

CTCP SỮA VIỆT NAM (Vinamilk)

[Thực phẩm và đồ uống]

Bloomberg Code (VNM VN) | Reuters Code (VNM.HM)

MUA

Báo cáo lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND123,000**
Giá hiện tại (03/29/2021)	VND99,000
Suất sinh lời (%)	+24.2



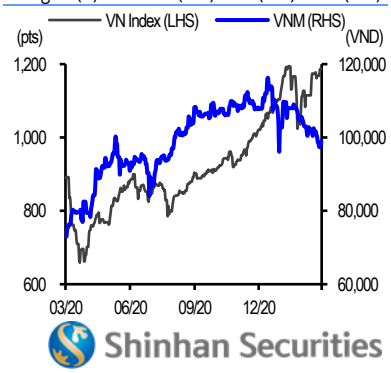
[Analyst]

An Nguyen ☎ (84-28) 6299-8023 ✉ an.ntn@shinhan.com

Hoang Phan ☎ (84-28) 6299-8029 ✉ hoang.pk@shinhan.com

Trung Hoang ☎ (84-28) 6299-8025 ✉ trung.ht@shinhan.com

VNINDEX			1,170
HNXINDEX			276.2
Vốn hóa (tỷ VND)			206,905.6
SLCP lưu hành (triệu CP)			2,090
Tự do giao dịch (triệu CP)			735.7
52-tuần cao/thấp (VND)			117,200/74,167
KLGD bình quân 60 ngày			2,790,616
GTGD bình quân 60 ngày (tỷ VND)			316.4
Sở hữu nước ngoài (%)			100
Cổ đông lớn		SCIC	36.0
		F&N Dairy	20.4
Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	(9.3)	(9.3)	26.2
Tương đối (%)	(15.7)	(38.7)	(41.8)



Shinhan Securities

CỖ MÁY TẠO TIỀN BỀN VỮNG

Khuyến nghị lần đầu với đánh giá MUA, giá mục tiêu VND123,000

Trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp và biến động khó lường của thị trường chứng khoán như hiện nay, chúng tôi kỳ vọng Vinamilk sẽ thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư nhờ vào chính sách cổ tức tiền mặt bền vững. Chúng tôi định giá lần đầu Vinamilk với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 123,000 đồng dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF). Cổ phiếu Vinamilk hiện đang giao dịch ở mức PBR 2021 dự phóng là 5.8 lần, thấp hơn mức PBR trung bình lịch sử 3 năm của chính công ty. Chúng tôi kỳ vọng thu nhập của công ty sẽ tăng trưởng tốt hơn từ năm 2021 do quy trình tái cơ cấu các công ty con hiệu quả và sự phục hồi của sức mua tiêu dùng sau COVID-19. Dựa vào điều này, cùng với lãi cổ tức khoảng 4.0% trong giai đoạn 2021-22, chúng tôi tin rằng cổ phiếu Vinamilk là một khoản đầu tư tương đối hấp dẫn hơn so với các tài sản lãi suất thấp khác.

Giữ vững vị thế đầu ngành bất chấp môi trường cạnh tranh ngành càng khốc liệt

Vinamilk giữ vững thị phần lớn nhất trong ngành sữa Việt Nam nhờ: 1) đẩy mạnh sự thâm nhập và độ bao phủ ở thị trường nông thôn; 2) tăng cường mở rộng danh mục sản phẩm cao cấp; và 3) động lực mới đến từ các hoạt động M&A. Ba yếu tố này, cùng với sự phục hồi mạnh mẽ của kênh nước ngoài, là những động lực chính thúc đẩy Vinamilk tăng trưởng mạnh mẽ. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép (CAGR) của doanh thu và lợi nhuận ròng giai đoạn 2021-25 của Vinamilk lần lượt là +5.7% và +6.7%.

Vinamilk là cỗ máy tạo tiền nhờ chính sách quản lý chi phí hiệu quả

Vinamilk cũng không ngừng củng cố vị thế đầu ngành thông qua việc tối ưu hóa chi phí, bao gồm: 1) tăng tỷ lệ tự chủ sữa nguyên liệu; và 2) quản lý tốt tỷ lệ doanh thu trên chi phí bán hàng (STM). Từ đó, Vinamilk có được tỷ suất lợi nhuận ổn định qua các năm cũng như số dư tiền mặt lớn.

Cấu trúc tài chính giàu tiền mặt tài trợ cho chính sách cổ tức cao và kế hoạch mở rộng

Vinamilk là một doanh nghiệp giàu tiền mặt, điều này giúp công ty có thể duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao (trên 70% tổng lợi nhuận ròng/năm) cũng như tiến hành các kế hoạch mở rộng trong tương lai, hướng tới một tập đoàn vững mạnh trong ngành hàng tiêu dùng.

Năm	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VND)	**56,318**	**59,636**	**63,113**	**66,580**	**70,278**
LN HĐKD (tỷ VND)	12,182	12,263	13,100	14,027	15,053
LNST (tỷ VND)	**10,581**	**11,099**	**11,788**	**12,442**	**13,280**
EPS (đồng)	5,477	5,311	5,640	5,953	6,354
BPS (đồng)	15,792	14,975	17,172	18,417	19,765
Biên LN HĐKD (%)	21.6	20.6	20.8	21.1	21.4
Biên LNST (%)	18.8	18.6	18.7	18.7	18.9
ROE (%)	**35.5**	**33.4**	**33.5**	**33.0**	**33.0**
PER (x)	19.9	20.5	21.8	20.7	19.4
PBR (x)	6.9	7.3	7.8	7.3	6.8
EV/EBITDA (x)	13.6	16.1	14.4	13.4	12.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Định giá và khuyến nghị**

6 **Quan điểm đầu tư**

13 **Dự phóng doanh thu**

15 **Rủi ro**

16 **Tổng quan doanh nghiệp**

18 **Phụ lục: Báo cáo tài chính và dữ liệu liên quan**

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị lần đầu với đánh giá MUA dựa trên mức giá mục tiêu VND123,000

Chúng tôi lần đầu định giá CTCP Sữa Việt Nam hay Vinamilk (VNM VN), công ty sở hữu thị phần lớn nhất trong ngành sữa Việt Nam, với khuyến nghị MUA dựa vào giá mục tiêu là 123,000 đồng (tương ứng với tỷ suất lợi nhuận +24.2% so với thị giá 99,000 đồng vào ngày 29/03/2021; và tỷ suất cổ tức dự kiến trong năm 2021 là 4.1%.

Định giá

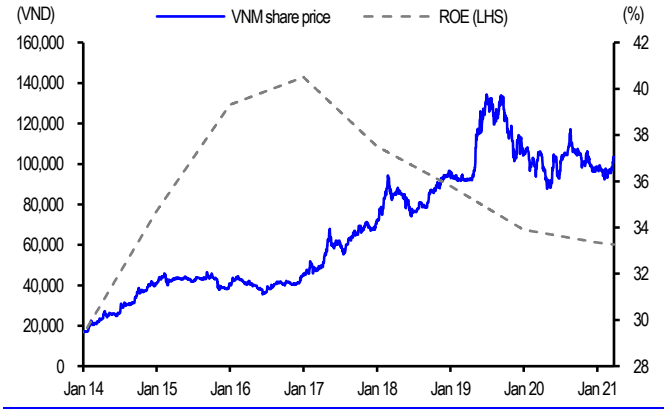
Theo quan điểm của chúng tôi, phương pháp định giá theo chiết khấu dòng tiền (DCF) là phù hợp với Vinamilk bởi vì phương pháp này có thể phản ánh được thu nhập và dòng tiền ổn định của doanh nghiệp trong bối cảnh công ty sẽ có thể tiếp tục chi trả để thực hiện thêm thương vụ M&A. Hơn nữa, việc sáp nhập CTCP GTN Foods (GTN VN) vào CTCP Chăn nuôi Việt Nam (VLC VN) cũng làm giảm khoản mục lợi ích cổ đông thiểu số và cải thiện dòng tiền tự do của Vinamilk.

Định giá DCF của Vinamilk					
(Đơn vị : tỷ VND)	**2021F**	**2022F**	**2023F**	**2024F**	**2025F**
Doanh thu thuần	63,113	66,580	70,278	74,152	78,910
EBIT	13,100	14,027	15,053	16,173	17,487
Trừ: Thuế	2,440	2,583	2,766	2,981	3,221
Cộng: Khấu hao	1,831	2,141	2,218	2,345	2,472
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(1,459)	1,455	(1,354)	1,924	(1,592)
Trừ: Vốn đầu tư	4,286	3,629	2,613	1,546	1,164
Dòng tiền tự do (FCFF)	**10,938**	**9,640**	**14,393**	**13,230**	**18,274**
Tỷ lệ chiết khấu	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	10,365	8,511	11,838	10,138	13,046
Tổng giá trị hiện tại	53,898				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	1.0				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	207,840				
Giá trị vốn chủ sở hữu	**256,561**				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2,090				
Giá mục tiêu (VND)	**123,000**				
Giá thị trường (Mar 29th)	99,000				
Tỷ suất sinh lời (%)	24.2				
Tính toán chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC)		Chú thích			
WACC (%)	7.3				
Lãi suất phi rủi ro (%)	2.2	Lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm			
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.2				
Beta	0.71	Beta 3 năm của Vinamilk tính từ lúc bắt đầu thương vụ mua GTN			
Chi phí vay nợ (%)	4.0				
Chi phí sử dụng vốn (%)	8.0				
Tỷ lệ nợ trên vốn (%)	17.1				
Giá trị nợ vay	7,410				
Giá trị vốn chủ sở hữu	35,884				

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

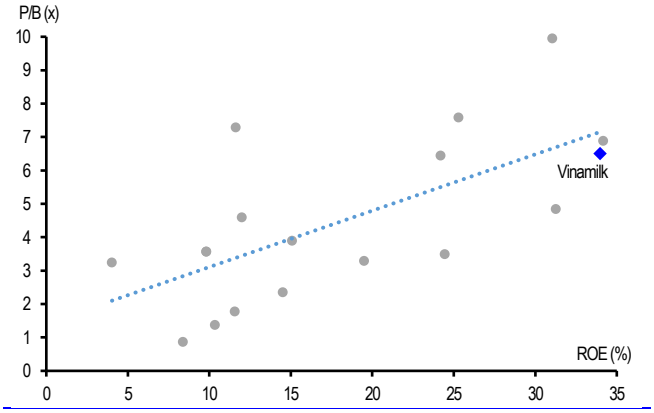
Giá mục tiêu của chúng tôi là 123,000 đồng, tương ứng với PBR và PER dự phóng năm 2021 lần lượt là 7.2 lần và 21.4 lần, cả hai đều cao hơn 5% so với mức trung bình 3 năm PBR và PER của chính công ty. Chúng tôi tin rằng, mức giá 123,000 đồng là khả thi trong bối cảnh 1) Vinamilk đang dần quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng nhờ kết quả tích cực từ quá trình tái cơ cấu các công ty con; và 2) sự hồi phục của sức tiêu dùng sau COVID-19. Hơn nữa, thị giá cổ phiếu Vinamilk đang kém hiệu quả hơn VN-Index khoảng -41.8%, nguyên nhân chủ yếu đến từ việc nhà đầu tư lo ngại về triển vọng không lạc quan của ngành FMCG nói chung và ngành sữa nói riêng ở Việt Nam. Do đó, trong môi trường lãi suất thấp như hiện nay, chúng tôi cho rằng thời điểm này là một điểm mua khá tốt đối với cổ phiếu của công ty có tình hình tài chính vững chắc và tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn như Vinamilk.

Vinamilk giá cổ phiếu tương quan với ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam.

So sánh PBR-ROE của các công ty sữa trong khu vực



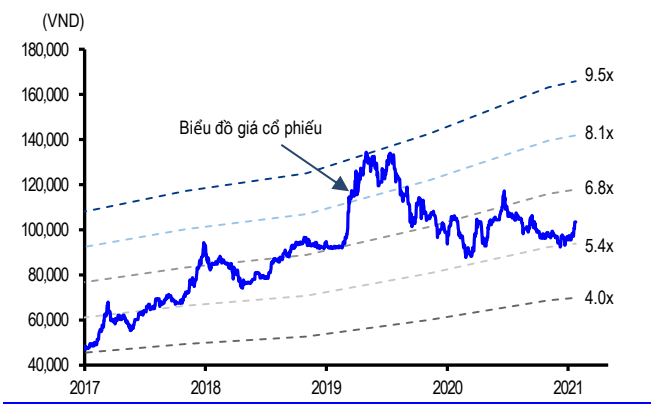
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam.

Vinamilk 12M PBR dự phóng



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam.

Biểu đồ PBR của Vinamilk



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam.

Vinamilk 12M PER dự phóng



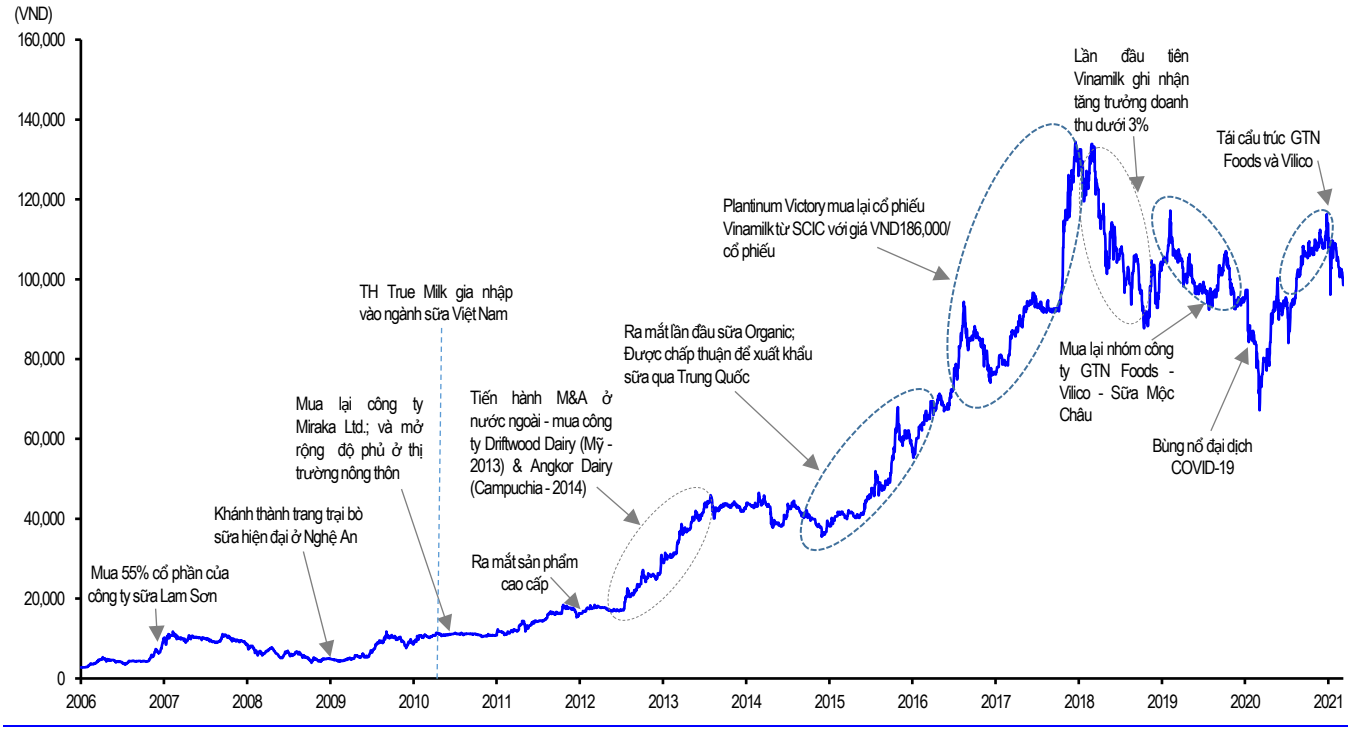
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam.

Biểu đồ PER của Vinamilk



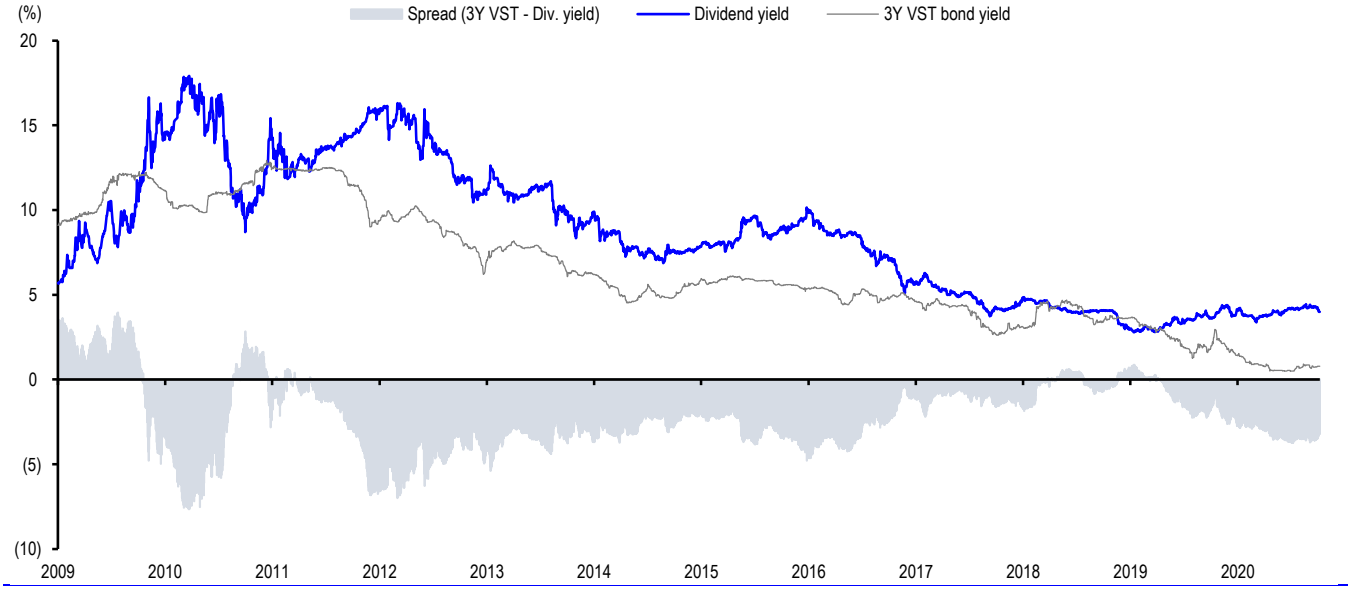
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam.

Các sự kiện quan trọng của Vinamilk (2006 – 2021)



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam.

Lãi cổ tức của cổ phiếu Vinamilk so với Lợi tức trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 3 năm



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam.

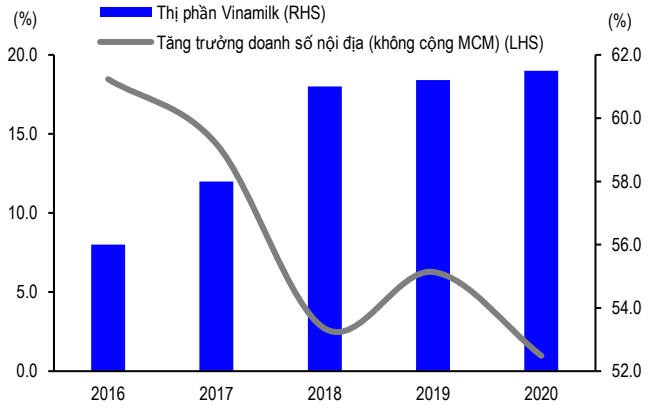
Quan Điểm Đầu Tư

Vinamilk – Giữ vững vị thế dẫn đầu trong ngành sữa Việt Nam

CTCP Sữa Việt Nam (VNM VN), hay Vinamilk, là công ty đầu ngành sữa Việt Nam với thị phần lớn nhất bền vững qua các năm (61.5% vào cuối năm 2020) bất chấp môi trường cạnh tranh trong ngành ngày càng khốc liệt.

Mặc dù tốc độ tăng trưởng doanh thu của Vinamilk đang giảm dần trong giai đoạn 2016-20, công ty vẫn giữ vững vị thế dẫn đầu ngành sữa nhờ vào các chiến lược: 1) đẩy mạnh thâm nhập sâu và bao phủ khu vực nông thôn; 2) tăng cường mở rộng danh mục sản phẩm cao cấp; và 3) gia tăng quy mô kinh doanh thông qua các hoạt động M&A. Chúng tôi tin rằng Vinamilk sẽ tiếp tục củng cố vị thế đầu ngành sữa trong tương lai.

Vinamilk giữ vững vị thế dẫn đầu ngành sữa Việt Nam



Nguồn: Euromonitor, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Vinamilk là thương hiệu sữa được chọn nhiều nhất ở Việt Nam

Vietnam FMCG Brand footprint 2020 (Dairy only)

CRPs (M)				*CRPs (M)*
Urban (4 cities)	**Score**	**Rank**	**Score**	**Rural**
Vinamilk	48	1	136	Vinamilk
TH TrueMilk	11	2	65	Fami
Southern Star Milk	11	3	45	Ong Tho Milk
Milo	10	4	36	Milo
Ong Tho Milk	9	5	23	Moc Chau Milk
Dutch Lady	7	6	22	Southern Star Milk
Fami	5	7	21	TH TrueMilk
Yakult	3	8	18	Susu
Susu	3	9	18	Dutch Lady
Probi	2	10	13	Grow Plus

(*) Blue font is Vinamilk's brand

Nguồn: Kantar World Panel, Shinhan Securities Vietnam / CRPs: Consumer Reach Points

① Thị trường nông thôn còn nhiều dư địa tăng trưởng để Vinamilk khai thác.

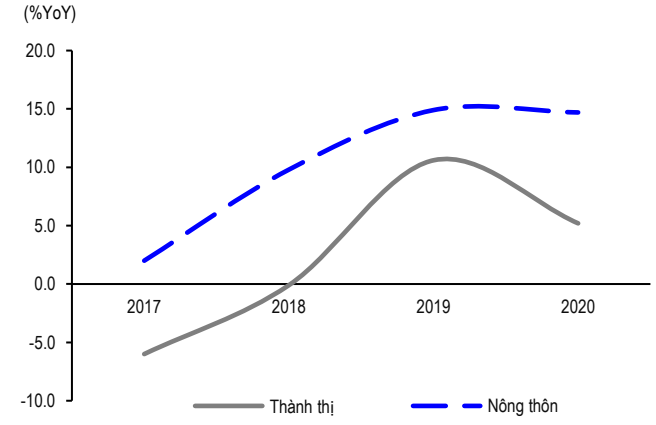
Vinamilk sở hữu mạng lưới phân phối rộng nhất Việt Nam, trải dài từ thành thị đến nông thôn với hơn 251,000 điểm bán lẻ truyền thống (năm 2020). Do đó, thương hiệu Vinamilk đã được người tiêu dùng Việt Nam chọn mua nhiều nhất so với các đối thủ cùng ngành. Đáng chú ý, nhu cầu tiêu thụ sữa ở khu vực nông thôn đang tăng trưởng ở mức cao hơn khu vực thành thị do 60% dân số đang sống ở khu vực nông thôn nhưng mức tiêu thụ sữa của nông thôn đang thấp hơn mức bình quân của cả nước. Trong năm 2020 tăng trưởng tiêu thụ sữa ở nông thôn đạt +14.7% YoY vượt xa mức tăng trưởng +5.2% YoY của thành thị. Vì vậy, Vinamilk có nhiều cơ hội để lấy thêm thị phần ở thị trường này thông qua việc kích cầu tiêu thụ sữa. Chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng trong doanh thu khu vực nông thôn của Vinamilk sẽ bù đắp được cho tốc độ tăng trưởng ngang của thị trường thành thị, và là đầu kéo cho tăng trưởng tổng doanh thu.

So sánh mạng lưới phân phối của các công ty sữa ở Việt Nam (2020)

Kênh phân phối / Công ty	Vinamilk	TH True Milk & Dalat Milk	Friesland Campina (Dutch Lady)	Nestle	IDP (Ba Vì Milk)
Điểm bán lẻ truyền thống	251,000	150,000	94,000	185,000	37
Cửa hàng của công ty	450	246	0	0	0
+ Thành phố cấp 1	221	146	0	0	0
+ Nông thôn	229	100	0	0	0
Điểm bán lẻ hiện đại và nhóm khách hàng doanh nghiệp (trường học, bệnh viện hay nhà hàng,etc)	Có	Có	Có	Có	Có
Cửa hàng trực tuyến	Có	Có	Không	Có	Có

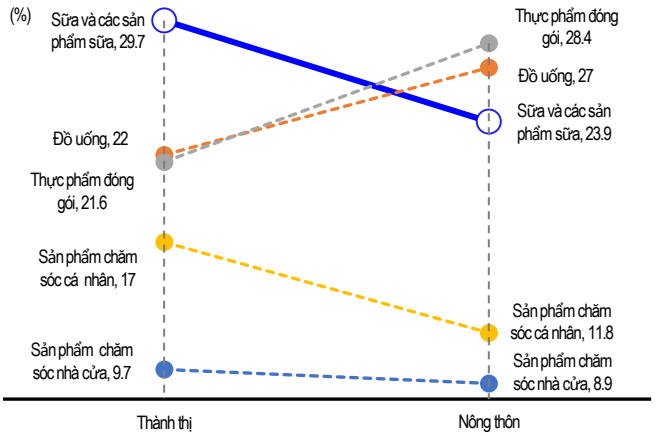
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng tiêu thụ sữa ở Việt Nam theo vùng (2017 – 2020)



Nguồn: Kantar World Panel, Shinhan Securities Vietnam

Sản phẩm sữa chiếm tỷ trọng lớn trong giá trị hàng tiêu dùng nhanh (2020)



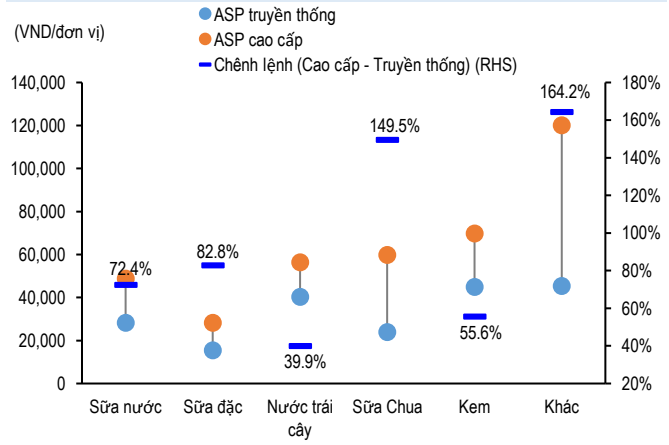
Nguồn: Kantar World Panel, Shinhan Securities Vietnam

② Sản phẩm cao cấp sẽ là yếu tố làm thay đổi cục diện của ngành sữa Việt Nam.

Khách hàng nội địa đang có xu hướng sẵn sàng chi trả nhiều hơn cho tiêu dùng cao cấp khi thu nhập tăng lên, chủ yếu đến từ: 1) gia tăng nhận thức đối với thực phẩm an toàn và có lợi cho sức khỏe; 2) tỷ lệ người có thu nhập trung và cao đang tăng dần; và 3) sự trỗi dậy của các chuỗi bán lẻ hiện đại tạo điều kiện thuận lợi để đẩy mạnh phân phối sản phẩm cao cấp. Vì thế, các công ty sữa nước ngoài (đặc biệt là các doanh nghiệp châu Âu do được hưởng lợi thuế nhập khẩu thấp từ hiệp định EVFTA) đang cố gắng thâm nhập thị trường nội địa. Vinamilk đang cố gắng gia tăng danh mục sản phẩm cao cấp, từ đó chiếm được thêm thị phần từ các đối thủ ở khu vực thành thị vốn dĩ cạnh tranh gắt gao.

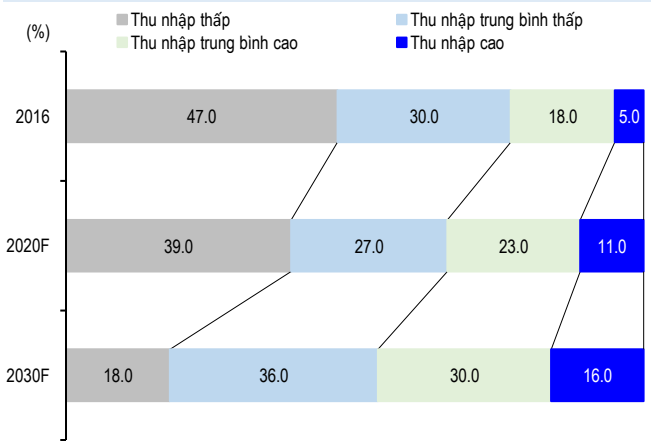
Chúng tôi cho rằng giá bán trung bình (ASP) cao hơn của các sản phẩm cao cấp không những giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mà còn đưa đến một biên lợi nhuận gộp tốt hơn, nhờ vào: 1) danh mục sản phẩm cao cấp đa dạng; và 2) khả năng thương lượng tốt hơn. Hơn nữa, chúng tôi nghĩ rằng Vinamilk có thể chuyển một phần tỷ lệ tăng chi phí sữa nguyên liệu bằng mức giá cao hơn của các sản phẩm cao cấp, điều này giúp đảm bảo biên lợi nhuận gộp ổn định cho công ty.

Giá bán trung bình của các sản phẩm cao cấp và truyền thống của Vinamilk



Nguồn: www.giacmosuaviet.com.vn, Shinhan Securities Vietnam

Tầng lớp có thu nhập trung và cao đang tăng dần



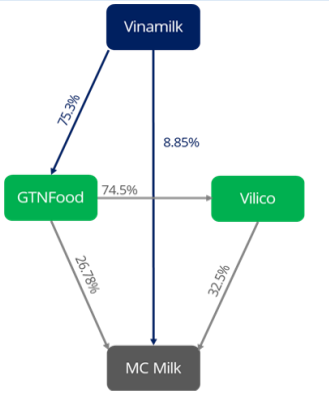
Nguồn: BMI, Shinhan Securities Vietnam

Sức mạnh cộng hưởng từ M&A: Tăng đầu tư để thu lợi ích lớn tương lai

Chúng tôi kì vọng Vinamilk sẽ lặp lại sự thành công ở các thương vụ M&A trước cho thương vụ với CTCP GTN Foods (HSX: GTN) và các công ty liên quan. Từ thương vụ này, Vinamilk nắm giữ lần lượt 49.2% và 68% tổng vốn cổ phần ở CTCP Sữa Mộc Châu (Upcom: MCM) và CTCP Vilico (Upcom: VLC). Chúng tôi tin rằng, qua các thương vụ M&A trong và ngoài nước, Vinamilk sẽ thoát ra khỏi quỹ đạo bão hòa của ngành sữa Việt Nam và giảm sự xuất hiện của đối thủ cạnh tranh tiềm tàng trong ngành.

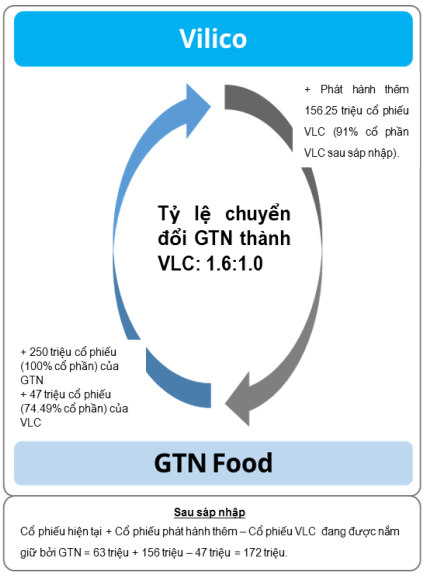
Ngày 19/03/2021, GTN Foods được quyết định sẽ sáp nhập vào công ty Vilico thông qua hình thức hoán đổi cổ phiếu, được xem là hồi kết của quá trình tái cấu trúc nhóm GTN Foods. Điều này không những làm tăng giá trị cho mảng kinh doanh chính (sữa) mà còn tạo thêm một nguồn thu nhập từ ngành nghề kinh doanh mới (bò thịt) cho Vinamilk. Kết quả là, Vinamilk nhận được rất nhiều lợi ích, bao gồm: 1) tăng tỷ lệ sở hữu ở cả Vilico và Sữa Mộc Châu; 2) nâng cao hiệu quả hoạt động nhờ loại bỏ công ty trung gian không hiệu quả; và 3) sở hữu vùng nguyên liệu chăn nuôi bò, là yếu tố quan trọng khó có được trong chuỗi giá trị của ngành chăn nuôi.

Cấu trúc trước sáp nhập (Cuối 2020)

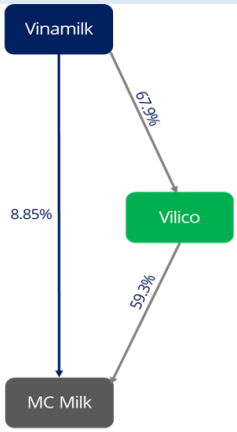


- GTN Foods nắm 51.0% vốn cổ phần của Sữa Mộc Châu
- Vinamilk gián tiếp nắm 56.09% vốn cổ phần của Vilico
- Vinamilk trực tiếp nắm 8.85% và tổng 47.1% (bao gồm gián tiếp) vốn cổ phần của Sữa Mộc Châu

Hoán đổi cổ phiếu GTN thành cổ phiếu VLC



Cấu trúc dự phóng sau sáp nhập (Cuối 2021)



- Vinamilk sẽ nắm 67.9% vốn cổ phần Vilico
- Vilico sẽ nắm 59.3% vốn cổ phần Sữa Mộc Châu
- Vinamilk sẽ trực tiếp nắm 8.85% và tổng 49.15% (bao gồm gián tiếp) vốn cổ phần của Sữa Mộc Châu

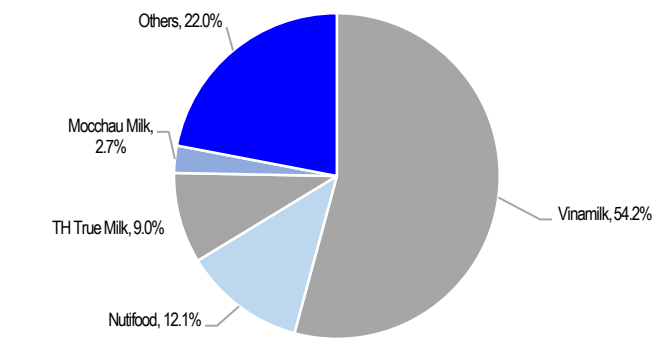
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Gắt hái kết quả tốt từ công ty Sữa Mộc Châu. CTCP Sữa Mộc Châu không những có thị phần lớn thứ tư trong phân khúc sữa nước ở Việt Nam mà còn sở hữu vùng nguyên liệu chăn nuôi bò chất lượng tốt nhất Việt Nam (cao nguyên Mộc Châu). Vì thế, việc thâu tóm Sữa Mộc Châu giúp Vinamilk phát triển hơn nhờ: 1) tăng thêm sự hiện diện của Vinamilk ở thị trường miền Bắc nơi khách hàng ưu tiên dùng các sản phẩm của địa phương (ví dụ: TH True Milk, Sữa Mộc Châu hoặc Sữa Ba Vì), thúc đẩy đà tăng doanh thu nội địa; 2) tạo thêm một con đường thuận lợi hơn cho Vinamilk để xuất khẩu sản phẩm qua Trung Quốc; và 3) tận dụng lợi thế vùng chăn nuôi.

Chúng tôi tin rằng Sữa Mộc Châu sẽ đạt mức tăng trưởng hai chữ số cho cả doanh thu và lợi nhuận, đóng góp khoảng trung bình 1.0% cho tổng tăng trưởng của Vinamilk trong 5 năm tới, chủ yếu đến từ: 1) gia tăng công suất sản xuất; 2) tận dụng mạng lưới phân phối rộng của Vinamilk; và 3) chính sách chiết khấu thấp hơn với các nhà cung cấp nhờ hỗ trợ của Vinamilk. Cụ thể, một dây chuyền sản xuất mới với công suất 24,000 hộp sữa/giờ sẽ được lắp đặt trong năm 2021 vì nhà máy hiện tại của Sữa Mộc Châu đang chạy hết công suất với 150,000 hộp sữa/giờ. Việc tăng công suất sẽ thúc đẩy sản lượng bán hàng thông qua mở rộng phân phối trên mạng lưới của Vinamilk. Ngoài ra, tỷ lệ tự chủ sữa nguyên liệu của Sữa Mộc Châu sẽ tăng lên 45% năm 2025 từ 8% năm 2020 nhờ mở rộng đàn bò lên 21,500 con vào 2025 từ mức 2,000 con trong 2020, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp nhờ chi phí đầu vào thấp hơn[1].

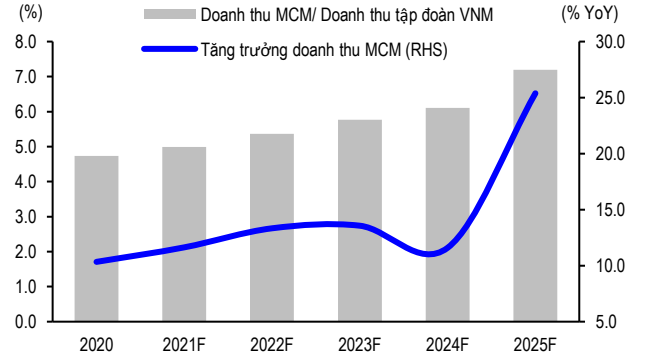
[1] Chi phí sữa tươi nguyên liệu tự cung cấp thấp hơn 20% so với thu mua từ nông dân

Thị phần sữa nước Việt Nam (2020)



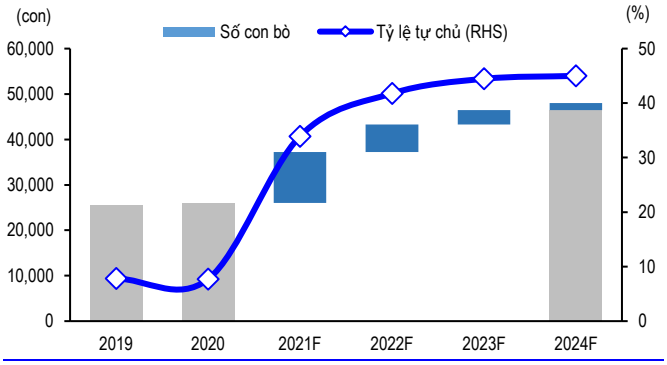
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng doanh thu của Sữa Mộc Châu (2020 – 2025F)



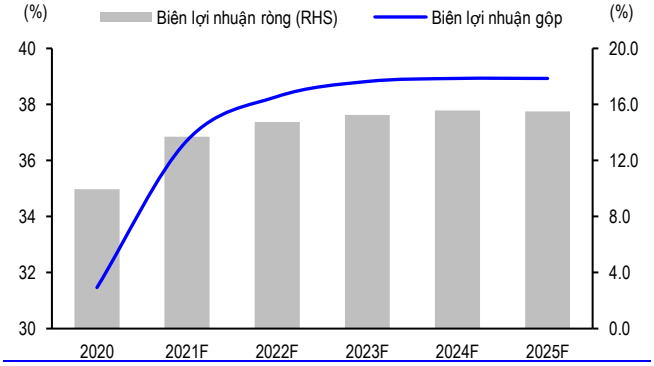
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ tự chủ sữa tươi nguyên liệu của Sữa Mộc Châu (2019 – 2024F)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

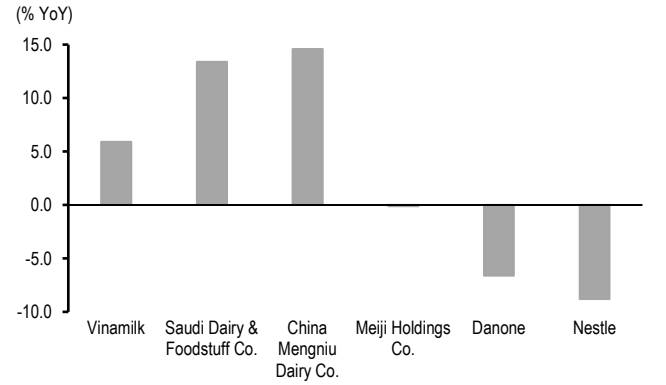
Biên lợi nhuận của Sữa Mộc Châu (2020-2025F)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

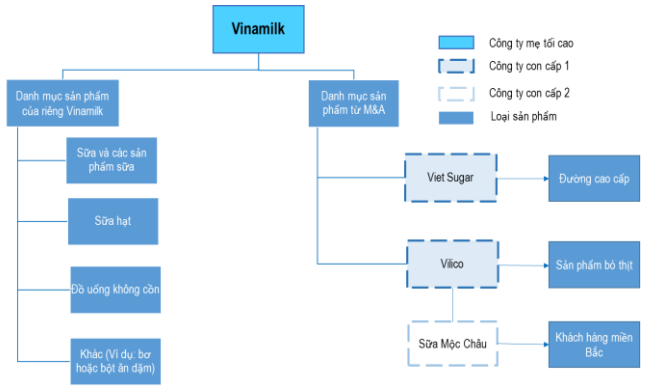
Vilico có nhiều tiềm năng tăng trưởng với mảng thịt bò. Ban lãnh đạo cho rằng Vilico là thương hiệu mạnh trong ngành chăn nuôi nên đã quyết định sáp nhập GTN Foods vào Vilico, sau đó phát triển hoạt động sản xuất và phân phối thịt bò. Nhờ sự hỗ trợ từ Vinamilk, Vilico đã hợp tác với tập đoàn Sojzit trong lĩnh vực kinh doanh mới này, dự kiến sẽ tạo ra doanh thu từ năm 2023, nhờ: 1) chứng nhận chất lượng Nhật Bản của thịt bò Vilico có thể thu hút khách hàng có thu nhập cao; 2) doanh thu dự kiến khoảng 2 nghìn tỷ đồng trong năm hoạt động đầu tiên nhờ xu hướng tăng tiêu thụ thịt bò (theo đại diện của Vilico trong ĐHCĐ năm 2021); và 3) cải thiện biên lợi nhuận thông qua tối ưu hóa chi phí.

Tăng trưởng doanh thu của Vinamilk so với công ty sữa thế giới (2020)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu danh mục sản phẩm nội địa của Vinamilk (2021)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

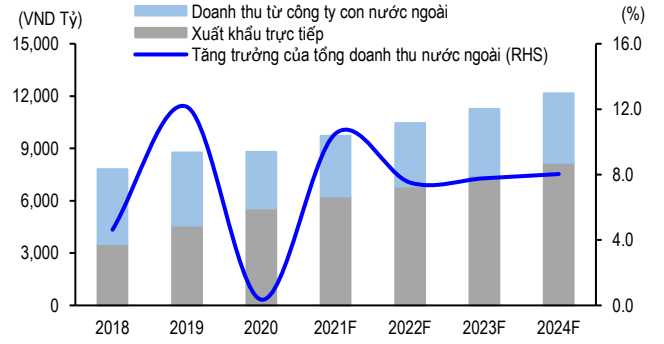
Mảng kinh doanh ở nước ngoài: Lấy lại phong độ

Chúng tôi tin rằng nguồn thu nhập nước ngoài của Vinamilk, chiếm 15% doanh thu năm 2020, sẽ phục hồi mạnh mẽ kể từ năm 2021. Động lực tăng trưởng là: 1) sự phục hồi tiêu dùng ở các thị trường nước ngoài hậu Covid-19; và 2) dư địa tăng trưởng lớn tiêu thụ sữa ở một số thị trường trong khu vực ASEAN bao gồm Lào và Campuchia.

Driftwood, công ty con 100% trực thuộc Vinamilk tại Mỹ, dự kiến sẽ ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ trong doanh thu sau khi giảm mạnh -50.8% YoY xuống 1.8 nghìn tỷ đồng do tình trạng giãn cách xã hội. Với sự phục hồi tiêu dùng toàn cầu sau đại dịch Covid-19, doanh thu của Driftwood được kỳ vọng sẽ trở lại mức bình thường (~ 2.6 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2015-19). Hơn nữa, thị trường Trung Đông đã tái khởi động các đơn đặt hàng sản phẩm Vinamilk từ giữa năm 2020 sau khi tạm dừng kể từ năm 2017 do căng thẳng địa chính trị. Vì thế, doanh số xuất khẩu trực tiếp năm ngoái của Vinamilk đã tăng +7.4% YoY.

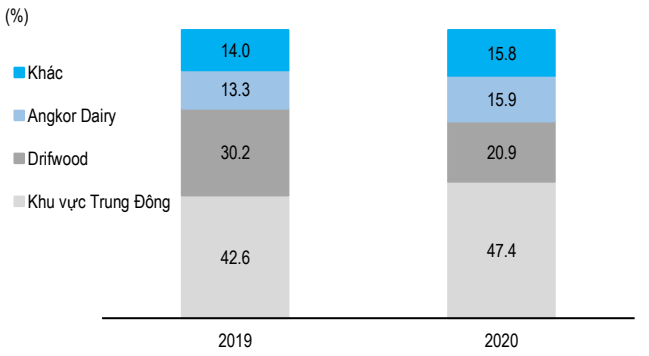
Vinamilk đã và đang nỗ lực để mở rộng hoạt động kinh doanh quốc tế thông qua: 1) đẩy mạnh hoạt động bán hàng tại các quốc gia có nhu cầu tiêu thụ sữa bò ngày càng tăng (ví dụ: Campuchia, Lào hay Philippines); và 2) tăng cường xuất khẩu các sản phẩm đặc trưng của công ty (ví dụ: sữa hạt, sữa đặc, nước trái cây) sang các nước phát triển Châu Á (ví dụ: Hàn Quốc, Trung Quốc hay Singapore).

Kết quả hoạt động kinh doanh ở nước ngoài của Vinamilk (2018 -2024F)



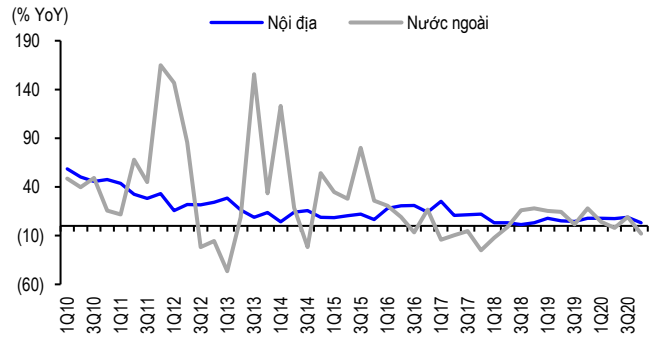
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu nước ngoài của Vinamilk theo khu vực (2019 -2020)



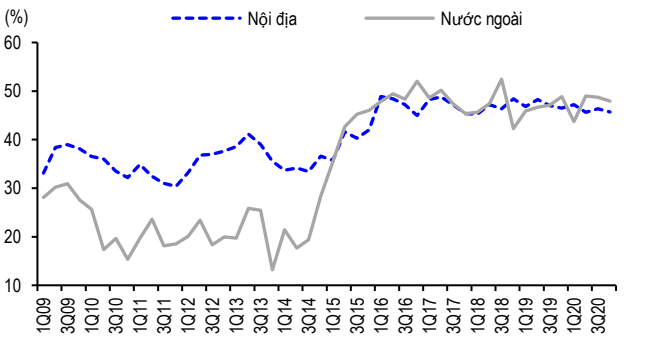
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng doanh thu nội địa và nước ngoài của Vinamilk



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận gộp nội địa và nước ngoài của Vinamilk



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Một số thị trường xuất khẩu trọng điểm của Vinamilk (2020)

Quốc gia	Sản phẩm xuất khẩu chính	Công ty con	Doanh thu 2019 (Tỷ VND)	Ước tính tăng trưởng (%YoY)
Bắc Mỹ	Sữa tươi, Nước trái cây	Driftwood Dairy	2,645	2.0
Campuchia	Sữa đặc, Sữa chua, Sữa tươi	Angkor Dairy Products	1,165	20.0
Lào	Sữa bột, Sữa tươi	Lao-Jagro Development Xiengkhouang	N/A	N/A
Trung Quốc	Sữa đặc, Sữa chua	Xuất khẩu trực tiếp	N/A	6.0
Hàn Quốc	Sữa hạt, Trà sữa	Xuất khẩu trực tiếp	N/A	N/A
Liên minh kinh tế Á- Âu	Nước trái cây	Xuất khẩu trực tiếp	N/A	7.0
Singapore	Sữa tươi cao cấp (ví dụ: Organic hay Tổ yến)	Xuất khẩu trực tiếp	N/A	0.0
Trung Đông	Sữa bột, Sữa đặc, Sữa tươi	Xuất khẩu trực tiếp	3,730	6.0

Nguồn: FAO, Company data, Shinhan Securities Vietnam

Chính sách quản lý chi phí hiệu quả dẫn tới một chính sách cổ tức ổn định

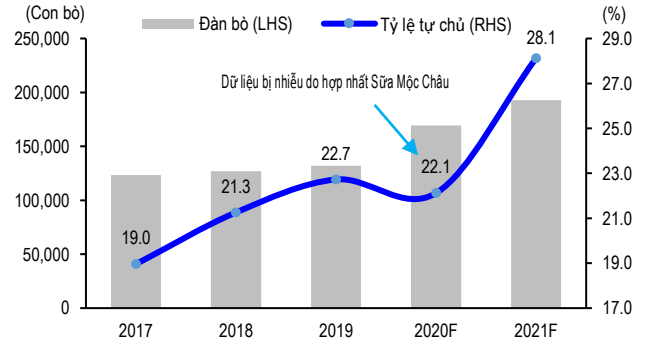
Quản lý chi phí hiệu quả củng cố cho xu hướng tăng của lợi nhuận

Bất chấp sự cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các công ty sữa trong và ngoài nước, Vinamilk củng cố vị thế dẫn đầu nhờ lợi thế cạnh tranh từ các chiến lược tối ưu hóa chi phí, bao gồm: 1) tăng dần tỷ lệ tự chủ sữa nguyên liệu thông qua tự mở rộng đàn bò và M&A; và 2) Khả năng quản lý tốt chi phí marketing để tăng doanh thu, thể hiện qua tỷ lệ doanh thu/chi phí marketing (STM) ổn định qua các năm.

Vinamilk liên tục mở rộng quy mô chăn nuôi bò thông qua các dự án tự mở rộng trang trại (ví dụ: trang trại Lao-jargo) cũng như các thương vụ M&A (ví dụ: công ty Sữa Mộc Châu) nhằm giữ vững đà tăng tỷ lệ tự chủ sữa nguyên liệu (~ + 2% mỗi năm) trong 5 năm tới. Bằng cách này, Vinamilk đảm bảo được chất lượng và số lượng của sữa thành phẩm, tạo đà để: 1) phát triển các sản phẩm cao cấp (ví dụ: "sữa Organic từ các trang trại Organic"); và 2) giảm thiểu ảnh hưởng của sự biến động giá sữa nguyên liệu toàn cầu. Trong giai đoạn 2017-20, biên lợi nhuận gộp (GPM) của Vinamilk ổn định ở mức ~ 47% trong khi giá sữa bột nguyên kem (WMP) toàn cầu biến động mạnh. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng rằng GPM năm 2021 của Vinamilk sẽ tiếp tục ổn định bất chấp sự tăng mạnh của giá WMP trong 3 tháng đầu năm 2021 (+ 27.2% YTD và + 36.8% YoY).

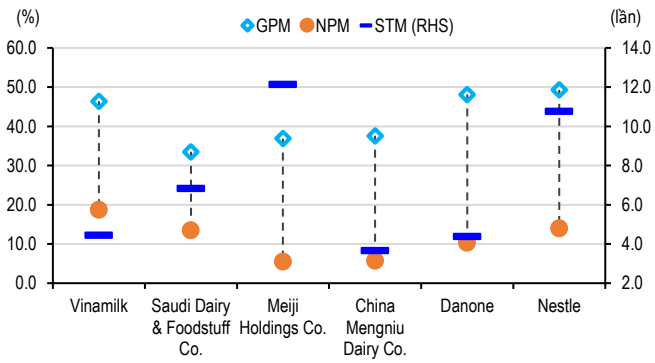
Thêm vào đó, Vinamilk cũng là một trong các công ty sữa có biên lợi nhuận ròng (NPM) cao nhất trên thế giới, được hỗ trợ bởi chỉ số STM ổn định ở mức ~ 4.4 lần hàng năm. Chúng tôi tin rằng Vinamilk sẽ thành công trong việc duy trì mức STM an toàn này trong khi tiếp tục chi trả thêm cho các chiến dịch marketing trong tương lai, dẫn đến sự tăng mạnh của chỉ số NPM kể từ năm 2023 nhờ vào Sữa Mộc Châu và Vilico phát triển mạnh hơn.

Tỷ lệ tự chủ sữa nguyên liệu của Vinamilk (2017 – 2021F)



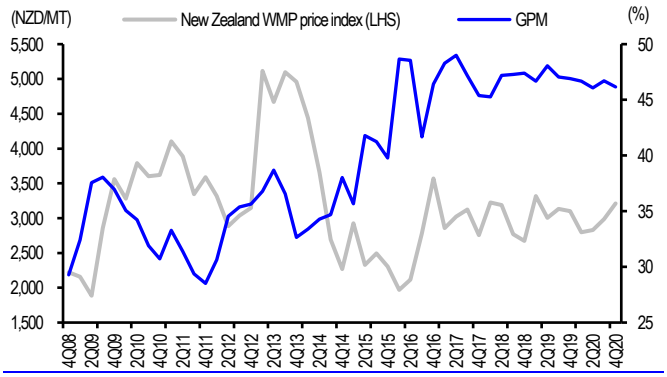
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

So sánh biên lợi nhuận của Vinamilk và các công ty sữa thế giới (2020)



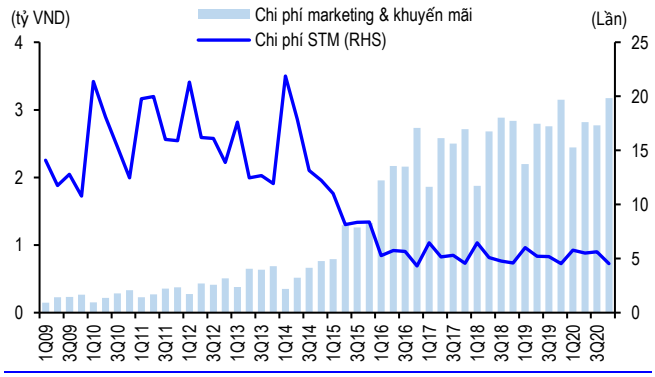
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biến động biên lợi nhuận gộp của Vinamilk và giá WMP



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Vinamilk quản lý hiệu quả chi phí marketing và khuyến mãi

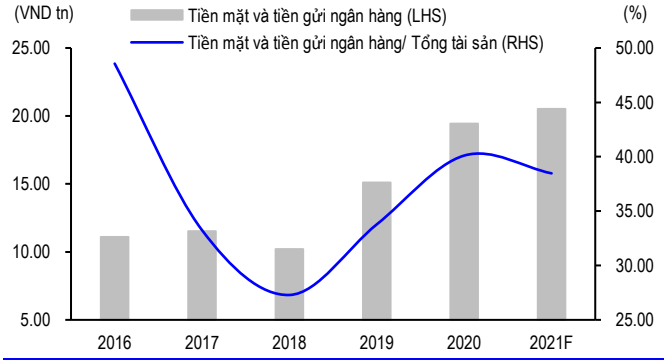


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tiền mặt mạnh đảm bảo cho chính sách cổ tức ổn định và các kế hoạch mở rộng kinh doanh tương lai

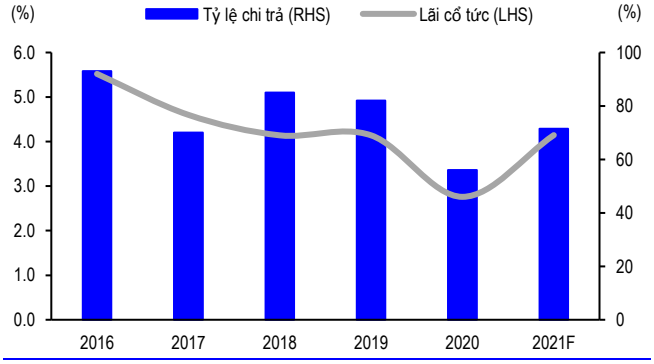
Vinamilk có một lượng tiền dồi dào (trung bình hơn 12 nghìn tỷ đồng tiền mặt và tiền gửi ngân hàng trong 5 năm qua) nhờ lợi thế kinh doanh của công ty. Thêm vào đó, chúng tôi kỳ vọng Vinamilk sẽ đạt lợi nhuận ròng bình quân hơn 11 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2021-25 nhờ hiệu quả của các chiến lược phát triển kinh doanh. Do đó, công ty sẽ duy trì được tỷ lệ chi trả cổ tức cao trên 70%, tương ứng với lãi cổ tức khoảng 4%. Chúng tôi cho rằng đây là mức sinh lời tương đối hấp dẫn trong bối cảnh lãi suất thấp như hiện nay. Mặt khác, cấu trúc vốn nhiều tiền mặt cũng giúp Vinamilk có khả năng tài chính mạnh để tài trợ cho các kế hoạch mở rộng kinh doanh trong tương lai (M&A hoặc xây dựng nhà máy, trang trại), kéo dài sự tăng trưởng của công ty.

Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng của Vinamilk (2016-2021F)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lãi cổ tức của Vinamilk (2016 – 2021F)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự Phóng Doanh Thu

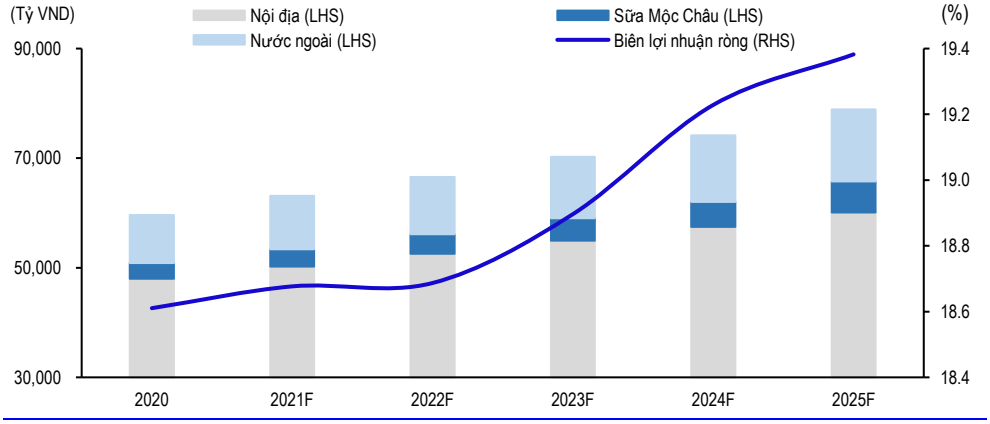
Biên lợi nhuận ròng của Vinamilk sẽ bắt đầu cất cánh từ sau năm 2021

Chúng tôi tin rằng doanh thu của Vinamilk sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là +5.7% trong giai đoạn 2021-25, chủ yếu được thúc đẩy bởi: 1) Tăng trưởng của doanh thu nội địa ổn định trung bình hàng năm ~ + 4.6%; 2) Tăng trưởng hai chữ số trong doanh thu của Sữa Mộc Châu; và 3) Sự phục hồi của doanh thu nước ngoài (2021-25 CAGR khoảng +7.9%).

Đáng chú ý, lợi nhuận ròng của Vinamilk dự kiến sẽ có tốc độ tăng trưởng cao hơn doanh thu với CAGR 2021-25 là +6.7%, nhờ: 1) Biên lợi nhuận cao hơn; 2) Giá sữa nguyên liệu toàn cầu có khả năng giảm sau giai đoạn tăng mạnh trong giai đoạn 2017-21; và 3) Lợi nhuận cao hơn từ các công ty con.

Kết quả là, chúng tôi kỳ vọng rằng năm 2021 sẽ là điểm chuyển tiếp cho giai đoạn tăng trong biên lợi nhuận ròng của Vinamilk, dựa trên: 1) Lợi nhuận tốt hơn sau giai đoạn tái cấu trúc các công ty con (GTN Foods - Vilico – Sữa Mộc Châu); và 2) Lợi ích thiểu số thấp hơn (từ 52.9% xuống 50.9% sau khi GTN Foods được sáp nhập vào Vilico); và 3) Khấu hao lợi thế thương mại thấp hơn so với mức cao của năm 2020 (608 tỷ đồng).

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận ròng của Vinamilk (2020 – 2025F)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của Vinamilk (2019-2025F)

(Đơn vị: Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**56,318**	**59,636**	**63,113**	**66,580**	**70,278**	**74,152**	**78,910**
① Nội địa (trừ MCM)	47,555	48,019	50,243	52,559	54,961	57,460	60,060
② Nước ngoài	8,764	8,794	9,719	10,449	11,262	12,166	13,175
③ Sữa Mộc Châu (MCM)	2,558	2,823	3,151	3,572	4,056	4,526	5,675
Lợi nhuận gộp	**26,572**	**27,669**	**29,404**	**31,227**	**33,208**	**35,329**	**37,872**
Lợi nhuận từ HĐKD	12,182	12,263	13,100	14,027	15,053	16,173	17,487
Lợi nhuận ròng	**10,581**	**11,099**	**11,788**	**12,442**	**13,280**	**14,258**	**15,295**
Biên lợi nhuận (%)							
Biên lợi nhuận gộp	47.2	46.4	46.6	46.9	47.3	47.6	48.0
Biên lợi nhuận từ HĐKD	21.6	20.6	20.8	21.1	21.4	21.8	22.2
Biên lợi nhuận ròng	18.8	18.6	18.7	18.7	18.9	19.2	19.4
Tăng trưởng (%YoY)							
Doanh thu thuần	7.1	5.9	5.8	5.5	5.6	5.5	6.4
Lợi nhuận gộp	8.0	4.1	6.3	6.2	6.3	6.4	7.2
Lợi nhuận từ HĐKD	8.6	0.7	6.8	7.1	7.3	7.4	8.1
Lợi nhuận ròng	3.5	4.9	6.2	5.6	6.7	7.4	7.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu và lợi nhuận của Vinamilk theo quý (2020 – 2022F)

(Đơn vị: Tỷ VND)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	**14,153**	**15,495**	**15,563**	**14,425**	**14,630**	**16,502**	**16,375**	**15,607**	**15,433**	**17,408**	**17,275**	**16,464**	**59,636**	**63,113**	**66,580**
Lợi nhuận gộp	6,606	7,138	7,267	6,658	6,856	7,845	7,488	7,216	7,281	8,331	7,952	7,663	27,669	29,404	31,227
Lợi nhuận từ HĐKD	3,212	3,381	3,523	2,147	3,464	3,744	3,357	2,534	3,710	4,009	3,595	2,713	12,263	13,100	14,027
Lợi nhuận ròng	**2,765**	**3,072**	**3,077**	**2,185**	**3,045**	**3,295**	**3,108**	**2,340**	**3,214**	**3,477**	**3,281**	**2,470**	**11,099**	**11,788**	**12,442**
Biên lợi nhuận (%)															
Biên lợi nhuận gộp	46.7	46.1	46.7	46.2	46.9	47.5	45.7	46.2	47.2	47.9	46.0	46.5	46.4	46.6	46.9
Biên lợi nhuận từ HĐKD	22.7	21.8	22.6	14.9	23.7	22.7	20.5	16.2	24.0	23.0	20.8	16.5	20.6	20.8	21.1
Biên lợi nhuận ròng	19.5	19.8	19.8	15.1	20.8	20.0	19.0	15.0	20.8	20.0	19.0	15.0	18.6	18.7	18.7
Tăng trưởng (%YoY)															
Doanh thu thuần	7.3	6.1	8.9	1.3	3.4	6.5	5.2	8.2	5.5	5.5	5.5	5.5	5.9	5.8	5.5
Lợi nhuận gộp	7.3	1.8	8.1	(0.3)	3.8	9.9	3.0	8.4	6.2	6.2	6.2	6.2	4.1	6.3	6.2
Lợi nhuận từ HĐKD	0.2	0.4	13.2	(14.0)	7.8	10.8	(4.7)	18.1	7.1	7.1	7.1	7.1	0.7	6.8	7.1
Lợi nhuận ròng	(0.9)	6.0	14.4	(0.7)	10.1	7.2	1.0	7.1	5.6	5.6	5.6	5.6	4.9	6.2	5.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

So sánh kết quả dự phóng theo năm từ Shinhan Vietnam và từ Bloomberg

(Đơn vị: Tỷ VND)	Shinhan Vietnam			Bloomberg			Chênh lệch (%)		
	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	63,113	66,580	70,278	64,278	69,579	74,794	(1.81)	(4.31)	(6.04)
Lợi nhuận từ HĐKD	13,100	14,027	15,053	13,415	14,498	14,186	(2.35)	(3.25)	6.11
Lợi nhuận trước thuế	14,447	15,292	16,381	14,504	16,013	16,987	(0.39)	(4.50)	(3.56)
Lợi nhuận ròng	11,788	12,442	13,280	11,670	12,616	13,237	1.01	(1.38)	0.32

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

So sánh kết quả dự phóng theo quý từ Shinhan Vietnam và từ Bloomberg

(Đơn vị: Tỷ VND)	Shinhan Vietnam				Bloomberg				Chênh lệch (%)			
	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
Doanh thu thuần	14,630	16,502	16,375	15,607	13,672	17,240	17,316	16,049	7.01	(4.28)	(5.43)	(2.76)
Lợi nhuận ròng	3,045	3,295	3,108	2,340	2,384	3,373	3,422	2,491	27.73	(2.31)	(9.18)	(6.06)

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Những thiệt hại khó dự đoán từ đại dịch Covid-19. Mặc dù Vinamilk là một trong những doanh nghiệp ít bị thiệt hại bởi đại dịch Covid-19 nhưng việc tiêu thụ các sản phẩm của Vinamilk đã thấp hơn trong giai đoạn giãn cách xã hội ở cả thị trường nội địa và quốc tế. Có thể thấy, trong trường hợp đại dịch Covid-19 không kiểm soát được, tình trạng giãn cách xã hội sẽ tiếp tục diễn ra, dẫn đến tăng trưởng của Vinamilk bị chậm lại.

Rủi ro bị mất khách hàng trọng điểm ở thị trường nước ngoài. Hơn 15% tổng doanh thu của Vinamilk đến từ thị trường nước ngoài, giai đoạn 2015-20, trong đó thị trường Trung Đông đóng góp lớn nhất trong tổng doanh thu nước ngoài của Vinamilk. Do sức tiêu thụ của thị trường này không ổn định (tương quan chặt chẽ với giá dầu thô), nhu cầu của nhóm khách hàng Trung Đông có rủi ro bất ngờ bị gián đoạn, dẫn đến việc giảm nhập khẩu sản phẩm Vinamilk. Trong năm 2017-18, các nhà phân phối Trung Đông đã rút bớt đơn hàng nhập khẩu sữa bột của Vinamilk do căng thẳng địa chính trị.

Rủi ro cạnh tranh ngày càng cao trong ngành sữa Việt Nam. Vinamilk trải qua giai đoạn tăng trưởng một con số trong những năm 2017-20 do ngành sữa Việt Nam cạnh tranh ngày càng gay gắt. Lý do là: 1) Hiệp định EVFTA có hiệu lực kể từ năm 2020 mang lại nhiều sự lựa chọn hơn trong việc mua các sản phẩm từ sữa (ví dụ: các sản phẩm sữa của EU) cho người tiêu dùng Việt Nam; và 2) Các đối thủ cạnh tranh lớn khác (Ví dụ: TH True Milk hay IDP) đang ngày càng chi nhiều tiền hơn để giành thêm thị phần.

Tổng quan về công ty

Lịch sử hình thành và phát triển của Vinamilk

Công ty cổ phần Sữa Việt Nam được thành lập vào năm 1976 với tư cách là một công ty nhà nước (SOE), với tên gọi ban đầu là Công ty Sữa-Cà phê Miền Nam. Sự hình thành của công ty dựa trên sự kết hợp của ba nhà máy là Nhà máy Sữa Thống Nhất, Nhà máy Sữa Trường Thọ và Nhà máy Sữa bột Dielac. Năm 1992, doanh nghiệp đổi tên thành Công ty Sữa Việt Nam (Vinamilk) và chịu sự quản lý của Bộ Công nghiệp. Năm 2003, Vinamilk trở thành công ty cổ phần thông qua việc đấu thầu cổ phần sở hữu nhà nước lần đầu.

Năm 2006, công ty lần đầu tiên được niêm yết trên sàn HOSE sau khi giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước xuống 50% từ 80%, với vốn điều lệ ban đầu là 1.59 nghìn tỷ đồng.

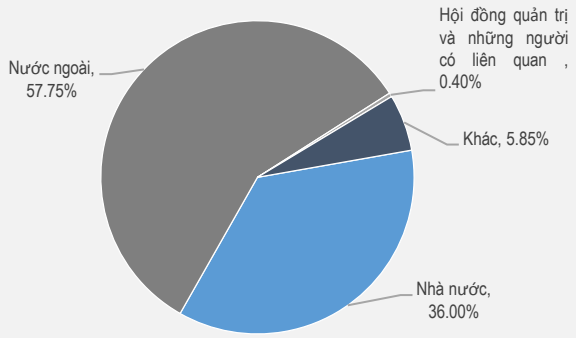
Cơ cấu cổ đông

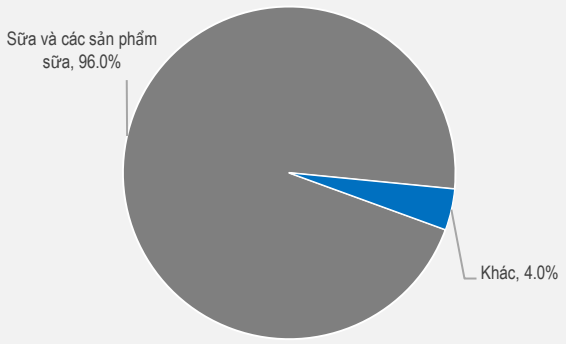
Vinamilk có cơ cấu cổ đông đa dạng với tỷ lệ cổ phiếu tự do giao dịch là 35.2% và tỷ lệ giới hạn sở hữu của cổ đông nước ngoài là 100%. Đến ngày 30/03/2021, cơ cấu cổ đông của Vinamilk phân theo loại nhà đầu tư là: 1) Nhà nước (36.00%); 2) Nước ngoài (57.75%); 3) Hội đồng quản trị và những người có liên quan (0.40%) và 4) Cổ đông tự do (5.85%). Trong đó, hai cổ đông lớn là Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước SCIC (36.00%) và F&N Dairy Investment Pte. Ltd. (20.39%), đầu tư vào cổ phiếu Vinamilk với mục đích đầu tư tài chính.

Hoạt động kinh doanh

Vinamilk là công ty sữa lớn nhất Việt Nam (cả về thị phần và quy mô kinh doanh) với danh mục sản phẩm đa dạng, hơn 200 SKUs, nắm bắt được nhu cầu của nhiều tầng lớp người tiêu dùng khác nhau, từ trẻ sơ sinh đến cao tuổi, từ sản phẩm phổ thông đến sản phẩm cao cấp, và từ sữa bò tới sữa thực vật. Hơn 80% doanh thu của Vinamilk đến từ thị trường nội địa kể từ năm 2007.

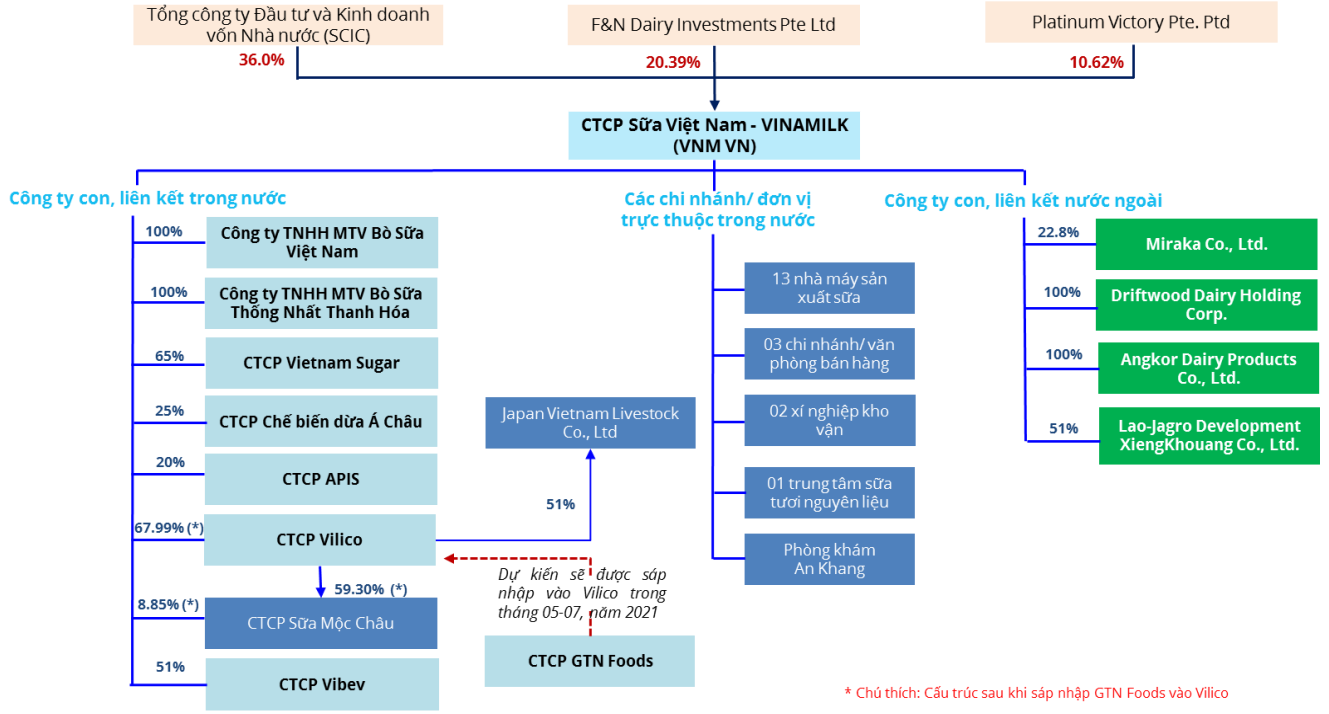
Về cơ cấu phân phối, tại thị trường nội địa, Vinamilk phân phối sản phẩm theo ba kênh, bao gồm bán lẻ truyền thống (hơn 251,000 điểm bán), bán lẻ hiện đại và khách hàng doanh nghiệp (ví dụ: trường học, công xưởng hay khách sạn). Đối với thị trường nước ngoài, Vinamilk phân phối sản phẩm theo hai kênh, thông qua các nhà phân phối trực tiếp và công ty con nước ngoài (Driftwood Dairy và Angkor Dairy).





Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cấu trúc quản trị doanh nghiệp của Vinamilk (2021)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tổng tài sản	**44,700**	**48,433**	**53,691**	**54,891**	**57,804**
Tài sản ngắn hạn	24,722	29,666	32,434	32,798	35,741
Tiền và tương đương tiền	2,665	2,111	2,234	2,357	2,488
Đầu tư TC ngắn hạn	12,436	17,314	18,323	19,330	20,404
Các khoản phải thu	4,503	5,187	5,341	5,570	5,983
Hàng tồn kho	4,983	4,905	6,378	5,375	6,691
Tài sản dài hạn	19,978	18,767	21,257	22,093	22,063
Tài sản cố định	14,894	13,854	16,544	17,580	17,750
Chi phí xây dựng cơ bản	987	973	973	973	973
Tài sản dài hạn khác	4,097	3,940	3,740	3,540	3,340
Tổng nợ	**14,969**	**14,786**	**17,807**	**16,407**	**16,501**
Nợ ngắn hạn	14,443	14,213	17,148	15,826	16,021
Khoản phải trả	6,710	4,412	7,316	4,984	7,913
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	5,352	7,317	7,157	8,056	5,158
Khác	2,381	2,484	2,675	2,786	2,950
Nợ dài hạn	526	573	659	581	480
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	123	167	253	175	74
Khác	403	406	406	406	406
Vốn chủ sở hữu	**26,271**	**29,731**	**34,359**	**35,631**	**37,247**
Vốn góp chủ sở hữu	17,417	20,900	20,900	20,900	20,900
Thặng dư vốn	0	0	0	0	0
Vốn khác	0	0	0	0	0
Thu nhập toàn diện khác	2,211	3,488	4,463	5,681	6,982
Lợi nhuận giữ lại	7,876	6,910	7,779	8,707	9,693
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,227	2,350	2,742	3,196	3,728
*Tổng nợ	5,475	7,484	7,410	8,230	5,232
*Nợ ròng (tiền)	4,199	2,009	(74)	820	(2,998)

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	**56,318**	**59,636**	**63,113**	**66,580**	**70,278**
Tăng trưởng (%)	7.1	5.9	5.8	5.5	5.6
Giá vốn hàng bán	**29,746**	**31,968**	**33,709**	**35,354**	**37,070**
Lợi nhuận gộp	**26,572**	**27,669**	**29,404**	**31,227**	**33,208**
Biên lợi nhuận gộp (%)	47.2	46.4	46.6	46.9	47.3
Chi phí BH & QLDN	14,390	15,406	16,304	17,200	18,155
LN từ HĐKD	**12,182**	**12,263**	**13,100**	**14,027**	**15,053**
Tăng trưởng (%)	8.6	0.7	6.8	7.1	7.3
Biên LN từ HĐKD (%)	21.6	20.6	20.8	21.1	21.4
LN khác	619	1,252	1,320	1,237	1,298
Thu nhập tài chính	807	1,581	1,550	1,465	1,545
Chi phí tài chính	187	308	278	278	300
Trong đó: Chi phí lãi vay	109	144	175	169	185
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(1)	(21)	48	50	53
LNTT	**12,795**	**13,519**	**14,447**	**15,292**	**16,381**
Thuế TNDN	2,238	2,311	2,440	2,583	2,766
LNST	**10,554**	**11,236**	**12,007**	**12,710**	**13,615**
Tăng trưởng (%)	3.4	6.5	6.9	5.9	7.1
Biên lợi nhuận ròng (%)	18.8	18.6	18.7	18.7	18.9
LNST cổ đông công ty mẹ	10,581	11,099	11,788	12,442	13,280
Lợi ích CĐTS	(27)	137	219	268	335
LN trước thuế và lãi vay	**12,182**	**12,263**	**13,100**	**14,027**	**15,053**
Tăng trưởng (%)	8.6	0.7	6.8	7.1	7.3
Biên LN (%)	21.6	20.6	20.8	21.1	21.4
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**14,130**	**14,472**	**14,931**	**16,168**	**17,271**
Tăng trưởng (%)	10.1	2.4	3.2	8.3	6.8
Biên LN (%)	25.1	24.3	23.7	24.3	24.6

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền từ HĐKD	**12,544**	**9,892**	**10,815**	**11,422**	**14,788**
Lợi nhuận ròng	10,554	11,236	12,007	12,710	13,615
Khấu hao TSCĐ hữu hình	1,948	2,209	1,831	2,141	2,218
Khấu hao TSCĐ vô hình	0	0	0	0	0
Lãi vay	(109)	(144)	(175)	(169)	(185)
Thay đổi vốn lưu động	350	(3,194)	1,459	(1,455)	1,354
Thay đổi khác	(417)	(503)	(4,658)	(2,143)	(2,584)
Tiền từ HĐ đầu tư	**(6,748)**	**(4,802)**	**(3,648)**	**(3,080)**	**(2,056)**
Tăng tài sản cố định	621	396	3,091	2,475	2,828
Giảm tài sản cố định	114	150	0	0	0
Thay đổi trong tài sản vô hình	0	0	0	0	0
Thay đổi trong tài sản đầu tư	(2,545)	(3,687)	(1,009)	(1,007)	(1,074)
Thay đổi khác	(2,158)	0	0	0	0
Dòng tiền tự do	**10,448**	**8,350**	**6,674**	**7,934**	**12,329**
Tiền từ HĐ tài chính	**(3,516)**	**(5,927)**	**(8,530)**	**(8,220)**	**(12,601)**
Thay đổi trong vốn cổ phần	(1)	0	35	0	0
Tiền thu từ đi vay	10,427	7,769	3,010	1,777	1,301
Tiền chi trả nợ vay	(6,233)	(5,753)	(2,998)	(944)	(4,239)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(7,836)	(7,928)	(8,577)	(9,053)	(9,662)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**2,449**	**932**	**(1,363)**	**123**	**131**
Tổng tiền đầu năm	1,523	2,665	3,597	2,234	2,357
Thay đổi trong tỷ giá	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
Tổng tiền cuối năm	3,972	3,597	2,234	2,357	2,488

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

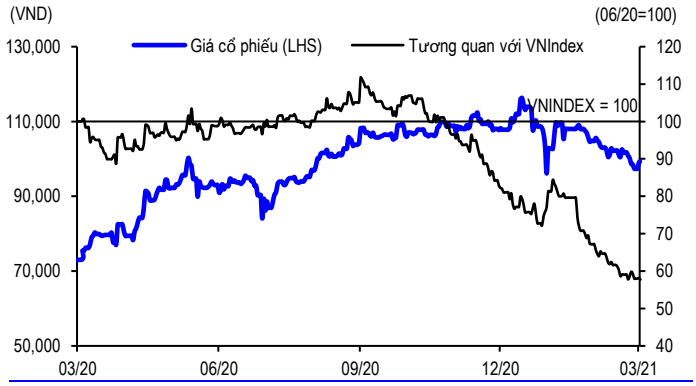
Chỉ số tài chính

Năm	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS (VND)	5,477	5,311	5,640	5,953	6,354
BPS (VND)	15,792	14,975	17,172	18,417	19,765
DPS (VND)	4,499	2,916	4,104	4,331	4,623
PER (x)	19.9	20.5	21.8	20.7	19.4
PBR (x)	6.9	7.3	7.2	6.7	6.2
EV/EBITDA (x)	13.6	16.1	14.4	13.4	12.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	82.0	56.0	71.4	71.2	71.0
Lãi cổ tức (%)	4.1	2.8	4.1	4.4	4.7
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	25.1	24.3	23.7	24.3	24.6
Biên LN từ HĐKD (%)	21.6	20.6	20.8	21.1	21.4
Biên LNST (%)	18.7	18.8	19.0	19.1	19.4
ROA (%)	25.8	23.8	26.9	26.2	25.4
ROE (%)	35.5	33.4	33.5	33.0	33.0
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	18.4	22.2	20.6	21.4	12.7
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	0.3	0.1	(0.0)	0.1	(0.2)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	112	85	75	83	81
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay vốn lưu động (lần)	5.5	3.9	4.1	3.9	3.6
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	64.5	56.4	61.1	60.7	59.4
Vòng quay khoản phải thu (ngày)	29.6	29.7	30.4	29.9	30.0

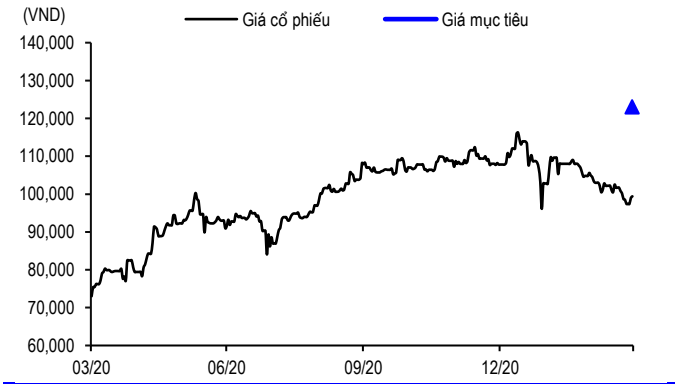
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Sữa Việt Nam (HSX: VNM VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Target price (VND)	Target price gap (%) Average	Max/Min
30/03/2021 (BC lần đầu)	MUA	123,000	(1.4)	(12.1)/13.1

Ghi chú: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 6 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 6 tháng từ 10% trở lên ◆ **MUA ngắn hạn:** Khả năng sinh lời trong 6 tháng từ -10% đến 10% ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 6 tháng từ -20% đến -10% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 6 tháng thấp hơn -20%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ngắn hạn hoặc GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: AN NGUYEN, TRUNG HOANG and HOANG PHAN

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: Vinamilk (VNM VN), Moc Chau Milk (MCM VN), GTN Food (GTN VN), and Vilico (VLC VN)
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments, and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes a best effort but does not guarantee the accuracy, completeness or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Investment Corp.
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ho Chi Minh
Shinhan Investment Corp.
Ho Chi Minh Representative Office
1st Floor, Empress Tower, 138-142 Hai Ba Trung, Da Kao Ward,
District 1, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 3824-6445
Fax : (84-8) 3824-6447