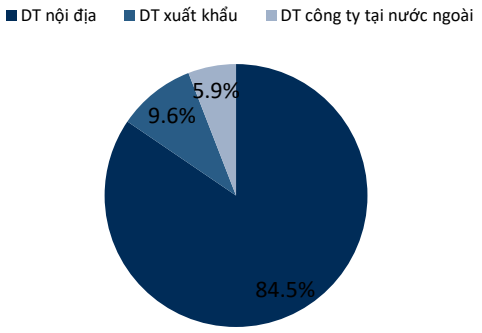
Nguồn: VNM, KBSV

Cùng với 13 trang trại nuôi bò trên cả nước là 13 nhà máy sản xuất sữa với tổng công suất 5,1 triệu lít sữa nước mỗi ngày, đáp ứng nhu cầu thị trường nội địa cũng như xuất khẩu với đa dạng các mặt hàng (hơn 250 loại sản phẩm). Đi kèm hệ thống nhà máy sản xuất là mạng lưới phân phối rộng lớn với 200 nhà phân phối, tổng số điểm bán lẻ 240,000 (kênh truyền thống) và 7,800 (kênh hiện đại).

Cơ cấu doanh thu tập trung chủ yếu vào thị trường nội địa, song vẫn tìm kiếm cơ hội tại nước ngoài.

Năm 2016, Vinamilk chính thức khánh thành nhà máy Angkormilk – nhà máy sữa đầu tiên và duy nhất tại Campuchia. Ngoài ra, Vinamilk cũng sở hữu Driftwood – nhà sản xuất sữa có truyền thống lâu đời ở khu vực Nam California, đặc biệt trong lĩnh vực sữa học đường. Mới đây nhất, Vinamilk cũng liên doanh với Del Monte Philippines Inc. (DMPI) – công ty con của Del Monte Pacific Limited, là một doanh nghiệp thực phẩm hàng và đồ uống hàng đầu tại Philippines. Như vậy, có thể thấy rằng Vinamilk vẫn rất chú trọng vào việc tìm kiếm các cơ hội phát triển kinh doanh ở các thị trường nước ngoài.

Biểu đồ 1. Cơ cấu doanh thu Vinamilk (1H2021)

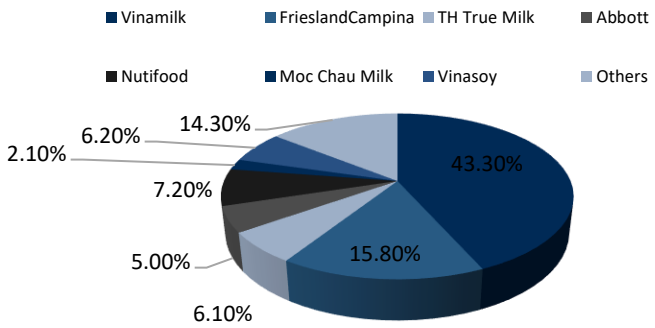


Nguồn: VNM, KBSV ước tính

Vinamilk vẫn giữ vững được thị phần lớn nhất tại Việt Nam.

Theo Euromonitor, năm 2020, Vinamilk dẫn đầu về thị phần toàn ngành chiếm 43.3% (chưa bao gồm Sữa Mộc Châu) với mạng lưới phân phối mạnh phủ khắp 64 tỉnh thành tại Việt Nam. Đặc biệt, ở một số phân khúc Vinamilk chiếm thị phần ở mức rất lớn như sữa đặc (chiếm khoảng 80%).

Biểu đồ 2. Thị phần ngành sữa tại Việt Nam 2020

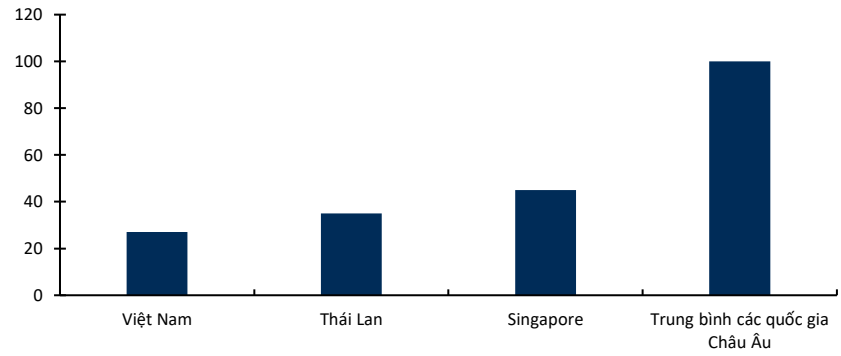


Nguồn: Euromonitor, KBSV

Mức tiêu thụ sữa tại Việt Nam vẫn đang thấp hơn so với các quốc gia lân cận.

Hiện tại, nhu cầu tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa tại Việt Nam chỉ ở mức trung bình so với các quốc gia trong khu vực. Bình quân đầu người, sản lượng đạt 26-28 lít/người/năm (thấp hơn xấp xỉ 4 lần so với bình quân trên thế giới và thấp hơn 40% so với các quốc gia khác trong khu vực như Thái Lan hay Singapore). Điều này cho thấy mức tiêu thụ sữa tại Việt Nam vẫn còn tiềm năng tăng trưởng tốt trong tương lai. Theo báo cáo của Kantar Worldpanel, nhu cầu tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa tại Việt Nam đang có những chuyển biến tích cực do cơ cấu dân số trẻ, thu nhập trung bình tăng. Dự báo doanh thu sữa và các sản phẩm từ sữa sẽ duy trì mức 7%-8%/năm giai đoạn 2020 – 2025.

Biểu đồ 3. Tiêu thụ sữa bình quân đầu người 2020 (lít/người/năm)



Nguồn: KBSV tổng hợp

Ảnh hưởng tiêu cực từ đại dịch, đi kèm là xu hướng mới cho các sản phẩm nguồn gốc thiên nhiên.

Đối với ngành sữa, các biện pháp giãn cách xã hội phần nào đã có ảnh hưởng tiêu cực khi làm giảm nhu cầu tiêu dùng tại chỗ (on-premise) khi mà nhiều cơ sở du lịch, ăn uống hay trường học phải đóng cửa. Trong khi đó, mức tiêu dùng tại nhà (off-premise) chưa đủ để bù đắp cho sự sụt giảm phía trên. Đặc biệt, cầu tiêu thụ sữa cũng bị ảnh hưởng nặng nề khi cả nước có 32.1 triệu người bị ảnh hưởng tiêu cực dịch bệnh, cùng với đó là sụt giảm mức thu nhập bình quân của người lao động (giảm 2.3%).

Về các loại sản phẩm, khi người tiêu dùng ngày càng nhận thức và quan tâm hơn tới những lợi ích cho sức khoẻ thì các sản phẩm có nguồn gốc từ thiên nhiên, hỗ trợ hệ tiêu hoá như sữa tươi 100% Organic, sữa chua,… có tốc độ tăng trưởng tốt hơn các mặt hàng khác. Ngoài ra, cũng phải kể tới xu hướng mới từ các sản phẩm sữa có nguồn gốc thực vật (plant-based milk) như ngũ cốc, các loại hạt (đậu, hạnh nhân, óc chó...) đang thịnh hành trên toàn cầu. Theo Bloomberg Intelligence, thị trường các sản phẩm sữa thực vật trên toàn cầu có thể đạt 62 tỷ USD vào 2030 (qua đó chiếm 10% thị trường sữa nói chung, so với 4.5% trong 2020).

Đối với các sản phẩm sữa thực vật (plant-based milk), có hai yếu tố chính làm động lực tăng trưởng của loại sữa này trong tương lai. Thứ nhất, tăng trưởng bền vững, tác động ít tới môi trường hơn sản xuất các sản phẩm sữa bò (về đất sử dụng, lượng nước sử dụng và khí thải nhà kính). Thứ hai, gần 75% dân số trên toàn cầu không dung nạp được lactose, khiến việc tiêu hoá các sản phẩm từ sữa bò trở nên khó khăn hơn – điều này làm gia tăng sự thịnh hành của các sản phẩm không lactose cũng như sản phẩm sữa nguồn gốc thực vật. Triệu chứng khó dung nạp lactose này xuất hiện nhiều hơn ở người gốc Á, Phi và thổ dân Mỹ so với gốc Mỹ La-tinh hay người da trắng. Điều này cũng lý giải việc các sản phẩm thay thế sữa có doanh thu ở Châu Á cao.

Nhiều thách thức cũng như cơ hội khi hiệp định EVFTA có hiệu lực.

Trong một phần của hiệp định EVFTA (hiệu lực kể từ tháng 8/2020), Việt Nam sẽ giảm thuế nhập khẩu các sản phẩm từ Châu Âu về 3.5% - 0% so với 5% - 15% trước đó. Việc này khiến cho các sản phẩm nhập khẩu từ Châu Âu được hưởng lợi, qua đó tạo nhiều thách thức hơn đối với doanh nghiệp sản xuất sữa nội. Mặt khác, một số doanh nghiệp nội nhập khẩu nguyên vật liệu từ Châu Âu có thể sẽ cải thiện được biên lợi nhuận trong thời gian tới.

Ngành sữa tiếp tục có các thương vụ hợp nhất giữa các doanh nghiệp nội.

Giai đoạn 2019 – 2020, ngành sữa chứng kiến 2 thương vụ mua bán sáp nhập quy mô lớn khi Sữa Mộc Châu (MCM) trở thành thành viên của Vinamilk và Sữa Quốc Tế (IDP) được CTCP Blue Point thâu tóm. Quá trình hợp nhất này giúp cho các công ty con tận dụng được lợi thế về công nghệ cũng như kinh nghiệm quản trị, mạng lưới phân phối mạnh của các công ty lớn nhằm tăng hiệu quả hoạt động trong tương lai.

Kết quả kinh doanh 1H/2021

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lũy kế 6T/2021 giảm YoY.

Lũy kế 6T/2021, doanh thu thuần đạt 28,906 tỷ VNĐ (giảm 2.5% YoY) – đạt 46.6% kế hoạch năm. LNST hợp nhất đạt 5,459 tỷ VNĐ (giảm 6.8% YoY) – đạt 48.6% kết hoạch năm.

Kết thúc Q2/2021, VNM ghi nhận mức doanh thu thuần theo quý cao nhất từ trước tới nay, 15,716 tỷ VNĐ (tăng 1.4% YoY và 19.2% QoQ). Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế của Q2/2021 ở mức 2,862 tỷ VNĐ (giảm 7.2% YoY). Theo VNM, trong Q2/2021 doanh thu từ kinh doanh nội địa ở mức 13,251 tỷ VNĐ (giảm khoảng 0.8% YoY) do làn sóng thứ 4 của dịch bệnh Covid-19 kéo dài và vẫn chưa có dấu hiệu suy giảm trong thời gian vừa qua đã ảnh hưởng tiêu cực tới thu nhập, sức mua của khách hàng.

Trong khi đó, mảng xuất khẩu ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong Q2/2021, doanh thu thuần tăng 17.2% YoY với thị trường Trung Đông tiếp tục đóng vai trò cốt lõi của hoạt động xuất khẩu. Ngoài ra, trong tháng 6 công ty cũng nhận thêm được lượng lớn các đơn đặt hàng đến từ các đối tác tại thị trường như Mỹ, Đài Loan và Trung Quốc. Doanh thu đến từ các chi nhánh tại nước ngoài đạt mức tăng trưởng 12.8% YoY - đạt 858 tỷ VNĐ với động lực tăng trưởng chính đến từ sự phục hồi của Driftwood khi các trường học tại Mỹ đã mở cửa trở lại sau thời kì dịch bệnh.

Biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu đầu vào.

Trong Q2/2021, BLNG hợp nhất ở mức 43.6%, đi ngang so với Q1/2021 tuy nhiên, lũy kế 6T2021 giảm 2.8 điểm % YoY (biểu đồ 1) với nguyên nhân chính đến từ sự gia tăng của chi phí nguyên vật liệu đầu vào như bột sữa nguyên kem (tăng 24% YTD) do nhu cầu lớn nhập khẩu lớn đến chủ yếu từ Trung Quốc trong khi sản lượng sản xuất chính (chủ yếu tại châu Đại Dương) lại giảm (biểu đồ 4).

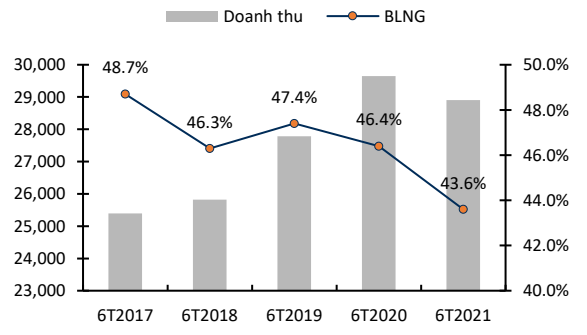
Giảm chi phí bán hàng và quản lý nhằm bảo vệ lợi nhuận.

Chi phí bán hàng và quản lý giảm 4.8% YoY, chiếm 22.7% tổng doanh thu trong Q2/2021. Lũy kế 6T/2021, chi phí này giảm 8.7% YoY và chiếm 22.5% - giảm từ mức 24%. Tỷ lệ này giảm xuống là do công ty kiểm soát các chi phí bán hàng và khuyến mãi nhằm bảo vệ lợi nhuận khi phải chịu áp lực từ giá nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh.

Biên LNST giảm nhẹ do tác động từ việc tăng chi phí QLBH và thuế TNDN.

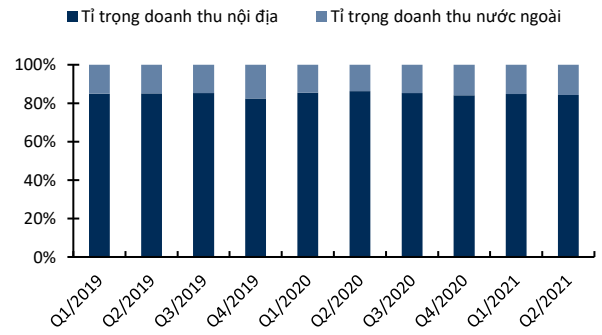
LNST của Q2/2021 đạt 2,862 tỷ đồng (biểu đồ 3), giảm 7.2% YoY. Biên LNST hợp nhất ở mức 18,2%, mức sụt giảm này chủ yếu đến từ việc VNM đã tăng chi phí quản lý, bán hàng trong quý 2 cho hoạt động marketing.

Biểu đồ 1. Doanh thu và BLNG của Vinamilk



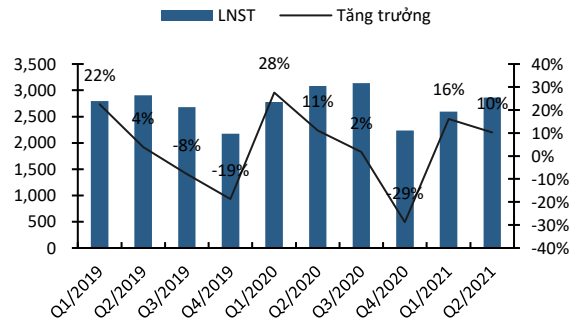
Nguồn: VNM, KBSV

Biểu đồ 2. Tỉ trọng doanh thu Vinamilk



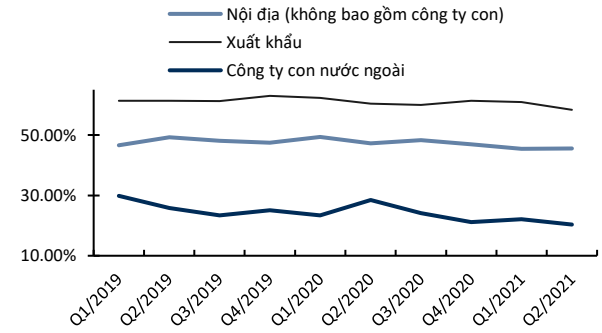
Nguồn: VNM, KBSV

Biểu đồ 3. LNST và tăng trưởng theo quý



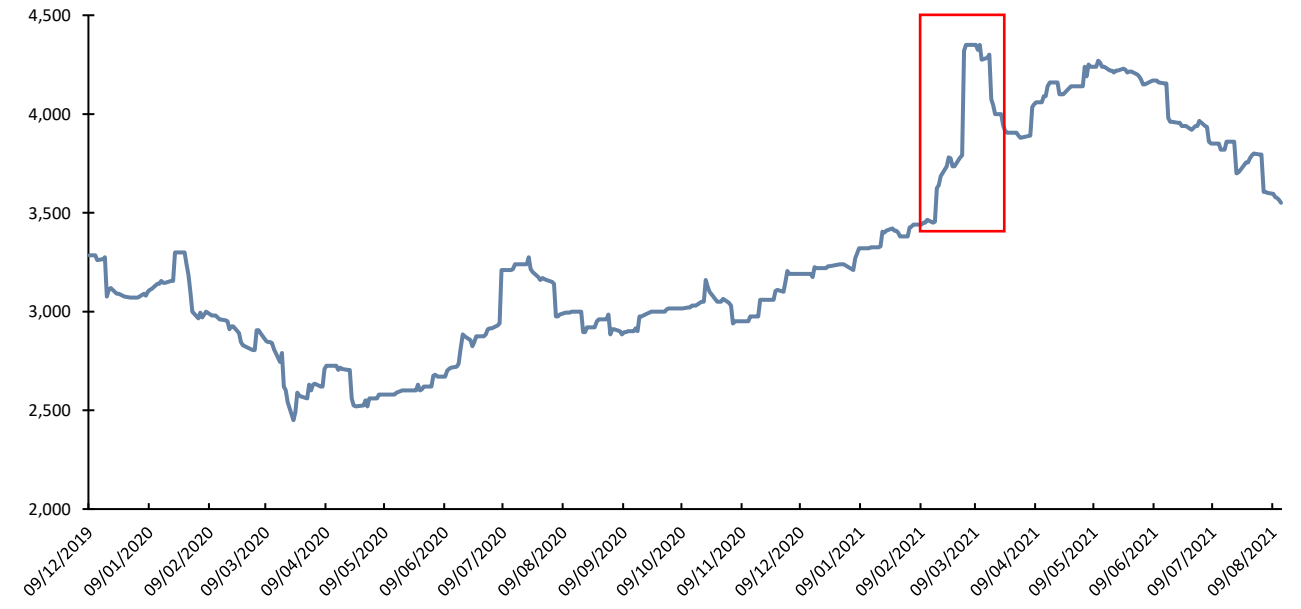
Nguồn: VNM, KBSV

Biểu đồ 4. BLNG qua các quý



Nguồn: VNM, KBSV ước tính

Biểu đồ 5. Diễn biến giá nguyên liệu (Sữa bột nguyên kem –USD/MT)



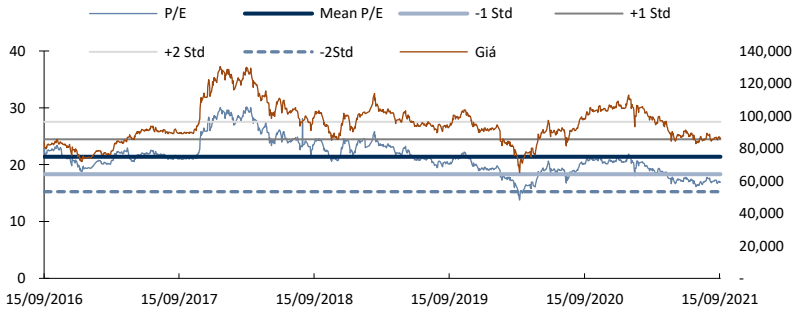
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Luận điểm đầu tư

Định giá hiện tại ở mức hấp dẫn.

Hiện tại, cổ phiếu VNM đang được giao dịch với mức định giá khoảng 18x lần cho giai đoạn 2021-2022. Trong quá khứ, với giai đoạn 5 năm gần đây, mức P/E trung bình của VNM là 22x lần.

Biểu đồ 6. P/E của VNM qua các năm



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Vị thế của doanh nghiệp đầu ngành sữa Việt Nam với thị phần lớn và các hoạt động M&A. MCM sẽ là động lực cho tăng trưởng trong tương lai.

VNM luôn giữ vững vị trí đầu về thị phần ngành sữa, ước tính tới cuối 2020 thị phần của VNM chiếm khoảng 45% (đã bao gồm MCM). Với lợi thế thương hiệu lớn, mạng lưới phân phối rộng khắp (13 nhà máy ở nhiều tỉnh thành trên toàn quốc) cùng đội ngũ lãnh đạo có nhiều năm kinh nghiệm trong ngành, chúng tôi cho rằng cổ phiếu VNM vẫn rất hấp dẫn trong dài hạn. Tận dụng những lợi thế kể trên:

- DTT của CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu (MCM) đạt 1,411 tỷ đồng lũy kế 6T/2021 (tăng 3.2% YoY) nhờ sử dụng tốt đòn bẩy và kênh phân phối của Vinamilk.

- BLNG của MCM được cải thiện tích cực đạt 30.3% (tăng từ 28.9% svck 2020) nhờ tận dụng được các nguồn lực từ Vinamilk. Chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng của MCM còn rất lớn khi các sản phẩm chỉ đang tập trung ở khu vực phía Bắc. Ngoài ra, phía công ty cho biết Vinamilk cũng rất tích cực tìm kiếm các đối tác nhằm thực hiện M&A, qua đó giúp VNM gia tăng thị phần trên thị trường.

Bảng 1. Tóm tắt KQKD của CTCP Giống bò sữa Mộc Châu

Tỷ VND	Q2/2021	Q2/2020	6T2021	6T2020
Doanh thu thuần	790	734	1,411	1,367
Lợi nhuận gộp	253	218	428	395
Biên LNG	32.03%	29.7%	30.33%	28.9%
LNST	87	59	137	106
Biên LNST	11,01%	8,04%	9,71%	7,75%

Nguồn: VNM, KBSV

Kỳ vọng BLNG được cải thiện trong 6 tháng cuối năm.

Theo chia sẻ từ VNM, công ty đã chủ động kí hợp đồng với các nhà cung cấp của một số nguyên vật liệu chính nhằm cố định giá mua cho 6 tháng cuối năm. Ngoài ra, giá của một số nguyên vật liệu đầu vào chính như bột sữa đã có xu hướng ổn định hơn thời điểm Q1/2021 (biểu đồ 4). Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng BLNG của VNM sẽ được cải thiện trong nửa cuối năm 2021 sẽ cao hơn 6 tháng đầu năm.

Nguồn thu mới đến từ liên doanh với Del Monte Philippines Inc. (DMPI).

Trong tháng 8/2021, Vinamilk đã công bố sẽ hợp tác liên doanh với Del Monte Philippines Inc. (DMPI) – công ty con của Del Monte Pacific Limited, là một doanh nghiệp thực phẩm hàng và đồ uống hàng đầu tại Philippines. Theo đó, mỗi bên sẽ góp vốn 3 triệu USD vào công ty liên doanh, DMPI sẽ phân phối các sản phẩm của Vinamilk tại Philippines và các sản phẩm sẽ mang nhãn hiệu của cả 2 thương hiệu Del Monte và Vinamilk. Đây được coi là dấu hiệu tốt cho Vinamilk trong tương lai khi mà Philippines là quốc gia đông dân thứ hai tại Đông Nam Á; hơn nữa, DMPI cũng là một nhãn hiệu đã khẳng định được tên tuổi tại quốc gia này với mạng lưới phân phối rộng khắp quốc gia, các sản phẩm xuất hiện ở 100,000 cửa hàng phủ toàn Philippines.

Trong cuối tháng 7/2021, Vinamilk đã tiến hành đóng gói những đơn hàng đầu tiên và xuất khẩu các sản phẩm tới Philippines, dự kiến sẽ lên kệ trong tháng 9/2021. Tổng doanh thu dự kiến của công ty liên doanh trong năm đầu tiên là 8.8 triệu USD; trong trung hạn, tốc độ tăng trưởng doanh thu là 50% CAGR.

Kỳ vọng dịch bệnh sớm được kiểm soát trên cả nước cũng như trên toàn cầu giúp gia tăng nhu cầu tiêu thụ sữa.

Với làn sóng thứ 4 của dịch bệnh Covid – 19, đi kèm với giãn cách xã hội tại các thành phố lớn kéo dài (TP.HCM và Hà Nội) từ giữa tháng 5 đã ảnh hưởng lớn tới sức mua của người tiêu dùng trong thời gian qua. Tuy nhiên, với việc vaccines sẽ liên tục được đưa về Việt Nam trong Q3 và Q4/2021 và kế hoạch tiêm chủng của chính phủ Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng rằng dịch bệnh sẽ sớm được kiểm soát trong Q4/2021, khi đó các yếu tố vĩ mô bao gồm sức mua của người tiêu dùng sẽ được cải thiện tích cực vào Q1/2022.

Nguồn cung cấp sữa tươi nguyên liệu organic từ Lào dự kiến bắt đầu vào Q1/2022 – tạo lợi thế cạnh tranh tốt.

Hện tại, trang trại đầu tiên trong Tổ hợp bò sữa Lao – Jargo đang trong quá trình hoàn thiện. Trang trại đầu tiên này dự kiến sẽ có đàn bò với số lượng 8,000 con qua đó tạo công suất 120 tấn sữa/ngày (tương đương 44,000 tấn/năm). Tính tới thời điểm tháng 5/2021, trang trại đã hoàn thiện chứng nhận Organic cho diện tích hơn 600ha theo tiêu chuẩn EU/NOP và đang trong quá trình nhập them máy móc, trang thiết bị cùng các công nghệ tiên tiến. Thông tin từ VNM cho biết dự kiến trong Q1/2022, trang trại này sẽ bắt đầu cung cấp sữa (sẽ được vận chuyển về nhà máy sữa tại Nghệ An).

Ngoài ra, cũng trong Q2/2021, VNM đã cho ra mắt hệ thống trang trại sinh thái Vinamilk Green Farm tại Tây Ninh, Quảng Ngãi và Thanh Hóa – nhằm cung cấp nguồn nguyên liệu của sản phẩm mới như Sữa tươi Vinamilk Green Farm.

Theo tìm hiểu của chúng tôi, hiện tại đối với các doanh nghiệp sản xuất sữa nội địa có nguồn sữa tươi nguyên liệu organic ngoài VNM còn có sự xuất hiện của tập đoàn TH True Milk với quy mô sản xuất sữa organic từ đàn bò 1,000 con và Nutifood (đầu tư liên doanh với tập đoàn Backahill) sản xuất sữa organic tại Thụy Điển. Ngoài ra, nguồn sữa organic cũng đến từ các thương hiệu ngoại

khác như Dutch Lady, Nestlé,… Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng VNM vẫn giữ được lợi thế cạnh tranh so với phần còn lại cho thị trường sữa nguyên liệu organic như sau:

- Đối với doanh nghiệp nội địa như TH True Milk, VNM có lợi thế về số lượng đàn bò cấp sữa nguyên liệu organic khi TH True Milk có quy mô 1,000 con trong khi VNM sở hữu đàn 1,000 con (theo báo cáo thường niên 2020) tại trang trại organic ở Đà Lạt và sắp tới là 8,000 con cho trang trại ở Lào (giai đoạn 1).

- Đối với các doanh nghiệp ngoại phải nhập khẩu nguồn sữa nguyên liệu organic vào Việt Nam, VNM có lợi thế nhờ tiết kiệm được chi phí vận chuyển nhờ hệ thống trang trại và nhà máy sản xuất phủ khắp trên toàn quốc. Ngoài ra, trang trại organic mới tại Lào có vị trí địa lý sát với Việt Nam, do đó việc vận chuyển phần nào cũng trở nên dễ dàng.

Dự phóng kết quả kinh doanh, định giá và khuyến nghị

Dự phóng kết quả kinh doanh

Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng mức doanh thu 60,012 tỷ VND (+0.6% YoY) và LNST đạt 10,702 tỷ VND (-3.5% YoY). DTT và LNST dự báo cho năm 2022 lần lượt là 62,509 tỷ VND (tăng 4.16% YoY) và 11,779 tỷ VND (tăng 9.9% YoY).

Bảng 2. Tóm tắt dự phóng 2021 & 2022

Tỷ VND	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	59,636	60,012	62,509
Trong nước	50,842	50,333	51,843
Nước ngoài	8,794	9,679	10,666
Lợi nhuận gộp	27,669	27,316	29,055
Chi phí bán hàng	-13,447	-13,532	-14,095
Chi phí quản lý	-1,958	-1,971	-2,052

Nguồn: KBSV

Định giá và khuyến nghị: Khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu là 102,200 VND/cp.

Chúng tôi cho rằng trong trung và dài hạn, VNM vẫn là một cổ phiếu hấp dẫn ở mức định giá hiện tại, với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành có thị phần cao. Chúng tôi đánh giá tích cực về triển vọng kinh doanh của VNM nhờ: (1) tình hình dịch bệnh được kiểm soát, giúp cải thiện sức mua của khách hàng; (2) biên lợi nhuận gộp được cải thiện khi giá nguyên vật liệu có xu hướng giảm; (3) nguồn doanh thu mới đến từ Philippines.

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá DCF và so sánh P/E (tỉ trọng 50-50). Phương pháp so sánh P/E, mức P/E hợp lý của VNM là 22x lần (bằng với mức trung bình trong 5 năm gần đây), với EPS điều chỉnh 2021 là 4,599 VND/cp.

Bảng 1. Một số giả định trong mô hình định giá DCF

Lãi suất phi rủi ro	2.6%
Phần bù rủi ro	9.9%
Beta	0.76
Tăng trưởng dài hạn	3%
WACC	8.8%

Nguồn: KBSV

Bảng 2. Tổng hợp kết quả định giá

Phương pháp	Tỉ trọng	Kết quả định giá
DCF	50%	103,211
So sánh P/E	50%	101,184
Tổng hợp	100%	102,197

Nguồn: KBSV

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021E	2022E
Doanh thu thuần	56,318	59,636	60,012	62,509
Giá vốn hàng bán	-29,746	-31,968	-32,696	-33,454
Lãi gộp	26,572	27,669	27,316	29,055
Doanh thu tài chính	807	1,581	1,488	1,765
Chi phí tài chính	-187	-309	-413	-497
Gồm: Chi phí lãi vay	-109	-144	-310	-381
Lãi/(lỗ) liên doanh	-6	4	0	0
Chi phí bán hàng	-12,993	-13,447	-13,532	-14,095
Chi phí quản lý DN	-1,396	-1,958	-1,971	-2,052
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	12,797	13,539	12,888	14,175
Lãi/(lỗ) khác	-1	-21	104	108
Lãi/(lỗ) trước thuế	12,796	13,519	12,992	14,284
Thuế doanh nghiệp	-2,241	-2,283	-2,153	-2,367
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	10,554	11,236	10,838	11,916
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-27	137	137	137
Lợi nhuận sau CĐTS	10,581	11,099	10,702	11,779

Chỉ số hoạt động

(%)	2019A	2020A	2021E	2022E
Tăng trưởng doanh thu	7%	6%	1%	4%
Tăng trưởng EBIT	7%	6%	-3%	10%
Tăng trưởng EBITDA	1%	5%	-2%	9%
Tăng trưởng LN sau CĐTS	3%	5%	-4%	10%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	47%	46%	46%	46%
Tỷ suất EBITDA	26%	26%	25%	27%
Tỷ suất EBIT	23%	23%	22%	23%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	23%	23%	22%	23%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	19%	19%	18%	19%

Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021E	2022E
Lãi trước thuế	12,796	13,519	12,992	14,284
Khấu hao TSCĐ	2,016	2,817	1,908	1,938
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	-2	-301	-301	-301
Thay đổi vốn lưu động	388	-1,174	1,080	-1,522
(T)/G phải thu	374	-715	651	-971
(T)/G hàng tồn kho	402	-270	-270	34
(T)/G TS ngắn hạn khác	0	0	0	0
(T)/G khoản phải trả	-400	-213	673	-575
(T)/G chi phí trả trước	16	24	26	-9
(T)/G nợ ngắn hạn khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐKD	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền HĐKD	11,410	10,180	12,283	10,523
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Đầu tư tài sản cố định	-2,158	-1,265	-2,906	-2,924
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư vào công ty con	-2,158	0	0	0
Tài sản khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐĐT	-2,431	-3,537	0	0
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	-6,748	-4,802	-2,906	-2,924
Thu các khoản đi vay	10,427	7,769	8,060	8,405
Trả các khoản đi vay	-6,233	-5,754	-6,190	-6,455
Nợ phải trả khác	0	0	0	0
T/(G) vốn CSH	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-7,836	-7,928	-7,315	-7,315
Điều chỉnh khác HĐTC	127	-14	0	0
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	-3,516	-5,927	-5,445	-5,364
Lưu chuyển tiền trong kỳ	1,146	-548	3,932	2,234
Tiền đầu kỳ	1,523	2,665	2,111	6,043
Tiền cuối kỳ	2,665	2,111	6,043	8,278

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021E	2022E
Tổng tài sản	44,700	48,432	52,298	57,137
Tài sản ngắn hạn	24,722	29,666	33,487	37,860
Tiền & tương đương tiền	2,665	2,111	6,043	8,278
Đầu tư ngắn hạn	12,437	17,315	17,834	19,022
Khoản phải thu	3,474	4,174	3,523	4,494
Hàng tồn kho	4,996	4,953	5,223	5,189
Tài sản ngắn hạn khác	1,149	1,113	864	878
Tài sản dài hạn	19,978	18,767	18,811	19,277
Khoản phải thu dài hạn	21	20	0	0
Tài sản cố định	13,744	12,717	11,275	9,809
BĐS đầu tư	62	60	58	56
Tài sản dở dang dài hạn	694	794	2,507	4,292
Đầu tư dài hạn	993	988	1,091	1,137
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	4,464	4,187	3,880	3,984
Nợ phải trả	14,969	14,785	16,568	18,143
Nợ ngắn hạn	14,443	14,213	15,991	17,520
Phải trả người bán	3,648	3,199	3,872	3,296
KH trả tiền trước	2	16	9	9
Vay ngắn hạn	5,351	7,316	9,169	11,099
Khoản dự trữ đặc biệt	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	5,441	3,681	2,941	3,116
Nợ dài hạn	526	573	577	623
Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	123	167	198	235
Nợ dài hạn khác	403	405	379	388
Vốn chủ sở hữu	27,504	31,297	33,380	36,644
Vốn góp	17,417	20,900	20,900	20,900
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	(12)	(12)	(12)	(12)
Lãi chưa phân phối	7,875	6,910	8,159	10,270
Vốn và quỹ khác	2,200	3,489	4,333	5,486
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,227	2,350	2,350	2,350
Tổng nợ & vốn	44,700	48,432	52,298	57,137

Chỉ số chính

(x, %, VND)	2019A	2020A	2021E	2022E
Chỉ số định giá				
P/E	21.3	22.8	18.8	17.1
P/E pha loãng	21.3	22.8	18.8	17.1
P/B	6.8	6.8	5.1	4.6
P/S	3.6	3.8	3.0	2.9
EV/EBITDA	14	15	12	11
EV/EBIT	16	17	14	13
Lãi cơ bản/cp (EPS)	5,478	4,770	4,599	5,062
Cổ tức/cp (DPS)	4,500	3,794	3,501	3,501
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	45%	35%	35%	35%
Chỉ số khả năng sinh lời				
ROE	38%	38%	34%	34%
ROA	24%	24%	22%	22%
ROIC	32%	29%	25%	25%
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	0.5	0.5	0.5	0.5
TS thanh toán hiện thời	1.7	2.1	2.1	2.2
TS khả năng trả lãi vay	118.6	95.0	42.9	38.4
Chỉ số hoạt động				
Hệ số vòng quay tài sản	1.4	1.3	1.2	1.1
Hệ số vòng quay phải thu	14	16	16	16
Hệ số vòng quay HTK	5.7	6.4	6.4	6.4
Hệ số vòng quay phải trả	7.6	9.3	9.3	9.3

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:
Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:
Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:
Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ
Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.