

Công ty cổ phần Sữa Việt Nam

(HOSE: VNM)

Tăng tỷ trọng

(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu

VND124,100

(Upside: +14.9%)

Công ty Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Nguyễn Tiến Đức, duc.nt@miraeeasset.com.vn

Định giá và khuyến nghị

- **Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng Tỷ Trọng cùng giá mục tiêu 124.100 đồng cho cổ phiếu VNM.** Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng doanh thu của VNM năm 2021 so với báo cáo được phát hành trong tháng 11/2020, tuy nhiên chúng tôi tin rằng VNM sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong giai đoạn sau năm 2022. Giá mục tiêu được xác định bằng phương pháp FCFF trên cơ sở tin tưởng vào khả năng phát triển ổn định của doanh nghiệp trong dài hạn.

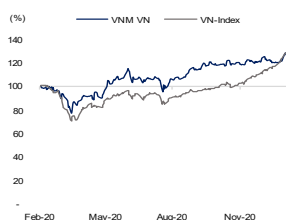
Đánh giá KQKD 2020

- **Doanh thu (DT) 2020 tăng nhờ M&A.** DT hợp nhất 2020 của VNM tăng 5,9% so CK lên 59.636 tỷ đồng với DT từ GTNFoods (Công ty con hợp nhất từ cuối tháng 12/2019) đạt 2.823 tỷ đồng, chiếm 85.1% tổng tăng trưởng hợp nhất. DT của các sản phẩm thương hiệu Vinamilk năm 2020 chỉ tăng trưởng 0,8% so CK, đạt 56.813 tỷ đồng do tác động của đợt lũ lụt nghiêm trọng kéo dài tại Miền Trung trong quý 4 và đại dịch COVID-19. Đại dịch tác động tiêu cực đến cả thị trường nội địa và nước ngoài của VNM.
- **Lợi nhuận ròng tăng trưởng ở tốc độ trung bình nhờ đầu tư tài chính.** EBIT 2020 của VNM giảm nhẹ 0,7% so CK trong năm 2020 xuống 12.263 tỷ đồng do biên LNG hợp nhất giảm 0,8 điểm phần trăm (đpt) và tỉ lệ chi phí bán hàng, QLDN so với doanh thu tăng 0,3 đpt. Biên LNG hợp nhất của VNM giảm nhẹ trong năm 2020 do biên LNG của GTN thấp hơn so với biên LNG trước hợp nhất của VNM (31,5% so với 47,1%). Mặt khác, lợi nhuận tài chính 2020 của VNM tăng 105% so CK lên 1.273 tỷ đồng nhờ trung bình số dư tiền gửi trong kỳ cao hơn và đánh giá lại khoản đầu tư dài hạn. Kết quả, lợi nhuận ròng hợp nhất của VNM năm 2020 tăng 6,5% so CK lên 11.236 tỷ đồng

Dự phóng lợi nhuận 2021

- Đại dịch COVID-19 tái bùng phát tại Việt Nam từ cuối tháng 1/2021 với 721 trường hợp nhiễm bệnh chỉ trong 2 tuần lễ. Sự kiện này làm tăng khả năng chính phủ sẽ tái áp dụng các biện pháp cách ly xã hội trên diện rộng vì đại dịch có thể kéo dài hơn so với dự kiến.
- Chúng tôi giảm dự phóng tốc độ tăng trưởng DT nội địa của VNM năm 2021 xuống 3,5% so CK từ mức 8,8% so CK trong dự báo trước đó. DT xuất khẩu trực tiếp năm 2020 của VNM được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 15% so CK nhờ sự phát triển của thị trường Trung Đông và thị trường mới là Philippines. Chúng tôi cho rằng DT của các công ty con tại nước ngoài sẽ đi ngang trong năm 2021 do ảnh hưởng của đại dịch tại Mỹ các nơi khác trên thế giới. DT của GTN được kỳ vọng sẽ tăng 11,6% so với cùng kỳ nhờ nâng cấp dây truyền sản xuất sữa hộp 180ml. Kết quả, DT hợp nhất 2021 của VNM được kỳ vọng tăng 4,4% so CK.
- Biên LNG 2021 của VNM được dự báo giảm nhẹ 0,1 đpt xuống 46,3% do giá sữa bột nguyên liệu tăng cao. Biên LN ròng trong kỳ dự báo giảm 0,2 đpt dẫn đến **LN ròng 2021 hợp nhất chỉ tăng 3,4% so CK, đạt 11.613 tỷ đồng** (thấp hơn 5,9% so với dự báo trước). Chúng tôi kỳ vọng EPS pha loãng năm 2021 của VNM đạt 5.489 đồng.

Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (19/02/2021, VND)	108,000	Vốn hoá (tỷ đồng)	217,355
Lợi nhuận sau thuế (21F, tỷ đồng)	11,762	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,090
Kỳ vọng thị trường (21F, tỷ đồng)	N/a	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	35.2
Tăng trưởng EPS (21F, %)	3.4	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	57.8
P/E (TTM, x)	19.3	Beta (12M)	0.8
P/E thị trường hiện tại (x)	16.0	Giá thấp nhất 52 tuần	69,750
VN-Index	1,173.5	Giá cao nhất 52 tuần	117,200

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-7.0	-3.1	14.7
Tương đối	-1.2	-18.6	-3.5

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính (31/12)	2018A	2019A	2020A	2021F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	52,562	56,318	59,636	62,238
EBIT (Tỷ đồng)	11,212	12,182	12,263	12,719
Tăng trưởng EBIT	-1.9%	8.7%	0.7%	3.7%
LNST (Tỷ đồng)	10,206	10,554	11,236	11,613
Tăng trưởng LNST	-0.7%	3.4%	6.5%	3.4%
EPS pha loãng (đồng) ^(*)	4,894	5,063	5,311	5,489
Tăng trưởng EPS pha loãng	-0.7%	3.5%	4.9%	3.4%
ROE%	38.8%	35.5%	33.4%	32.0%
ROA%	27.3%	23.6%	23.2%	21.9%
Tỷ suất cổ tức (%)	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%

Note: Profit after tax is the profit after subtracting non-controlling interests

Data: Company data, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT

Hình 1. So sánh kết quả kinh doanh 2020 và điều chỉnh dự báo 2021

Đơn vị: Tỷ đồng	Thực hiện quý 4			Thực hiện cả năm			Dự báo 2020		Dự báo 2021 cũ		Dự báo 2021 điều chỉnh	
	2020A	2019A	Thay đổi	2020A	2019A	Thay đổi	2020F	20A/20F	2021F	21F/20A	2021F	21F/20A
Doanh thu thuần	14,425	14,239	1.31%	59,636	56,318	5.9%	60,486	-1.40%	64,860	8.76%	62,238	4.4%
Lợi nhuận gộp	6,658	6,680	-0.33%	27,669	26,572	4.1%	28,083	-1.48%	30,165	9.02%	28,789	4.1%
Biên LNG	46.2%	46.9%	-0.8%p	46.4%	47.2%	-0.8%p	46.4%	0.0%p	46.5%	0.1%p	46.3%	-0.1%p
Chi phí BH và QLDN	4,512	4,183	7.85%	15,406	14,390	7.06%	15,605	-1.28%	16,539	7.36%	16,070	4.31%
% so với doanh thu	31.3%	29.4%	1.9%p	25.8%	25.6%	0.3%p	25.8%	0.0%p	25.5%	-0.3%p	25.8%	0.0%p
EBIT	2,147	2,497	-14.04%	12,263	12,182	0.66%	12,478	-1.72%	13,626	11.11%	12,719	3.72%
Biên EBIT	14.9%	17.5%	-2.7%p	20.6%	21.6%	-1.1%p	20.6%	-0.1%p	21.0%	0.4%p	20.4%	-0.1%p
LN tài chính và LN khác	525	152	245.52%	1,256	613	104.74%	1,085	15.72%	1,188	-5.38%	1,188	-5.38%
% so với LN trước thuế (EBT)	19.7%	5.7%	13.9%p	9.3%	4.8%	4.5%p	8.0%	1.3%p	8.0%	-1.3%p	8.5%	-0.7%p
EBT	2,672	2,649	0.85%	13,519	12,796	5.65%	13,563	-0.33%	14,814	9.58%	13,907	2.88%
Biên EBT	18.5%	18.6%	-0.1%p	22.7%	22.7%	-0.1%p	22.4%	0.2%p	22.8%	0.2%p	22.3%	-0.3%p
Chi phí thuế TNDN	436	413	5.46%	2,283	2,241	1.85%	2,376	-3.92%	2,595	13.68%	2,295	0.52%
Thuế suất TNDN	16.3%	15.6%	0.7%p	16.9%	17.5%	-0.6%p	17.5%	-0.6%p	17.5%	0.6%p	16.5%	-0.4%p
Lợi nhuận sau thuế	2,236	2,236	0.00%	11,236	10,554	6.46%	11,187	0.44%	12,219	8.75%	11,613	3.36%
Biên LNST	15.5%	15.7%	-0.2%p	18.8%	18.7%	0.1%p	18.5%	0.3%p	18.8%	0.0%p	18.7%	-0.2%p
LN ròng cho cổ đông thường	2,185	2,202	-0.74%	11,099	10,581	4.89%	11,163	-0.57%	12,193	9.86%	11,471	3.36%
EPS pha loãng (VND)				5,311	5,063	4.89%	5,341	-0.57%	5,834	9.86%	5,489	3.36%

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Lưu ý: %p = Điểm phần trăm

1. Xâm nhập thị trường Philippines và đồ uống không cồn trong nước

Ngày 4/2/2021, VNM thông báo đã được Bộ KH&ĐT cấp giấy phép đầu tư ra nước ngoài để thành lập công ty liên doanh tại Philippines với quy mô vốn 6 triệu USD. VNM sẽ nắm giữ 50% vốn của liên doanh. Liên doanh được thành lập với chức năng nhập khẩu và phân phối các sản phẩm sữa của VNM tại thị trường Philippines. Năm 2021, chúng tôi kỳ vọng thị trường mới này sẽ giúp doanh thu xuất khẩu trực tiếp của VNM tăng thêm 0,5% so với cùng kỳ.

Ngày 5/2/2021, VNM tiếp tục công bố việc thành lập liên doanh với Kido Group, tập đoàn sản xuất thực phẩm đóng gói hàng đầu Việt Nam để sản xuất và phân phối kem cùng đồ uống không cồn dưới thương hiệu VIBEV. Tổng giá trị đầu tư giai đoạn 1 của VNM vào liên doanh là 400 tỷ đồng (17,4 triệu USD) với VNM nắm 51% quyền sở hữu. Thông tin từ VNM cho biết một danh mục sản phẩm đa dạng sẽ được tung ra chính thức từ tháng 4/2021. Tập đoàn Kido là nhà sản xuất kem và dầu ăn lớn nhất Việt Nam. Theo số liệu của Eurmonitor, KIDO hiện nắm 41% thị phần kem trong nước. KIDO và VNM đạt được thỏa thuận liên doanh từ tháng 6/2020 và dự kiến doanh thu của VIBEV đạt 2000 tỷ đồng (86,6 triệu USD) trong năm hoạt động đầu tiên.

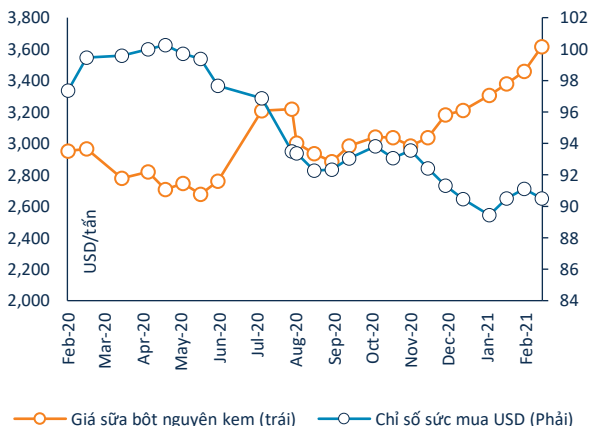
Lưu ý rằng VNM đã và đang sản xuất nước giải khát và các sản phẩm đồ uống không cồn khác như nước ép trái cây, nước dừa, nước cam dưới thương hiệu Vinamilk. Chúng tôi tin rằng VNM sẽ chuyển toàn bộ mảng kinh doanh này qua VIBEV. Chúng tôi kỳ vọng VIBEV sẽ bổ sung 300-400 tỷ đồng vào doanh thu hợp nhất của VNM trong năm 2021.

2. Giá sữa bột nguyên kem tăng do áp lực của giá đầu ăn và đồng đô la yếu

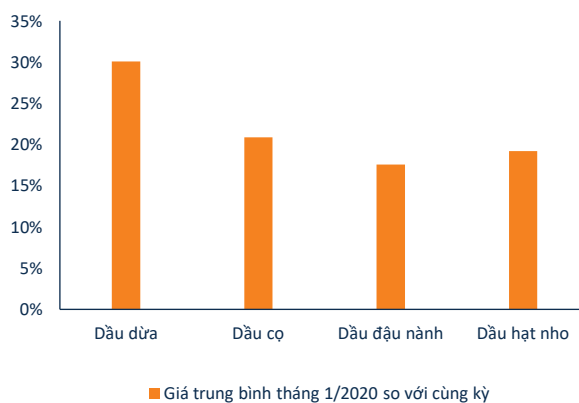
Giá sữa bột nguyên kem thế giới đạt 3,615 USD/tấn vào 16/2/2021. Theo số liệu của Global Dairy Trade, mức giá này cao hơn 21,9% so với cùng kỳ năm 2020. Chúng tôi tin rằng nguyên nhân làm cho giá sữa bột nguyên kem tăng cao là 1) giá đầu ăn thế giới tăng nóng do hiện tượng La Nina gây bão lụt tại Malaysia, nước sản xuất dầu cọ lớn thứ 2 thế giới và 2) giá Đô la Mỹ giảm sâu do các chương trình nới lỏng định lượng không giới hạn của FED. Giá nguyên liệu sữa tăng cao dự kiến sẽ tạo ra áp lực lên lợi nhuận của VNM trong năm 2021 do công ty phải nhập khẩu khoảng 60% nguyên liệu từ thị trường thế giới.

Theo các thông báo của VNM, công ty đã chốt giá nguyên liệu nhập khẩu trước 6 tháng. Do đó, giá nguyên liệu tăng cao trong quý 4/2020 dự kiến sẽ ảnh hưởng lên biên lợi nhuận gộp của VNM trong quý 2/2021. VNM có thể lựa chọn tăng giá bán các sản phẩm để bảo vệ biên lợi nhuận gộp. Tuy nhiên theo chia sẻ của đại diện công ty, VNM chưa có kế hoạch tăng giá bán sản phẩm của mình trong nửa đầu năm 2021. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh nội địa của VNM năm 2021 sẽ giảm 0,5 điểm phần trăm so với thực hiện năm 2020, xuống 46,6%.

Hình 2. Diễn biến giá sữa bột nguyên liệu và sức mua của đồng USD



Hình 3. Hiện tượng La Nina dẫn tới giá các loại dầu ăn tăng cao



Nguồn: Global Dairy Trade, Yahoo Finance

Nguồn: The World Bank

3. COVID-19 tái bùng phát tại Việt Nam

Làn sóng Covid-19 thứ 3 bùng phát tại Việt Nam từ 28/1/2021 dẫn tới 719 trường hợp nhiễm bệnh sau 2 tuần. Để kiểm soát dịch bệnh, 16 tỉnh/thành phố tại Việt Nam (bao gồm Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh) đã đóng cửa trường học (toàn bộ các cấp học) từ 16/2/2021 sau khi ngừng các hoạt động kinh doanh nhà hàng, quán bar, karaoke từ 1/2/2021. Tại Hà Nội, các quán cà phê, cửa hàng ăn đường phố và các loại hình kinh doanh vỉa hè đều phải chuyển đổi qua hình thức trực tuyến.

Năm 2020, doanh thu nội địa của VNM (không bao gồm doanh thu GTN) chỉ tăng trưởng 1,0% so với CK do tác động của COVID-19. Năm 2021 chúng tôi tin rằng đại dịch sẽ vẫn tạo ra khó khăn cho VNM, nhưng sẽ kém nghiêm trọng hơn. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu 2021 của thương hiệu Vinamilk trong thị trường nội địa sẽ đạt mức 3.0% so CK, cao hơn so với mức 1,0% so CK của năm 2020.

Hình 4. Tổng doanh thu nội địa 2021 của VNM được dự báo tăng 3,5% so với cùng kỳ

	2020A	2019A	FY20A/19A	2021F	FY21F/20A
Doanh thu hợp nhất	59,636	56,318	5.9%	62,238	4.4%
Nội địa	50,841	47,555	6.9%	52,609	3.5%
Thương hiệu Vinamilk	48,018	47,555	1.0%	49,459	3.0%
Thương hiệu Mộc Châu	2,823	N/a	N/a	3,150	11.6%
Xuất khẩu trực tiếp	5,561	5,175	7.5%	6,395	15.0%
Chi nhánh nước ngoài	3,234	3,588	-9.9%	3,234	0.0%
Lợi nhuận gộp hợp nhất	27,669	26,572	4.13%	28,789	4.05%
Nội địa	23,499	22,434	4.75%	24,112	2.61%
Thương hiệu Vinamilk	22,611	22,434	0.79%	23,042	1.91%
Thương hiệu Mộc Châu	888	N/a	N/a	1,070	20.47%
Xuất khẩu trực tiếp	3,386	3,198	5.88%	3,894	15.00%
Chi nhánh nước ngoài	783	940	-16.70%	783	0.00%
Biên lợi nhuận gộp hợp nhất	46.4%	47.2%	-0.8%p	46.3%	-0.1%p
Nội địa	46.2%	47.2%	-1.0%p	45.8%	-0.4%p
Thương hiệu Vinamilk	47.1%	47.2%	-0.1%p	46.6%	-0.5%p
Thương hiệu Mộc Châu	31.5%	18.9% ^(*)	12.6%p ^(*)	34.0%	+2.5%p
Xuất khẩu trực tiếp	60.9%	61.8%	-0.9%p	60.9%	0.0%p
Chi nhánh nước ngoài	24.2%	26.2%	-2.0%p	24.2%	0.0%p

Nguồn: VNM, Mirae Asset Research

Lưu ý: (*) Doanh thu từ GTN (Thương hiệu Mộc Châu) được hợp nhất vào VNM từ cuối tháng 12 năm 2019

4. Tình hình tài chính khỏe mạnh

VNM duy trì vị trí dẫn đầu trong top những doanh nghiệp có sức khỏe tài chính tốt nhất Việt Nam trong năm 2020 với biên lợi nhuận ròng cao (18,8%), lượng tiền mặt lớn (gần 19.500 tỷ đồng tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn), tỉ lệ nợ thấp và hệ số dòng tiền từ hoạt động kinh doanh so với lợi nhuận ròng rất cao (0,91). Mặc dù vậy, hệ số thu nhập so với vốn chủ sở hữu của VNM có xu hướng giảm trong giai đoạn 2018-20 (từ 38,8% xuống 33,4%) cho thấy công ty đang gặp khó khăn trong việc cải thiện tốc độ tăng trưởng lợi nhuận vì công ty đang dần bước vào giai đoạn bão hòa của chu kỳ kinh doanh. Mặt khác, hệ số vòng quay tiền mặt của VNM tăng nhẹ trong năm 2020 so với năm trước do tác động của đại dịch COVID-19. Chúng tôi tin rằng hệ số này sẽ tiếp tục tăng nhẹ trong năm 2021.

Hình 5. Hệ số vòng quay tiền mặt tăng nhẹ năm 2020 do tác động của đại dịch COVID-19

	2018	2019	2020	2021F
DuPont analysis				
Tax burden (x)	0.85	0.82	0.83	0.84
Interest burden (x)	1.07	1.05	1.10	1.09
EBIT margin (%)	0.21	0.22	0.21	0.20
Total asset turnover (x)	1.41	1.26	1.23	1.18
Leverage (x)	1.42	1.50	1.44	1.46
Return on equity (ROE)	38.8%	35.5%	33.4%	32.0%
Working capital ratios				
Current ratio(x)	1.94	1.71	2.08	2.19
Quick ratio (x)	1.42	1.36	1.74	1.86
Cash ratio (x)	0.96	1.05	1.37	1.49
Cash conversion cycle (days)	34.7	39.8	40.8	44.0
Days sales outstanding (days)	24.3	22.2	23.4	25.0
Days on hand of inventory (days)	62.3	64.5	56.5	54.7
Number of days payables (days)	52.0	46.9	39.1	35.7
Cashflow ratios				
CFO-to-income (%)	0.80	1.08	0.91	1.26
CFO-to-revenue (%)	0.15	0.20	0.17	0.24
CFO return-on-assets (%)	0.23	0.28	0.22	0.29
CFO return-on-equity (%)	0.33	0.41	0.32	0.42
Debt coverage (x)	8.79	2.23	1.64	1.63
Interest coverage (x)	218.3	111.9	85.3	84.8

Nguồn: VNM, Mirae Asset Research

5. Rủi ro đầu tư

Đại dịch COVID-19: Chúng tôi tin rằng đây là rủi ro lớn nhất cho hoạt động kinh doanh của VNM trong năm 2021. Diễn biến của làn sóng lây nhiễm thứ 3 nhanh và phức tạp hơn rất nhiều so với các đợt lây nhiễm trước đó. Nếu chính phủ Việt Nam không thể kiểm soát dịch bệnh, sự lây lan của Virus Corona có thể làm giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong năm 2021. Theo đó, sức mua suy giảm sẽ dẫn tới tốc độ tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng của VNM.

Giá của dầu ăn: Hiện tượng La Nina đã gây ra mưa lớn và lũ lụt nghiêm trọng tại Malaysia, dẫn tới sản lượng dầu cọ toàn cầu giảm kể từ cuối năm 2020. Giá các sản phẩm dầu ăn tăng đẩy giá bơ và sữa nguyên kem lên cao. Nếu giá sữa nguyên kem tăng cao, lợi nhuận ròng của VNM trong năm 2021 có thể sẽ thấp hơn so với dự phóng của chúng tôi do biên lợi nhuận ròng giảm.

Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu thuần	52,562	56,318	59,636	62,238
Giá vốn hàng bán	(27,951)	(29,746)	(31,968)	(33,449)
Lợi nhuận gộp	24,611	26,572	27,669	28,789
Chi phí bán hàng và QLDN	(13,399)	(14,390)	(15,406)	(16,070)
EBIT	11,212	12,182	12,263	12,719
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	840	613	1,256	1,188
Lợi nhuận trước thuế	12,052	12,796	13,519	13,907
Thuế TNDN	(1,846)	(2,241)	(2,283)	(2,295)
Lợi nhuận sau thuế	10,206	10,554	11,236	11,613
LN ròng cho cổ đông thường	10,227	10,581	11,099	11,471
LN ròng cho cổ đông thiểu số	(22)	(27)	137	(141)

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021F
Lợi nhuận trước thuế	12,052	12,796	13,519	13,907
Khấu hao và phân bổ	1,684	2,016	2,817	3,362
Lợi nhuận không bằng tiền	(93)	14	50	32
Lợi nhuận khác	(570)	(1,295)	(649)	-
Thuế đã nộp	(1,880)	(2,034)	(2,286)	(2,295)
LC tiền từ HĐKD trước thay đổi vốn lưu động	11,180	12,222	12,800	14,357
Thay đổi khoản phải thu	(109)	374	(715)	(182)
Thay đổi hàng tồn kho	(1,685)	402	(270)	(214)
Thay đổi TS ngắn hạn khác	68	8	22	(30)
Thay đổi khoản phải trả	(15)	(400)	(213)	140
Thay đổi khoản trả trước	-	-	0	96
Thay đổi nợ ngắn hạn khác	(1,300)	(1,200)	(1,450)	471
LC tiền thuần từ HĐKD	8,140	11,406	10,175	14,637
CAPEX	(3,186)	(2,158)	(1,265)	(2,300)
Tăng giảm đầu tư dài hạn	1,493	(5,255)	(4,678)	(2,595)
Tăng giảm TS dài hạn khác	648	666	1,141	124
LC tiền từ HĐ đầu tư	(1,045)	(6,748)	(4,802)	(4,772)
Phát hành cổ phiếu	-	128	-	-
Mua lại cổ phiếu	(3)	-	-	-
Thay đổi dư nợ	724	4,194	2,016	297
Cổ tức đã trả	(7,256)	(7,836)	(7,928)	(9,405)
LC tiền từ HĐ tài chính	(6,535)	(3,516)	(5,927)	(9,108)
LC tiền thuần trong kỳ	559	1,143	(554)	758
Tiền mặt đầu kỳ	963	1,523	2,665	2,111
Dư tiền mặt cuối kỳ	1,523	2,665	2,111	2,869

Bảng cân đối kế toán hợp nhất (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021F
Tài sản ngắn hạn	20,648	24,660	29,613	33,412
Tiền và tương đương tiền	1,523	2,665	2,111	2,869
Đầu tư ngắn hạn	8,674	12,436	17,314	19,911
Phải thu ngắn hạn	3,380	3,474	4,174	4,356
Tồn kho	5,526	4,983	4,905	5,119
Khác	1,546	1,102	1,109	1,158
Tài sản dài hạn	16,718	20,071	18,866	19,502
Đầu tư liên kết liên doanh	1,069	1,100	1,092	1,092
Tài sản cố định hữu hình	13,048	13,744	12,717	13,779
Tài sản dài hạn khác	2,601	5,227	5,056	4,630
Tổng tài sản	37,366	44,731	48,479	52,914
Nợ ngắn hạn	10,640	14,443	14,213	15,243
Phải trả ngắn hạn	3,991	3,648	3,199	3,339
Vay nợ ngắn hạn	1,060	5,351	7,316	7,636
Nợ ngắn hạn khác	5,588	5,443	3,697	4,269
Nợ dài hạn	455	557	619	1,373
Nợ vay dài hạn	216	123	167	145
Nợ dài hạn khác	239	434	451	1,228
Tổng nợ	11,095	15,000	14,831	16,616
Vốn chủ sở hữu	26,271	29,731	33,647	36,298
Vốn cổ phần	17,417	17,417	20,900	20,900
Thặng dư cổ phần	7,155	7,875	6,910	7,829
Lợi nhuận giữ lại	1,699	4,439	5,838	7,569
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,102	1,042	1,130	1,130
Tổng nguồn vốn	37,366	44,731	48,479	52,914

Các chỉ số chính

	2018	2019	2020	2021F
EPS pha loãng (VND)	4,894	5,063	5,311	5,489
Giá trị sổ sách/CP (VND)	15,084	17,070	16,099	17,368
Nợ ròng/CP (VND)	610	2,619	3,581	3,723
Tỉ lệ lợi nhuận trả cổ tức	70.9%	74.1%	71.4%	82.0%
Tăng trưởng doanh thu	3.0%	7.1%	5.9%	4.4%
Tăng trưởng EBITDA	1.1%	10.1%	6.2%	6.6%
Tăng trưởng LN hoạt động	-1.9%	8.7%	0.7%	3.7%
Tăng trưởng EPS pha loãng	-0.7%	3.5%	4.9%	3.4%
Vòng quay phải thu (x)	16	16	14	14
Vòng quay hàng tồn kho (x)	5	6	7	7
Vòng quay phải trả (x)	13	15	19	19
ROA	27.3%	23.6%	23.2%	21.9%
ROE	38.8%	35.5%	33.4%	32.0%
ROIC	36.1%	33.8%	30.3%	35.0%

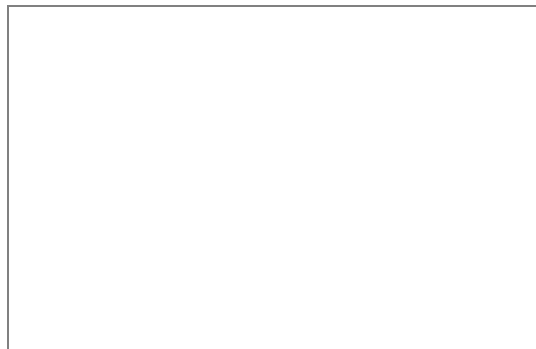
Nguồn: dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset VN Research

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company	Date	Rating	TP (VND)
Vietnam Dairy Products JSC	12/11/2020	Trading buy	124,100
Vietnam Dairy Products JSC	19/02/2021	Trading buy	124,100



Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

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

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

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

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. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (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.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed

only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accept responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All other jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo 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 Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

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

One-Asia 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.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
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
Brazil
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)