

# Công ty cổ phần Sữa Việt Nam

(HOSE: VNM)

## Nửa sau 2021 khó khăn

**Nắm Giữ**

(Bảo cáo cập nhật)

**Giá mục tiêu:**
**VND93,000**

(Upside: +3.5%)

**Công ty Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)**

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

### Định giá và khuyến nghị

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị cho cổ phiếu VNM về mức **Nắm Giữ** với giá mục tiêu là **93,000 đồng**. Giá mục tiêu được xác định bằng phương pháp P/E với hệ số 19.5 (mức trung bình từ đầu năm 2021 đến hiện tại) áp dụng trên EPS dự phóng năm 2021.

### 6T2021: Xuất khẩu tăng, nội địa giảm

- Doanh thu giảm do COVID.** Kết quả nghiên cứu thị trường của Kantar World Panel trong 5 tháng đầu năm 2021 cho thấy tiêu dùng các sản phẩm sữa giảm 5% so với CK ở khu vực thành thị và tăng nhẹ 3% so CK ở khu vực nông thôn do tác động của làn sóng Covid-19 thứ 4 bùng phát từ cuối tháng 4/2021. Điều này khiến doanh thu nội địa 6T2021 của VNM giảm 4.0% so CK xuống 24,430 tỷ đồng. Ngược lại, DT tại nước ngoài của VNM tăng 6.8% so CK lên 4,476 tỷ đồng nhờ thị trường Trung Đông và Mỹ phục hồi khi các quốc gia này mở cửa trở lại sau khi phổ biến vắc xin chống Covid-19. Kết quả, DT hợp nhất 6T2021 của VNM giảm 2.5% so CK, xuống 28,906 tỷ đồng.
- Lợi nhuận ròng giảm do áp lực kép.** Giá sữa bột nguyên liệu thế giới tăng 34% so CK trong 6T2021. Hiện tượng này khiến biên LN gộp 6T2021 của VNM giảm 2.7 điểm phần trăm so CK. Với biên LN gộp giảm và DT giảm, VNM ghi nhận LN ròng giảm 7.6% so CK, xuống 5,411 tỷ đồng.

### Dự phóng lợi nhuận 2021

- Căn cứ vào kế hoạch tiêm chủng Vắc Xin Covid-19 của chính phủ Việt Nam, chúng tôi tin rằng làn sóng Covid-19 thứ 4 sẽ được kiểm soát trước tháng 12/2021. Nhờ vậy, tiêu dùng nội địa sẽ có sự phục hồi kể từ Q1/2022.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa của VNM năm 2021 sẽ giảm 4.0% so CK về mức 48,808 tỷ đồng do tiêu dùng trong nước bị ảnh hưởng nghiêm trọng trong 6T cuối năm 2021. Ngược lại, DT từ các thị trường nước ngoài được dự báo sẽ đạt 9,522 tỷ đồng cả năm 2021 (+8.3% so CK) nhờ sự phục hồi của thị trường Trung Đông và Hoa Kỳ. Kết quả, **doanh thu hợp nhất 2021 được dự phóng giảm 2.2% so CK, xuống 58,330 tỷ đồng.**
- Giá sữa nguyên liệu thế giới đang có xu hướng giảm kể từ mức đỉnh đạt được trong tháng 2/2021. Tuy nhiên, thực tế giá nguyên liệu cao sẽ được phản ánh nhiều nhất vào nửa sau năm 2021 do VNM đặt nguyên liệu trước 6 tháng. Chúng tôi quan sát thấy một số mặt hàng của VNM đã được tăng giá khoảng 1-2% kể từ đầu Q2/2021 để bù đắp cho giá nguyên liệu. Như vậy, biên LN gộp cả năm của VNM được dự phóng giảm 2.5 điểm phần trăm so CK. Mức thuế suất dự kiến năm 2021 sẽ đạt 18.0% (cao hơn so với mức 16.9% năm 2020) do một số nhà máy của VNM đã hết hạn ưu đãi thuế. **Kết quả, LN ròng của VNM dự phóng đạt 11,059 tỷ đồng, giảm 0.4% so với CK. EPS dự phóng 4,762 đồng/CP.**

### Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (16/08/2021, VND)	89,500	Vốn hoá (tỷ đồng)	187,469
Lợi nhuận sau thuế (21F, tỷ đồng)	11,059	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,090
Kỳ vọng thị trường (21F, tỷ đồng)	N/a	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	35.1
Tăng trưởng EPS (21F, %)	-0.4	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	55.1
P/E (TTM, x)	17.6	Beta (12M)	0.8
P/E thị trường hiện tại (x)	16.6	Giá thấp nhất 52 tuần	84,000
VN-Index	1,357	Giá cao nhất 52 tuần	117,200

### Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	4.4	4.4	-4.5
Tương đối	-0.6	-4.6	-65.1

### 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	58,330
EBIT (Tỷ đồng)	11,212	12,182	12,263	12,428
Tăng trưởng EBIT	-1.9%	8.7%	0.7%	1.3%
LNST (Tỷ đồng)	10,227	10,581	11,099	11,059
Tăng trưởng LNST	-0.7%	3.5%	4.9%	-0.4%
EPS pha loãng (đồng) <sup>(1)</sup>	4,404	4,557	4,780	4,762
Tăng trưởng EPS pha loãng	-10.6%	3.5%	4.9%	-0.4%
ROE%	39.8%	38.5%	35.9%	34.2%
ROA%	27.8%	25.0%	24.2%	22.4%
Cổ tức/Mệnh giá (%)	45	45	45	45

Nguồn: VNM, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## 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
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>52,562</b>	<b>56,318</b>	<b>59,636</b>	<b>58,330</b>
Giá vốn hàng bán	(27,951)	(29,746)	(31,968)	(32,729)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>24,611</b>	<b>26,572</b>	<b>27,669</b>	<b>25,602</b>
SG&A	(13,399)	(14,390)	(15,406)	(13,174)
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	<b>11,212</b>	<b>12,182</b>	<b>12,263</b>	<b>12,428</b>
Lãi (lỗ) khác	840	613	1,256	1,176
Lợi nhuận thuần trước thuế	12,052	12,796	13,519	13,604
Chi phí thuế	(1,846)	(2,241)	(2,283)	(2,449)
<b>LN thuần sau thuế</b>	<b>10,206</b>	<b>10,554</b>	<b>11,236</b>	<b>11,156</b>
LN ròng cho cổ đông kiểm soát	10,227	10,581	11,099	11,059
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(22)	(27)	137	97

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021F
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>12,052</b>	<b>12,796</b>	<b>13,519</b>	<b>13,604</b>
Khấu hao, phân bổ	1,684	2,016	2,817	2,340
Điều chỉnh khác	(2,666)	(2,817)	(3,744)	(3,629)
<b>LCTT trước thay đổi trong vốn</b>	<b>11,070</b>	<b>11,994</b>	<b>12,591</b>	<b>12,316</b>
Thay đổi các tài sản ngắn hạn (không bao gồm tiền mặt)	(1,787)	780	(979)	(1,833)
Thay đổi trong phải trả ngắn hạn (không bao gồm nợ)	(1,135)	(1,356)	(1,426)	(294)
<b>LCTT từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>8,147</b>	<b>11,419</b>	<b>10,186</b>	<b>10,188</b>
Đầu tư vào TS cố định	(3,186)	(2,158)	(1,265)	(1,051)
Thay đổi trong đầu tư tài chính dài hạn	1,398	(5,370)	(4,828)	(1,129)
Thay đổi trong các tài sản dài hạn khác	742	780	1,291	708
<b>LCTT từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(1,045)</b>	<b>(6,748)</b>	<b>(4,802)</b>	<b>(1,472)</b>
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-
Mua lại cổ phiếu	(3)	127	(14)	-
Thay đổi dư nợ	724	4,194	2,016	509
Chi trả cổ tức	(7,256)	(7,836)	(7,928)	(8,360)
<b>LCTT từ hoạt động tài chính</b>	<b>(6,535)</b>	<b>(3,516)</b>	<b>(5,927)</b>	<b>(7,850)</b>
LCTT thuần trong kỳ	567	1,155	(543)	866
Tiền mặt đầu kỳ	963	1,523	2,665	2,111
Thay đổi tỉ giá	(8)	(13)	(11)	-
<b>Tiền mặt cuối kỳ</b>	<b>1,523</b>	<b>2,665</b>	<b>2,111</b>	<b>2,977</b>

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

## Bảng cân đối kế toán hợp nhất (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>20,560</b>	<b>24,722</b>	<b>29,666</b>	<b>34,247</b>
Tiền và tương đương tiền	1,523	2,665	2,111	2,977
Đầu tư ngắn hạn	8,674	12,436	17,314	18,666
Phải thu ngắn hạn	3,380	3,474	4,174	4,666
Tồn kho	5,526	4,983	4,905	5,250
Khác	1,457	1,163	1,162	2,688
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>16,268</b>	<b>17,612</b>	<b>16,708</b>	<b>15,855</b>
Đầu tư liên kết liên doanh	1,069	987	973	750
Tài sản cố định hữu hình	13,048	13,744	12,717	12,299
Tài sản dài hạn khác	2,152	2,882	3,017	2,806
<b>Tổng tài sản</b>	<b>36,828</b>	<b>42,334</b>	<b>46,374</b>	<b>50,102</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>10,640</b>	<b>14,443</b>	<b>14,213</b>	<b>15,463</b>
Phải trả ngắn hạn	3,991	3,648	3,199	3,760
Vay nợ ngắn hạn	1,060	5,351	7,316	7,835
Nợ ngắn hạn khác	5,588	5,443	3,697	3,868
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>455</b>	<b>526</b>	<b>573</b>	<b>741</b>
Nợ vay dài hạn	216	123	167	158
Nợ dài hạn khác	239	403	405	583
<b>Tổng nợ</b>	<b>11,095</b>	<b>14,969</b>	<b>14,785</b>	<b>16,205</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>25,781</b>	<b>27,504</b>	<b>31,297</b>	<b>32,829</b>
Vốn cổ phần	17,417	17,417	20,900	20,900
Thặng dư cổ phần	7,155	7,875	6,910	8,503
Lợi nhuận giữ lại	1,209	2,212	3,488	3,427
Lợi ích cổ đông thiểu số	490	2,227	2,350	2,820
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>36,828</b>	<b>42,334</b>	<b>46,374</b>	<b>50,102</b>

## Các chỉ số chính

	2018	2019	2020	2021F
EPS pha loãng (VND)	4,404	4,557	4,780	4,762
Giá trị sổ sách/CP (VND)	14,802	15,792	14,975	15,708
Nợ/CP (VND)	733	3,143	3,581	3,825
Tỉ lệ lợi nhuận trả cổ tức	70.9%	74.1%	71.4%	75.6%
Tăng trưởng doanh thu	3.0%	7.1%	5.9%	-2.2%
Tăng trưởng EBITDA	1.1%	10.1%	6.2%	-2.1%
Tăng trưởng LN hoạt động	-1.9%	8.7%	0.7%	1.3%
Tăng trưởng EPS pha loãng	-10.6%	3.5%	4.9%	-0.4%
Vòng quay phải thu (x)	16	16	14	13
Vòng quay hàng tồn kho (x)	5	6	7	6
Vòng quay phải trả (x)	13	15	19	16
ROA	27.8%	25.0%	24.2%	22.4%
ROE	39.8%	38.5%	35.9%	34.2%

## Appendix 1

### Important disclosures and disclaimers

#### Two-year rating and TP history

Company	Date	Rating	TP (VND)
CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)	12/11/2020	Tăng Tỷ Trọng	124,100
CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)	19/02/2021	Tăng Tỷ Trọng	124,100
CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)	06/06/2021	Tăng Tỷ Trọng	105,000
CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)	16/08/2021	Nắm Giữ	93,000



#### 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)