

**MUA [+33%]**

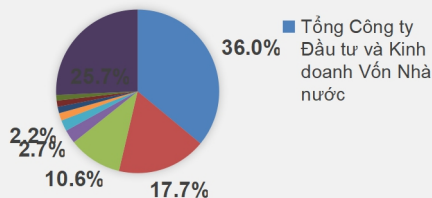
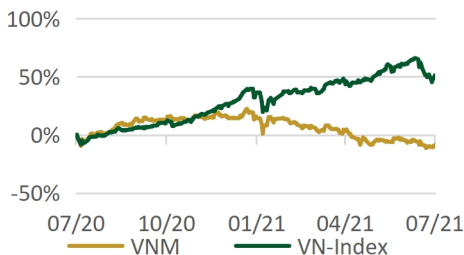
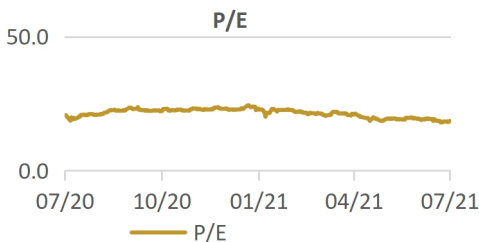
Ngày cập nhật: 26/07/2021

 Giá hợp lý 118,000 VNĐ  
 Giá hiện tại 88,900 VNĐ

**PHS**

 (+82-28) 5 413 5479 – [support@phs.vn](mailto: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)        | 178,237    |
| KLGD TB 3 tháng          | 4,093,203  |
| Sở hữu nước ngoài        | 55.12%     |
| 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

**Kỳ vọng phục hồi**

**Dự phóng KQKD Q2/2021:** Chúng tôi dự phóng doanh thu VNM đạt 15,960 tỷ đồng (+3%YoY) trong Q2 nhờ doanh thu từ nước ngoài phục hồi so với cùng kỳ khi công ty con Driftwood (Mỹ) hoạt động bình thường trở lại khi Mỹ đã thực hiện xong chương trình chích ngừa toàn dân, xuất khẩu ước tính tăng trưởng dương ở các thị trường trọng điểm. Doanh thu nội địa có thể đi ngang so với cùng kỳ do nhu cầu tiêu thụ giảm do dịch Covid-19. Biên lãi gộp VNM ước tính ~44%, sụt giảm 2.1 điểm phần trăm do giá nguyên vật liệu lập đỉnh trong tháng 4 và 5. LNST ước tính đạt 2,295 tỷ đồng (-25%YoY).

**Điểm nhấn đầu tư:**

**Doanh thu nội địa kỳ vọng phục hồi từ cuối Q3:** Chúng tôi kỳ vọng sức mua nội địa có thể phục hồi cuối quý 3 khi vaccin Covid-19 được triển khai toàn dân vào cuối tháng 8/2021 và đại dịch được kiểm soát triệt để hơn. Qua đó, doanh thu nội địa ước tính tăng trưởng 7%YoY trong 2H2021 nhờ sản lượng tiêu thụ tăng ở tất cả các kênh (kênh Sữa học đường - học sinh bắt đầu nhập học trở lại vào tháng 9; kênh khác như siêu thị, hàng không, chuỗi cửa hàng "Giấc mơ Sữa Việt đều được mở cửa trở lại). Ngoài ra, VNM tiếp tục tung ra các sản phẩm mới ra thị trường nhằm đáp ứng nhu cầu của khách hàng.

**Doanh thu nước ngoài duy trì tăng trưởng hai chữ số:** Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng trên 30%YoY trong T4/2021. Chúng tôi ước tính tăng trưởng xuất khẩu kỳ vọng ~20%YoY trong 2H2021 nhờ các thị trường trọng điểm ở Trung Đông và công ty con Driftwood (Mỹ), bù đắp cho mức sụt giảm mạnh của công ty con Angkor Milk do dịch bệnh bùng phát mạnh tại Campuchia từ cuối tháng 4. Ngoài ra, VNM tăng cường mở rộng thị trường xuất khẩu khi thành lập liên doanh tại Philippines và xuất khẩu sữa hạt vào Trung Quốc.

**Mảng kinh doanh bò thịt - động lực tăng trưởng trong dài:** VLC – công ty con của VNM, đã đầu tư một trang trại bò thịt quy mô khai thác 20,000 con/năm. Ước với doanh thu mảng bò thịt ~2,000 tỷ vào 2023, với mức tăng trưởng 6-7%/năm. Đây là bước đi quan trọng, đảm bảo duy trì tăng trưởng của VNM khi thị trường sữa chững lại.

**Định giá & khuyến nghị:** Chúng tôi hạ doanh thu VNM từ mức 63,811 tỷ đồng xuống còn 62,022 tỷ đồng (+4%YoY) do sản lượng tiêu thụ giảm trong 1H2021 và các kế hoạch triển khai tung sản phẩm mới đều bị trì hoãn do đại dịch bùng phát mạnh vào cuối quý 2. Mặc dù, giá nguyên vật liệu đã hạ nhiệt vào tháng 6 nhưng vẫn còn ở mức cao so với cùng kỳ. Chúng tôi thận trọng điều chỉnh giảm biên lãi gộp từ 45% trong báo cáo trước xuống còn 44%. 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 đạt 9,988 tỷ đồng (-11%YoY).

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, chúng tôi điều chỉnh mức giá hợp lý của VNM từ 128,000 đồng/cổ phiếu xuống còn 118,000 đồng/ cổ phiếu. Dù VNM đang gặp những khó khăn nhất định trong việc duy trì tăng trưởng, tuy nhiên, chúng tôi đánh giá triển vọng tích cực đối với VNM trong dài hạn khi Công ty đang có những chiến lược đúng đắn trong việc duy trì vị thế đầu ngành thị trường nội địa, gia tăng xuất khẩu và gia tăng vùng nguyên liệu đầu vào. Do đó, khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này cho mục tiêu dài hạn.

**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 | 62,022 |
| LNST (tỷ VND)            | 9,364  | 10,278 | 10,206 | 10,554 | 11,236 | 9,988  |
| EPS (VND)                | 5,831  | 6,355  | 5,295  | 5,478  | 5,311  | 4,732  |
| Tăng trưởng EPS (%)      | 0%     | 9%     | -17%   | 3%     | -3%    | -11%   |
| Giá trị sổ sách (VND)    | 13,973 | 14,736 | 15,087 | 15,392 | 16,102 | 16,254 |