

MUA [+29%]

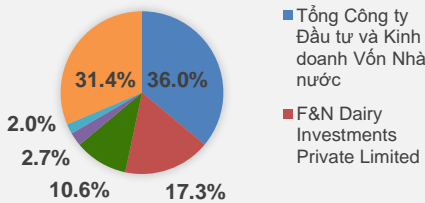
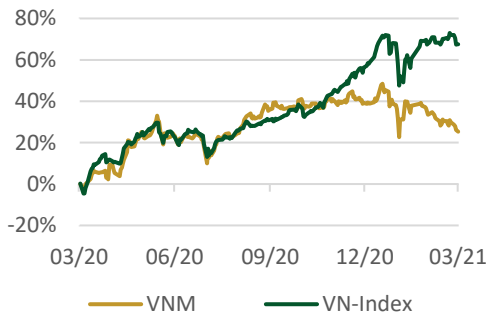
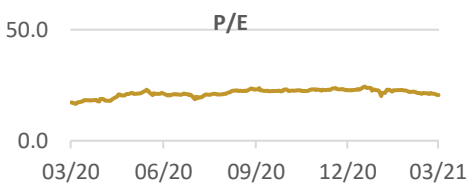
Ngày cập nhật: 30/03/2021

Giá hợp lý	128,000	VND
Giá hiện tại	99,200	VND

PHS

 (+82-28) 5 413 5479- support@phs.vn
Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	2,089.9
Free-float (triệu)	1,044.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	205,861
KLGD TB 3 tháng	3,275,502
Sở hữu nước ngoài	56.24%
Ngày niêm yết đầu tiên	19/01/2006

Cổ đông lớn

Biến động giá cổ phiếu so với Index

Lịch sử định giá


Nguồn: Bloomberg, PHFM tổng hợp

Tăng trưởng tích cực

Cập nhật KQKD 2020: Trong 2020, doanh thu thuần hợp nhất của VNM đạt 59,636 tỷ đồng (+5.9% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 11,236 tỷ đồng (+6.5% YoY), hoàn thành 100% kế hoạch doanh thu và vượt 4% kế hoạch LNST. Giá nguyên liệu sữa nhập khẩu giảm nhẹ từ Q4 giúp lợi nhuận gộp tăng trưởng 4.6%, đạt 27,669 tỷ đồng. Biên lãi gộp duy trì ở mức 46.4%, giảm nhẹ 0.8 điểm phần trăm so với 2019 do việc tích hợp GTN đã pha loãng số liệu hợp nhất của VNM và giá nguyên vật liệu tăng nhẹ. Nếu chỉ tính riêng công ty mẹ, biên lợi nhuận gộp đạt 49.3%, tăng 150 điểm cơ bản so với 2019. VNM tiếp tục tăng 0.3% về thị phần (theo sản lượng tiêu thụ) trong 2020.

Điểm nhấn đầu tư:

Dự địa tăng trưởng thị trường sữa tại Việt Nam: Ngành sữa đã ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong năm 2020 nhờ ý thức về sức khỏe của người dân được nâng lên dưới áp lực của đại dịch. Dự kiến trong giai đoạn 2021-2025, doanh thu sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam sẽ duy trì ở mức 7-8%/năm. Ngoài ra, xu hướng cao cấp hóa tạo điều kiện cho những doanh nghiệp có vùng nguyên liệu rộng lớn và kiểm soát chất lượng sữa tươi tốt (như VNM) cải thiện lợi nhuận.

Kỳ vọng tăng trưởng mảng kinh doanh bò thịt sau thương vụ GTN sáp nhập VLC: Ngay sau sáp nhập, lợi ích kinh tế VLC mang lại cho VNM khoảng 67.9% (trước sáp nhập là 55.9%). Ngoài ra, VLC đầu tư một trang trại bò thịt quy mô khai thác 20,000 con/năm với tổng vốn đầu tư không quá 1,700 tỷ đồng. Ước tính thị trường thịt trâu, bò tăng trưởng 6 - 7%/ năm, gấp đôi thịt lợn, gà. Đầu tư chăn nuôi và chế biến thịt bò được xem là bước đi quan trọng, đảm bảo duy trì tăng trưởng của VNM khi thị trường sữa chững lại.

Tập trung mở rộng thị trường quốc tế: Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu đạt 7.4% YoY trong năm 2020 nhờ các thị trường trọng điểm ở Trung Đông. Ngày 4/2/2021, được Bộ KH&ĐT cấp giấy phép thành lập công ty liên doanh tại Philippines với quy mô vốn 6 triệu USD. Ngoài ra, VNM đã xuất sang thị trường Trung Quốc 10 container sản phẩm sữa hạt cao cấp (gồm sữa hạt đậu nành hạnh nhân và đậu đỗ).

Định giá & khuyến nghị: Chúng tôi kỳ vọng sức mua chung ngành sữa vẫn trường tồn tích cực trong năm 2021 khi tình hình dịch bệnh vẫn chưa được kiểm soát triệt để. Doanh thu 2021 kỳ vọng tăng 7% YoY nhờ sản lượng tiêu thụ sữa tăng khi VNM và MCM đều tung và tái tung sản phẩm mới. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng điều chỉnh giảm biên lãi gộp từ 46.5% trong báo cáo trước xuống còn 45% do giá sữa nguyên liệu đã tăng từ 14-25% so với cùng kỳ. Giá đường cũng tăng mạnh 26-28% so với cùng kỳ. Ngoài ra, giá dầu phục hồi mạnh và thiếu hụt container có thể làm gia tăng chi phí vận chuyển. Theo đó, LNST ước tính của VNM trong năm 2021 có thể đạt 10,488 tỷ đồng (-7% YoY).

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, chúng tôi điều chỉnh mức giá hợp lý của VNM từ 136,000 đồng/cổ phiếu xuống còn **128,000 đồng/ cổ phiếu trong năm 2021** (+29% so với giá hiện tại). Từ đó đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

Rủi ro: (1) Biến động từ giá nguyên liệu đầu vào; **(2)** Sản phẩm nhập ngoại cạnh tranh trực tiếp với VNM; **(3)** Rủi ro sau M&A.

Chỉ số tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	46,794	51,041	52,562	56,318	59,636	63,811
LNST (tỷ VND)	9,364	10,278	10,206	10,554	11,236	10,488
EPS (VND)	5,831	6,355	5,295	5,478	5,311	4,972
Tăng trưởng EPS (%)	0%	9%	-17%	3%	-3%	-6%
Giá trị sổ sách (VND)	13,973	14,736	15,087	15,392	16,102	16,501
P/E	21.54	32.82	22.66	21.27	18.86	25.75
P/B	8.99	14.16	7.95	7.57	6.69	7.76
Cổ tức tiền mặt (%)	60%	50%	45%	45%	45%	45%