

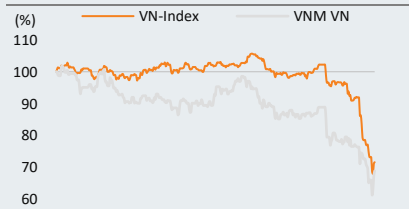
Thực phẩm

Báo cáo doanh nghiệp
6 Tháng 4, 2020

(Duy trì)	MUA
Giá mục tiêu (12T, VND)	119,300
Thị giá (04/03/20, VND)	95,000
Lợi nhuận kỳ vọng (%)	26%

Lợi nhuận HBKD (20F, tỷ)	13.498
Lợi nhuận HBKD thị trường(20F)	13.035
Tăng trưởng EPS (20F, %)	20,5
Tăng trưởng EPS thị trường (20F)	9,5
P/E (20F, x)	6,2
P/E thị trường (20F, x)	11
VN Index	694
Vốn hóa (tỷ)	163.690
Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1.741
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	81,9
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	58,6
Hệ số Beta (12T)	0,8
Thấp nhất 52 tuần	83.700
Cao nhất 52 tuần	139.900

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-13,0	-27,7	-31,1
Tương đối	10,7	2,7	-2,3



Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

[Thực phẩm]

Ly Le
+84-28-3910-2222
ly.lh@miraeasset.com.vn

CTCP Sữa Việt Nam (VNM VN)

Trụ vững qua đại dịch

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM) là công ty đứng đầu ngành sữa, với danh mục sản phẩm đa dạng, bao gồm sữa nước, sữa chua, sữa đặc, sữa bột, v.v. Với hệ thống phân phối trải khắp cả nước, VNM là một trong những thương hiệu được biết nhiều nhất Việt Nam.

Bên cạnh vị thế nhà sản xuất sữa lớn nhất Việt Nam, VNM cũng là công ty lớn thứ tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam về vốn hóa (140 nghìn tỷ đồng, tính đến ngày 04.02.2020), khiến VNM trở nên hấp dẫn đối với cả nhà đầu tư trong và ngoài nước.

2019: Hồi phục

Tốc độ tăng trưởng của VNM đã dần phục hồi vào năm 2019, sau khi ghi nhận mức tăng trưởng thấp nhất trong 10 năm vào năm 2018. Đến cuối năm 2019, VNM đã ghi nhận tăng trưởng lần lượt là 7% YoY (2018: 3% YoY) và 3% YoY (2018: -1% YoY) về doanh thu và lợi nhuận ròng, đạt 56 nghìn tỷ đồng và 11 nghìn tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp tăng 36 điểm cơ bản, nhờ tăng trưởng tích cực trong phân khúc sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao. VNM tiếp tục đa dạng hóa danh mục sản phẩm của mình với mười chín sản phẩm mới trong năm 2019, chủ yếu ở phân khúc sản phẩm từ trung đến cao cấp, nhằm đến khối người tiêu dùng trẻ tuổi, những người tìm kiếm lối sống lành mạnh hơn.

Bước vào thị trường Trung Quốc

VNM đã chính thức tiến vào thị trường Trung Quốc với các sản phẩm thuộc nhóm sữa chua và sữa đặc. Là quốc gia đông dân nhất thế giới, Trung Quốc hứa hẹn sẽ là bước đệm để VNM nâng cao vị thế của mình trên thị trường quốc tế. Hiện tại, các hoạt động sản xuất tại Trung Quốc đang bị đình trệ do sự bùng phát của dịch Covid-19. Độ trễ trong sự phục hồi của hoạt động sản xuất so với nhu cầu mua hàng của người tiêu dùng khi đỉnh điểm dịch bệnh qua đi sẽ tạo cơ hội cho VNM, cũng như cho các nhà xuất khẩu sữa nói chung.

Sở hữu thương hiệu sữa Mộc Châu

Vào cuối năm 2019, VNM đã mua thành công GTN JSC (HÓE: GTN), qua đó sở hữu thương hiệu Sữa Mộc Châu, một thương hiệu nổi tiếng trong phân khúc sữa sạch. Bước đi này sẽ không chỉ giúp ích cho việc tăng cường năng lực cung ứng tại nội địa mà còn tạo điều kiện mở rộng tiêu thụ, đặc biệt là ở phía bắc Việt Nam.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro hoạt động chính đối với VNM đến từ sự cạnh tranh khốc liệt trên thị trường sữa và sự năng động của người tiêu dùng trẻ từ đó dẫn đến mức độ biến động cao trong sở thích và nhu cầu tiêu dùng.

Duy trì khuyến nghị Mua (TP:119.300 VND)

VNM hiện đang giao dịch ở mức P / E là 17 lần, giảm so với mức P / E trung bình 5 năm là 24,3 lần, do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 trên thị trường vốn và nền kinh tế toàn cầu nói chung. Tuy nhiên, chúng tôi khuyến nghị VNM cho các danh mục đầu tư dài hạn, với mức giá mục tiêu là 119.300 đồng dựa trên các yếu tố: 1) nhu cầu trong nước ổn định; 2) vị thế là thương hiệu sữa đứng đầu ngành, nhờ mạng lưới bán lẻ toàn quốc; và 3) tỷ lệ nợ/tài sản thấp, hạn chế tiềm ẩn rủi ro cho nhà đầu tư

FY()	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (F)
Doanh thu (tỷ)	40.080	46.794	51.041	52.562	56.318	58.008
Lợi nhuận HỖSXKD (tỷ)	9.271	11.160	12.226	11.877	12.797	13.393
Tỷ suất LNHỖSXKD (%)	23,1	23,8	24,0	22,6	22,7	23,1
Lợi nhuận (tỷ)	7.770	9.364	10.278	10.206	10.554	11.046
EPS (VND)	5.835	5.805	6.355	5.294	5.478	5.697
ROE (%)	37,1	41,8	43,1	38,8	35,5	36,0
P/E (x)	21,9	21,5	32,8	22,7	17,2	20,9
P/B (x)	7,4	8,2	13	8,1	5,5	5,3
Lợi tức cổ tức (%)	4,4	4,3	2,7	3,6	5,3	5,9

Lưu ý: Lợi nhuận được đề cập là lợi nhuận có thể phân phối cho cổ đông công ty
Nguồn: Company data, Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC Research dự báo

M Ụ C L Ụ C

Quan điểm đầu tư	3
1. Khả năng trụ vững qua đại dịch	3
2. Mua lại thương hiệu sữa Mộc Châu	3
3. Mở rộng thị trường	4
4. Tình trạng tài chính lành mạnh	5
Dự phóng kết quả kinh doanh	6
Định giá	8
Rủi ro đầu tư	10
1. Thay đổi nhu cầu tiêu dùng	10
2. Cạnh tranh khốc liệt	10

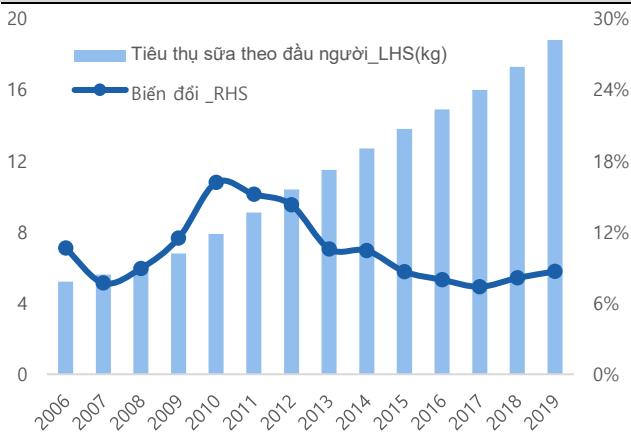
Quan điểm đầu tư

1. Khả năng trụ vững qua đại dịch

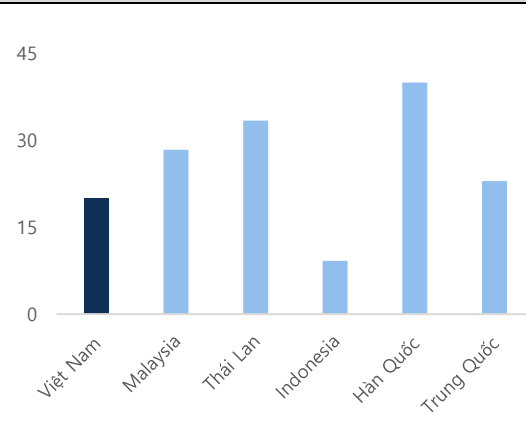
Nhu cầu về các sản phẩm sữa ngày càng tăng ở Việt Nam khi người dân quan tâm hơn về đời sống và sức khỏe cá nhân trong điều kiện thu nhập và nhận thức của người tiêu dùng tăng cao. Các sản phẩm sữa đã trở thành nguồn dinh dưỡng quan trọng, đặc biệt là đối với trẻ em và người già. Mặc dù xu hướng tiêu dùng sữa tăng trong thập kỷ qua, tiêu thụ sữa bình quân đầu người của Việt Nam vẫn thấp hơn so với một số nước láng giềng; do đó, chúng tôi hy vọng mức tiêu thụ sẽ tiếp tục tăng trong thập kỷ tới.

Tất cả ngành nghề kinh tế hiện đang chịu tác động tiêu cực bởi sự bùng phát dịch Covid-19. Tuy nhiên, chúng tôi hy vọng ngành công nghiệp sữa sẽ ít bị ảnh hưởng hơn so với các ngành khác. Trong giai đoạn chiến đấu với dịch Covid-19, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu đối với các sản phẩm sữa đóng gói sẽ duy trì ổn định do người dân sẽ tìm đến các sản phẩm bổ dưỡng và thời hạn sử dụng tương đối dài để đảm bảo sức khỏe kể cả khi việc ra ngoài mua sắm thường xuyên bị hạn chế. Theo Kantar Worldpanel, các sản phẩm tăng cường miễn dịch và dinh dưỡng là một trong ba nhóm hàng hóa mà người tiêu dùng Việt Nam mua nhiều hơn sau kỳ nghỉ Tết Nguyên đán, do lo lắng về dịch Covid-19.

Hình 1: Tiêu thụ sữa ở Việt Nam duy trì tăng



Hình 2: Tiêu thụ sữa theo đầu người ở một số quốc gia (kg)



Nguồn: Euromonitor

2. Mua lại thương hiệu sữa Mộc Châu

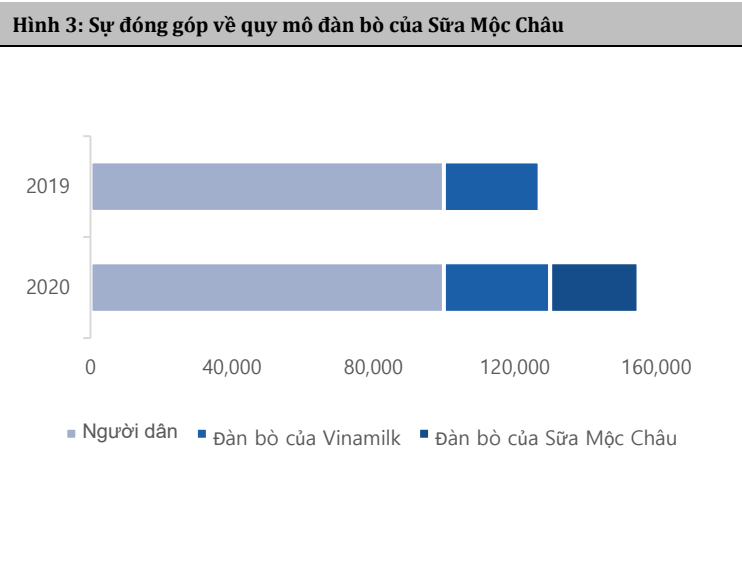
VNM gần đây đã trở thành công ty mẹ của CTCP Thực phẩm GTN (HOSE: GTN) với 75% quyền sở hữu, qua đó sở hữu thương hiệu Sữa Mộc Châu. Việc mua lại Sữa Mộc Châu giúp VNM tiếp tục mở rộng chuỗi cung ứng sữa tươi trong nước bằng cách mở rộng quy mô đàn bò. Xét về đàn bò, bao gồm 25.000 con bò thuộc sở hữu của Sữa Mộc Châu, đàn bò của VNM đã đạt 155.000 con vào cuối năm 2019, nâng tỷ lệ tự cung cấp sữa tại địa phương lên 35-40% (~ 30% vào năm 2018).

Sữa Mộc Châu nổi tiếng là một thương hiệu sữa tươi sạch, đặc biệt là ở miền bắc Việt Nam. Vào cuối năm 2019, Sữa Mộc Châu chiếm 0,4% thị phần thị trường sữa nước Việt Nam, theo thống kê từ Euromonitor. Tương tự như các doanh nghiệp sữa nhỏ lẻ khác ở Việt Nam, việc thiếu mạng lưới phân phối và chuỗi cung ứng đáp ứng được tiêu chuẩn của ngành sữa là những trở ngại lớn cho tăng trưởng. Chúng tôi tin rằng, với sự hỗ trợ về mạng lưới bán lẻ toàn quốc và chuỗi cung ứng hiện tại của VNM, thị phần của GTN sẽ tăng mạnh vào năm 2020, hỗ trợ sự phát triển và mở rộng của VNM.

Bảng 1: Thị phần sữa nước (%)

Tên Công Ty	2019
CTCP Sữa Việt Nam	41.7
Royal FrieslandCampina NV	18.7
CTCP Chuối Thực Phẩm TH	10.9
CTCP Đường Quảng Ngãi	7.7
Nestlé SA	7.1
CTCP Sữa Quốc Tế	2.5
CTCP Thực Phẩm Nutifood	2.1
Associated British Foods Plc	1.1
Fonterra Cooperative Group Ltd	0.8
Reckitt Benckiser Group Plc (RB)	0.6
Uni-President Enterprises Corp	0.5
Tập Đoàn Tân Hiệp Phát	0.5
Công Ty Sữa Long Thành	0.5
Abbott Laboratories Inc	0.5
Công Ty Sữa Mộc Châu	0.4

Nguồn: Euromonitor



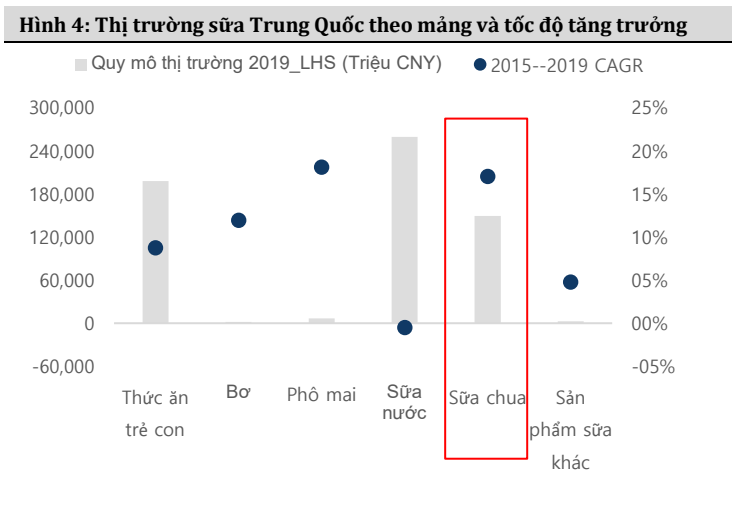
Nguồn: VNM

3. Mở rộng thị trường

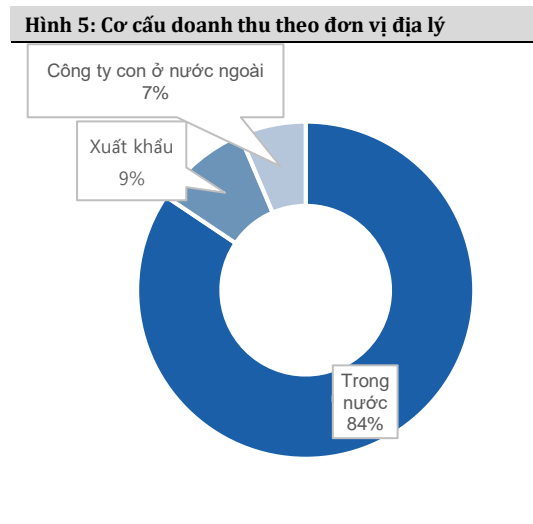
VNM không chỉ mở rộng thị trường trong nước, mà còn quan tâm đến việc mở rộng vị thế của mình trên thị trường sữa toàn cầu. Kể từ cuối năm 2019, VNM đã chính thức đưa sản phẩm sữa chua và sữa bột vào thị trường Trung Quốc. Người tiêu dùng Trung Quốc ngày càng quan tâm đến dinh dưỡng; trong khi đó, các hoạt động chăn nuôi bò sữa không được khuyến khích do những lo ngại về môi trường. Những điều này tạo cơ hội cho VNM, cũng như cho các nhà xuất khẩu sữa quốc tế khác.

Ngoài ra, sữa chua là một phân khúc rất tiềm năng ở thị trường Trung Quốc, với quy mô thị trường lớn thứ hai trong ngành sữa và tốc độ tăng trưởng cao trong giai đoạn 2015-2019. Động lực chính cho sự phát triển này là nhận thức về sức khỏe của người mua địa phương ngày càng tăng. Với hình ảnh gắn liền với lối sống lành mạnh, các sản phẩm sữa chua được coi là lựa chọn thay thế lý tưởng cho đồ uống có hương vị của người tiêu dùng Trung Quốc, đặc biệt là với trẻ em, nhóm khách hàng vốn dĩ không phải là khách hàng mục tiêu chính của phân ngành sữa chua. Chúng tôi kỳ vọng sữa chua sẽ là điểm khởi đầu tốt để VNM xây dựng vị thế trên thị trường Trung Quốc.

Ngoài ra, tính đến cuối năm 2019, VNM đã có mặt ở 53 quốc gia và khu vực, tăng từ 40 nước vào cuối năm 2018. Doanh thu xuất khẩu là 8,8 nghìn tỷ đồng, chiếm 16% tổng doanh thu. VNM xuất khẩu sang Mỹ và Campuchia thông qua các công ty con gồm Driftwood Dairy Holding Corporation (doanh thu năm 2019: -1% YoY, 5% tổng doanh thu) và Angkor Dairy Products Co., Ltd. (doanh thu năm 2019: + 27% YoY, 2% tổng doanh thu). VNM cũng đồng thời xuất khẩu trực tiếp sang Úc, Nhật Bản, Myanmar và Trung Đông.



Nguồn: Euromonitor



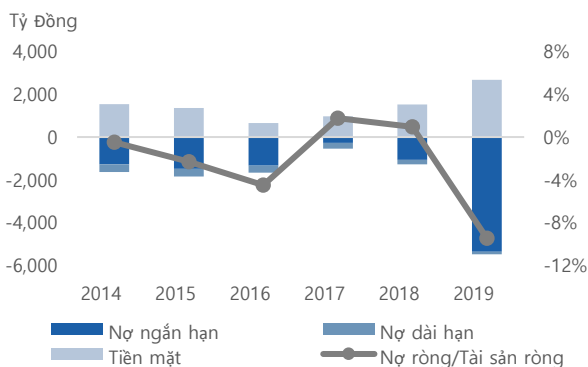
Nguồn: Dữ liệu Công ty

4. Tình trạng tài chính lành mạnh

Chúng tôi cho rằng tình trạng tài chính của VNM duy trì ở trạng thái tốt mặc dù tổng nợ năm 2019 tăng 329% YoY, nâng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản lên 12% (so với 3% vào năm 2018). Năm ngoái, VNM đã tăng gấp đôi vốn đầu tư tại Driftwood Dairy Holding Corporation lên 20 triệu đô la Mỹ, mua 75% cổ phần của CTCP thực phẩm GTN với giá trị khoảng 3,4 nghìn tỷ đồng và đầu tư vào một trang trại bò sữa ở Lào, dẫn đến nhu cầu vốn tăng cao. Các dự án này đóng vai trò quan trọng trong sự tăng trưởng dài hạn của VNM khi góp phần tăng lượng sữa nguyên liệu đầu vào và đồng thời mở rộng thị trường tiêu thụ.

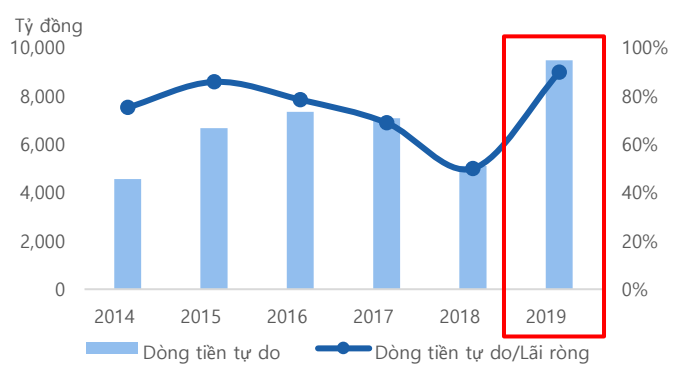
Trong hoàn cảnh đó, tính thanh khoản và dòng tiền tự do của VNM vẫn ổn định cho thấy VNM có nền tảng tài chính bền vững, và việc tăng dư nợ nhằm phục vụ nhu cầu phát triển dài hạn của doanh nghiệp. So sánh với các công ty thực phẩm và đồ uống trong ngành, cũng như các công ty lớn khác trên thị trường chứng khoán Việt Nam, VNM vẫn có tỷ lệ nợ/tài sản ở mức độ trung bình, tạo ra rủi ro tài chính thấp cho các nhà đầu tư.

Hình 4: Nợ vay tăng trong năm 2019



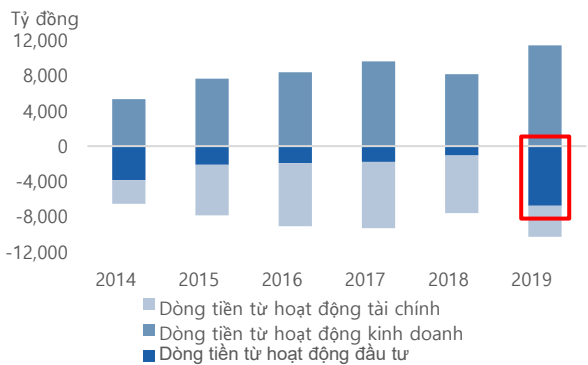
Nguồn: Dữ liệu Công ty

Hình 5: Dòng tiền tự do tăng



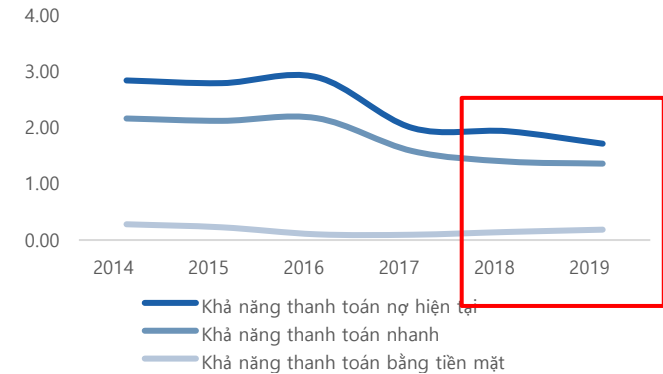
Nguồn: Bloomberg

Hình 6: Tăng dòng tiền đầu tư



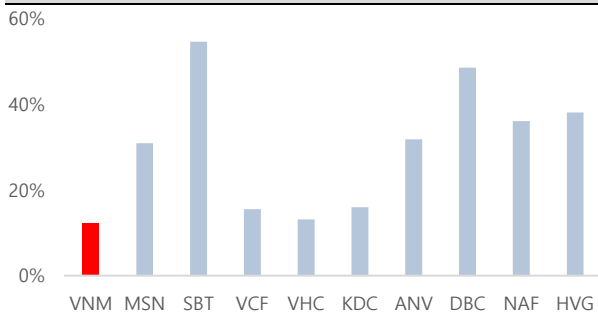
Nguồn: Dữ liệu Công ty

Hình 7: Chỉ số thanh khoản ổn định



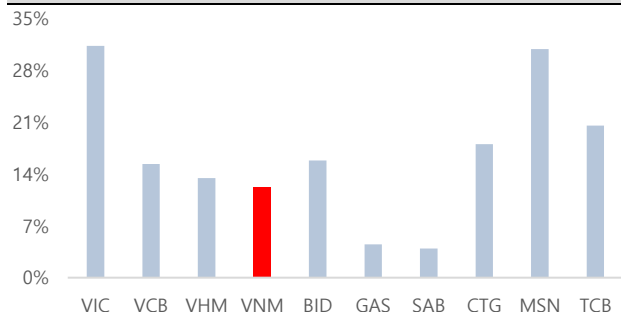
Nguồn: Dữ liệu Công ty

Hình 8: Tỷ số nợ/tài sản của các doanh nghiệp F&B



Nguồn: Dữ liệu Công ty

Hình 9: Tỷ lệ nợ/tài sản của các doanh nghiệp niêm yết lớn nhất



Nguồn: Bloomberg

Dự phóng kết quả kinh doanh

Tốc độ tăng trưởng của VNM phục hồi vào năm 2019, sau khi chạm mức tăng trưởng thấp 10 năm vào năm 2018. Vào cuối năm 2019, VNM đã ghi nhận tăng trưởng 7% YoY (so với 3% YoY năm 2018) về doanh thu và 3% YoY (so với -1% YoY năm 2018) về lợi nhuận ròng lần lượt là 56 nghìn tỷ và 10,6 nghìn tỷ. Biên lợi nhuận gộp tăng 36 điểm cơ bản, nhờ vào: 1) tăng trưởng tích cực trong phân khúc sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao; và 2) giảm giá của một số nguyên liệu thô, chẳng hạn như đường và chất béo sữa khan.

Dự phóng doanh thu năm 2020 tăng 3% YoY

Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ duy trì tăng trưởng mặc dù tốc độ tăng trưởng sẽ giảm, do người tiêu dùng sẽ ưu tiên các sản phẩm để đảm bảo sức khỏe và dinh dưỡng trong giai đoạn đại dịch. Trong khi đó, tác động dịch bệnh khiến các hoạt động kinh tế bị đình trệ; từ đó, ảnh hưởng trực tiếp đến thu nhập của người tiêu dùng, cùng với sự thiếu chắc chắn về diễn biến của nền kinh tế sẽ khiến người dân tăng cường các khoản tiết kiệm. Do đó, về giá bán, VNM có thể sẽ chịu áp lực giảm giá bán hoặc tăng chi phí bán hàng, triển khai các hoạt động khuyến mãi cho các đại lý và người tiêu dùng.

Biên lợi nhuận duy trì ổn định

Chúng tôi lạc quan về tỷ suất lợi nhuận của VNM sẽ được cải thiện đáng kể. Giá sữa bột đang có xu hướng giảm. Sữa bột nhập khẩu chiếm tới 65% lượng sữa nguyên liệu của VNM. Sự gián đoạn trong chuỗi giá trị ngành sữa toàn cầu do ảnh hưởng của đại dịch (đặc biệt là ở Trung Quốc) và sức mua của người tiêu dùng sẽ làm tăng hàng tồn kho mặt hàng sữa bột trên thế giới, dẫn đến giá sữa bột toàn cầu tiếp tục ở mức thấp. Đồng thời, chúng tôi hy vọng giá mua của các nguyên liệu chính khác, như đường và bao bì, sẽ vẫn ở mức thấp trong năm 2020.

Do đó, mặc dù VNM có thể chịu áp lực tăng dự phòng khuyến mại, tỷ suất lợi nhuận được dự kiến sẽ ổn định ở mức 47% do chi phí nguyên vật liệu và sản xuất được kỳ vọng sẽ giảm.

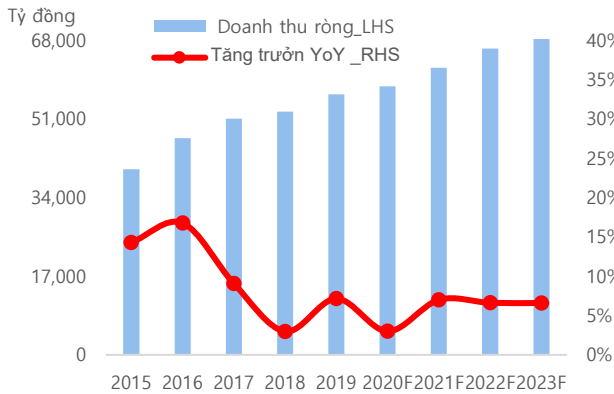
Chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí SG & A trên doanh thu ở mức 25,5% (so với năm 2019: 25,6%). Chi phí bán hàng là trọng yếu đối với VNM khi những yếu tố về nhận diện thương hiệu, về các sản phẩm mới là yếu tố hỗ trợ chính cho tăng trưởng doanh thu, đặc biệt là trong điều kiện cạnh tranh trên thị trường sữa Việt Nam ngày càng tăng.

Hình 10: Diễn biến giá sữa bột thế giới (US\$/tấn)



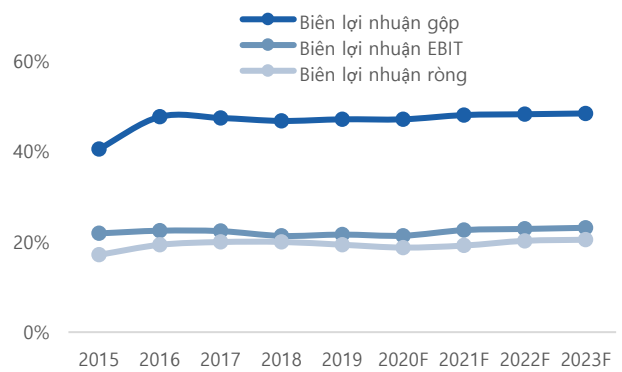
Nguồn: Bloomberg

Hình 11: Tăng trưởng của VNM



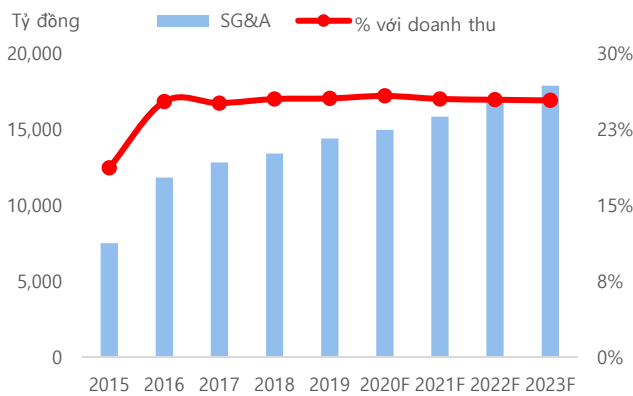
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Securities (Vietnam) Research

Hình 12: Biên lợi nhuận của VNM



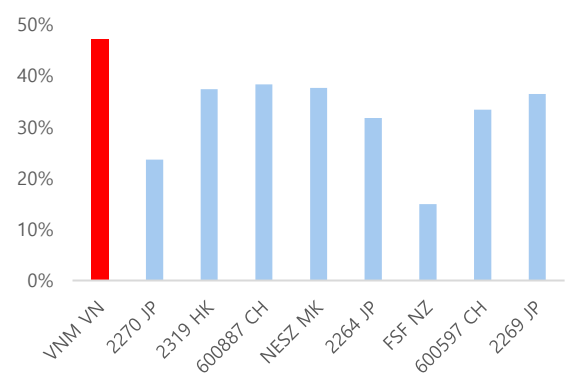
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Securities (Vietnam) Research

Hình 13: Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Securities (Vietnam) Research

Hình 14: Biên lợi nhuận gộp của một số doanh nghiệp sữa



Nguồn: Bloomberg

Bảng 2: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận

	2019	2020F	2021F	2022F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
Doanh thu ròng	56.318	58.008	62.068	66.175	13.189	14.599	14.291	14.239	13.453	14.891	14.863	14.801
Giá vốn hàng bán	-29.746	-30.638	-32.198	-34.209	-7.034	-7.585	-7.568	-7.559	-7.175	-7.737	-7.871	-7.856
Lợi nhuận gộp	26.572	27.369	29.870	31.966	6.155	7.014	6.723	6.680	6.278	7.154	6.992	6.945
SG&A	-14.390	-14.966	-15.827	-16.825	-2.949	-3.648	-3.610	-4.183	-3.008	-3.721	-3.754	-4.483
Chi phí bán hàng	-12.993	-13.516	-14.276	-15.220	-2.670	-3.330	-3.292	-3.701	-2.724	-3.397	-3.423	-3.972
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1.396	-1.450	-1.552	-1.605	-278	-318	-318	-482	-284	-324	-331	-511
EBIT	12.182	12.403	14.043	15.141	3.206	3.366	3.113	2.497	3.270	3.433	3.238	2.462
Lãi/(Lỗ) hoạt động tài chính	620	1.042	1.138	1.238	148	149	162	162	150	152	168	572
Doanh thu	807	1.146	1.250	1.358	176	191	207	234	180	195	215	557
Chi phí	-187	-104	-112	-119	-29	-42	-45	-71	-29	-43	-47	15
Lợi nhuận từ HDKD	12.803	13.445	15.181	16.379	3.354	3.514	3.275	2.660	3.421	3.585	3.406	3.034
Lãi/(Lỗ) từ hoạt động khác	-1	-1	-2	-2	2	33	-11	-25	2	34	-12	-25
Lợi nhuận trước thuế (PBT)	12.801	13.444	15.180	16.378	3.355	3.547	3.264	2.635	3.422	3.618	3.394	3.009
Chi phí thuế	-2.241	-2.355	-2.659	-2.869	-545	-646	-577	-473	-599	-633	-594	-527
Lợi nhuận sau thuế (NPAT)	10.560	11.089	12.521	13.509	2.810	2.901	2.687	2.162	2.824	2.985	2.800	2.483

Nguồn: Mirae Asset Securities (Vietnam) Research

Định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua (Trading Buy) với giá mục tiêu là 119.300 đồng (30% cao hơn giá hiện tại) đối với CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM). Chúng tôi đã sử dụng mô hình DCF làm phương pháp định giá chính để phản ánh hiệu quả dòng tiền lành mạnh của công ty, tiềm năng tăng trưởng ổn định, danh mục sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao và rủi ro tài chính thấp, nhờ tỷ lệ nợ thấp.

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng của VNM vào năm 2020 ở mức 3% YoY, dựa trên các giả định chính sau: 1) nhu cầu lớn đối với các sản phẩm sữa do người tiêu dùng duy trì sử dụng các sản phẩm giàu dinh dưỡng trong bối cảnh đại dịch; (2) tăng trưởng doanh số tại thị trường Trung Quốc; và 3) tiếp tục mở rộng phạm vi bán lẻ trong nước, đặc biệt là ở miền bắc Việt Nam, tận dụng vị thế của thương hiệu Sữa Mộc Châu.

Khi tính giá trị hợp lý dựa trên DCF, chúng tôi giả định mức tăng trưởng cuối cùng là 0,5% và chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) là 7,42% (giả sử tỷ suất phi rủi ro là 2,1%, lợi nhuận thị trường dự kiến là 8,7% và beta là 0,9). Dựa trên mô hình định giá DCF, chúng tôi ước tính mức giá mục tiêu trong 12 tháng của VNM là 119.300 đồng / cổ phiếu, tương đương với 2020 P / E là 20,1 lần (P / E hiện tại là 17x). Theo quan điểm của chúng tôi, định giá này phản ánh được triển vọng tích cực của VNM.

Giá cổ phiếu của VNM giảm 19% so với đầu năm (chỉ số VN-Index giảm -28%YTD) do ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 và những biến động trong nền kinh tế toàn cầu. Hơn nữa, VNM đang bị định giá tương đối thấp dựa trên tương quan với hiệu quả hoạt động khi so sánh với các công ty sữa lớn trên thế giới. Từ đó, chúng tôi đánh giá VNM là sự lựa chọn an toàn cho các nhà đầu tư, vì: 1) các sản phẩm sữa là một trong những nguồn dinh dưỡng chính, dẫn đến nhu cầu trong nước ổn định; 2) VNM là một trong những thương hiệu nổi tiếng và có mặt rộng rãi tại Việt Nam, nhờ mạng lưới bán lẻ toàn quốc; 3) công ty đang thực hiện chiến lược mở rộng thị trường quốc tế; và 4) nhà đầu tư sẽ ít gặp rủi ro tài chính so với đầu tư vào các doanh nghiệp cùng ngành và cùng quy mô ở Việt Nam, nhờ tỷ lệ nợ trên tài sản thấp. Do đó, chúng tôi khuyến nghị VNM cho các danh mục đầu tư dài hạn.

Bảng 3: Định giá PNJ theo mô hình DCF

(Tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	11.410	14.176	15.773	16.814	17.965
Tăng: Lãi suất	109	70	74	79	85
Giảm: capex	-2.044	-2.500	-2.500	-2.500	-2.500
Dòng tiền tự do	9.475	11.745	13.348	14.393	15.550
Giá trị chiết khấu	9.475	10.885	11.464	11.456	11.472
Định giá DCF	FCFF				
Thời gian dự báo (năm)	4				
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	54.752				
Giá trị cuối cùng đã chiết khấu	155.838				
Tổng giá trị hiện tại	74%				
Tăng:: tiền mặt và các khoản tương đương	210.590				
Giảm: nợ	2.665				
Giá trị vốn cổ phần	5.474				
Số lượng cổ phiếu (triệu)	207.780				
Giá trị hợp lý	1.741,38				
WACC	7,42%				
Tốc độ tăng trưởng cuối	0,5%				
Lãi suất phi rủi ro	2,1%				
Beta	0,90				
Phần bù rủi ro	6,6%				
Chi phí vốn	8,05%				
Chi phí lãi vay	5,00%				

Nguồn: Mirae Asset Securities (Vietnam) Research, Bloomberg

Hình 155: Biểu đồ P/E

Nguồn: Company data, Mirae Asset Securities (Vietnam) Research

Bảng 4: So sánh định giá của VNM với một số doanh nghiệp sữa trên thế giới

Công ty	Doanh thu 2019 (Triệu US\$)	Công ty	ROE (%)	Công ty	P/E (x)*
Fonterra Co-operative Group Lt	12.895	Vietnam Dairy Products JSC	35,8	Bright Dairy & Food Co Ltd	34,8
Inner Mongolia Yili Industrial	12.036	Inner Mongolia Yili Industrial	27,7	China Mengniu Dairy Co Ltd	26,6
MEIJI Holdings Co Ltd	11.315	China Mengniu Dairy Co Ltd	14,2	Inner Mongolia Yili Industrial	24,8
China Mengniu Dairy Co Ltd	10.436	MEIJI Holdings Co Ltd	9,7	MEIJI Holdings Co Ltd	19,8
Trung vị	7.939	Trung vị	9,2	Trung vị	18,3
Megmilk Snow Brand Co Ltd	5.443	Morinaga Milk Industry Co Ltd	8,8	Vietnam Dairy Products JSC	16,8
Morinaga Milk Industry Co Ltd	5.264	Bright Dairy & Food Co Ltd	7,2	Fonterra Co-operative Group Lt	16,5
Bright Dairy & Food Co Ltd	3.175	Megmilk Snow Brand Co Ltd	6,8	Megmilk Snow Brand Co Ltd	13,4
Vietnam Dairy Products JSC	2.425	Fonterra Co-operative Group Lt	-1,7	Morinaga Milk Industry Co Ltd	11,8

Nguồn: Bloomberg

*Dữ liệu vào ngày 24/03/2020

Rủ ro đầu tư

1. Thay đổi nhu cầu tiêu dùng

Sự tham gia của thế hệ Y (những người sinh ra từ đầu những năm 1980 đến cuối những năm 1990) trong thị trường tiêu dùng đang gia tăng. Thế hệ Y có sở thích và thói quen mua hàng khá phức tạp, dễ thay đổi hơn so với các thế hệ trước, vì họ trưởng thành trong một nền kinh tế mở và hội nhập, có nhiều tiếp xúc xã hội cũng như giao lưu với các nền văn hóa nước ngoài. Hiểu và đáp ứng nhu cầu của thế hệ trẻ ngày nay một cách kịp thời và hiệu quả là một thách thức lớn đối với các công ty F & B nói chung, và VNM nói riêng.

2. Cạnh tranh khốc liệt

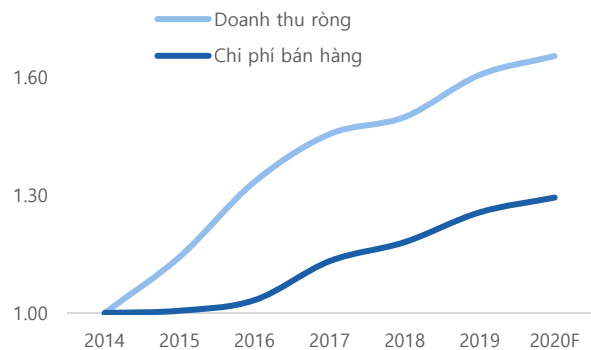
Sự biến động cao trong sở thích của người tiêu dùng không chỉ tạo ra thách thức mà còn tạo ra cơ hội và thị trường mới cho người chơi mới. Đồng thời, xu hướng tăng mức tiêu thụ sữa của người Việt Nam tạo sức hút đối với các thương hiệu quốc tế lớn. Thị trường sữa Việt Nam đã thu hút các doanh nghiệp sữa hàng đầu thế giới, như Friesland Campina, Abbott, Nestle và Mead Johnson. Ngoài ra, thị trường liên tục đón nhận các thương hiệu ở quy mô nhỏ như sữa TH True và Dalat Milk. Cạnh tranh tại thị trường sữa Việt Nam ngày càng khốc liệt. Theo thống kê từ Euromonitor, trong số mười công ty sữa lớn nhất về thị phần vào cuối năm 2019, chỉ có hai công ty có mặt trên thị trường kể từ năm 2010 và có thị phần tăng. Những doanh nghiệp còn lại hoặc là mới trên thị trường hoặc đã bị giảm thị phần. Mặc dù VNM là công ty hàng đầu trong lĩnh vực này và có lợi thế từ mạng lưới bán lẻ toàn quốc và quy mô sản xuất lớn, nhưng vẫn phải liên tục triển khai các chương trình quảng cáo và tiếp thị để đảm bảo mức độ nhận thức về thương hiệu của thị trường. Chi phí bán hàng đóng vai trò như một khoản đầu tư để đảm bảo tăng trưởng doanh thu cho doanh nghiệp.

Bảng 2: Biến động thị phần của 10 công ty sữa lớn nhất 2019

	Tên Công Ty	Thị phần		+/-	Ghi chú
		2010	2019		
1	CTCP Sữa Việt Nam	50,5	49	▼	
2	Royal FrieslandCampina NV	17,8	17,5	▼	
3	CTCP Chuối Thực Phẩm TH	8,3		▲	Mới gia nhập
4	CTCP Đường Quảng Ngãi	2,6	5,1	▲	
5	Nestlé SA	5,9	4,9	▼	
6	CTCP Sữa Quốc Tế		2,5	▲	Mới gia nhập
7	Bel, Groupe	2,5	2	▼	
8	CTCP Thực Phẩm Nutifood	1	1,7	▲	
9	Fonterra Cooperative Group Ltd	2	0,8	▼	
10	Associated British Foods Plc	0,7	0,7	▬	

Nguồn: Euromonitor

Hình 16: Chi phí bán hàng tăng cùng với doanh thu



Nguồn: Dữ liệu Công ty

CTCP Sữa Việt Nam (VNM VN/Giá mục tiêu: VND125.400)

Báo cáo kết quả kinh doanh (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	56.318	58.008	62.068	66.175
Giá vốn hàng bán	(29.746)	(30.638)	(32.198)	(34.209)
Lợi nhuận gộp	26.572	27.369	29.870	31.966
Chi phí hoạt động	(14.390)	(14.966)	(15.827)	(16.825)
Lợi nhuận HDSXKD	12.797	13.393	15.181	16.379
Lợi nhuận khác	(1)	(1)	(2)	(2)
Thu nhập tài chính thuần	620	990	1.138	1.238
Lợi nhuận trước thuế	12.796	13.392	15.180	16.378
Thuế TNDN	(2.241)	(2.346)	(2.659)	(2.869)
Lợi nhuận ròng	10.554	11.046	12.521	13.509
EPS (VND)	5.478	5.697	6.457	6.967

Tăng trưởng và BLN (%)

Tăng trưởng doanh thu	7,1	3,0	7,0	6,6
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	8,0	3,0	9,1	7,0
Tăng trưởng EBIT	6,6	4,6	13,0	7,9
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	3,4	4,7	13,4	7,9
Tăng trưởng EPS	3,5	4,0	13,4	7,9
Biên lợi nhuận gộp	47,2	47,2	48,1	48,3
Biên lợi nhuận EBIT	22,9	23,3	24,6	24,9
Biên lợi nhuận ròng	18,7	19,0	20,2	20,4

Báo cáo dòng tiền (Tóm tắt)

	2019	2020F	2021F	2022F
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	11.410	14.214	15.778	16.814
Lợi nhuận ròng	10.554	11.046	12.521	13.509
Khấu hao	2.016	2.830	3.061	3.292
Khác	(727)	157	112	119
Thay đổi trong vốn lưu động	(2.846)	(2.269)	(2.649)	(3.055)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(6.748)	(2.856)	(3.464)	(3.475)
Đầu tư tài sản cố định	(2.158)	(2.500)	(2.500)	(2.500)
Các hoạt động đầu tư khác	(3.215)	(356)	(964)	(975)
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(3.516)	(13.198)	(10.949)	(11.239)
Cổ tức	(7.836)	(9.579)	(10.450)	(11.321)
Tăng vốn chủ sở hữu				
Tăng nợ vay	10.427	(3.618)	(499)	82
Tiền mặt đầu kỳ	1.523	2.665	826	2.191
Tiền mặt cuối kỳ	2.669	826	2.191	4.291

Bảng cân đối kế toán (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	24.722	23.411	26.730	30.528
Tiền & tương đương tiền	2.665	208	2.148	4.247
Khoản phải thu	4.503	4.896	5.106	5.546
Hàng tồn kho	4.983	5.411	5.686	6.042
Tài sản ngắn hạn khác	12.570	12.896	13.789	14.693
Tài sản dài hạn	19.978	18.868	18.402	18.522
Tài sản cố định ròng	14.894	13.616	12.941	12.851
Đầu tư	987	1.016	1.087	1.159
Tài sản dài hạn khác	4.098	4.236	4.373	4.511
Tổng tài sản	44.700	42.279	45.131	49.050
Nợ ngắn hạn	14.433	11.121	11.677	12.402
Khoản phải trả	6.464	7.250	7.605	8.078
Nợ ngắn hạn	5.351	1.153	1.235	1.317
Nợ ngắn hạn khác	2.618	2.717	2.838	3.007
Nợ dài hạn	526	526	526	526
Tổng nợ	14.958	11.646	12.203	12.927
Vốn cổ phần kiểm soát	27.481	28.382	30.651	33.816
Vốn góp chủ sở hữu	17.417	17.417	17.417	17.417
Cổ phiếu quỹ	(12)	(12)	(12)	(12)
Quỹ	2.200	3.809	6.512	10.191
Lợi nhuận chưa phân phối	7.875	7.167	6.734	6.220
Vốn cổ đông thiểu số	2.227	2.251	2.277	2.306
Vốn chủ sở hữu	29.708	30.632	32.928	36.122
BVPS (VND)	17.073	17.588	18.906	20.740

Dự báo/Định giá (Tóm tắt)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	17,2	20,9	18,5	17,1
P/CF (x)	8,2	6,6	6,0	5,6
P/B (x)	5,5	5,3	5,0	4,5
EV/EBITDA (x)	11,0	10,1	9,0	8,3
EPS (VND)	5.478	5.719	6.457	6.967
CFPS (VND)	6.552	8.139	9.056	9.654
BPS (VND)	17.073	17.588	18.906	20.740
DPS (VND)	5.000	5.500	6.000	6.500
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	82,5	86,4	83,5	83,8
Lợi tức cổ tức (%)	5,3	5,9	6,4	6,9
Vòng xoay khoản phải thu (x)	16,4	15,9	15,9	15,9
Vòng xoay hàng tồn kho (x)	5,6	5,6	5,6	5,6
Vòng xoay khoản phải trả (x)	8,0	7,3	7,3	7,3
ROA (%)	25,7	25,5	28,6	28,7
ROE (%)	37,7	36,7	39,4	39,1
Nợ/Vốn CSH (%)	50,4	38,0	37,1	35,8
Tỷ lệ thanh toán hiện thời (%)	188,0	145,0	170,2	196,0
Nợ ròng/Vốn CSH (%)	9,5	3,1	-2,8	-8,1
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	118,6	194,1	204,8	207,2

Nguồn: Company data, Mirae Asset Daewoo Research dự báo

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Công ty (Mã)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Sữa Việt Nam (VNM)	6/4/20	MUA (Trading Buy)	119,300



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (■), Not covered (□), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. MAS policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network**Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

Global Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai
200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Suites 1109-1114, 11th Floor
Two International Finance Centre
8 Finance Street, Central
Hong Kong
China

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing
100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila
Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060

Brasil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing
100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)