

**Khuyến nghị:** Theo Dõi

**Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)**

hien.mtm@bsc.com.vn

|                     |                |
|---------------------|----------------|
| <b>Giá mục tiêu</b> | <b>118,520</b> |
| Giá đóng cửa        | 113,700        |
| Upside              | 4.2%           |
| +Dividend Yield     | 3.3%           |
| <b>Total Upside</b> | <b>7.5%</b>    |

**Lê Quốc Trung (PTKT)**

trunglq@bsc.com.vn

|              |         |
|--------------|---------|
| Giá mục tiêu | 120,000 |
| Giá cut loss | 95,000  |

**Dữ liệu thị trường**

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| Số lượng cp (tr cp)     | 1,741.42 |
| Vốn hóa (tỷ đồng)       | 198,000  |
| Giá cao nhất 52 tuần    | 133,400  |
| KLGD TB20 phiên (ng cp) | 1,442.0  |
| Sở hữu nước ngoài       | 41.6%    |

**Cổ đông lớn**

|                  |        |
|------------------|--------|
| SCIC             | 36.01% |
| F&N Dairy        | 17.69% |
| Platinum Victory | 10.62% |

**Diễn biến giá (1 năm)**



**Tổng quan công ty**

Vinamilk là công ty đầu ngành sữa Việt Nam có thị phần nội địa lớn nhất 58% 2017 với lợi thế hơn 250 sản phẩm đa dạng thuộc nhiều ngành hàng khác nhau, thương hiệu uy tín hơn 40 năm, và hệ thống phân phối rộng khắp Việt Nam.

**Các báo cáo khác** [\(link\)](#)

## Tăng tốc hậu COVID-19

**Định giá**

BSC khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu VNM với giá mục tiêu là **118,520 VND/CP** thấp hơn giá mục tiêu 127,300 VND/CP trong báo cáo trước "Tăng thị phần sau khi hợp nhất GTN" - 02/2020. Giá mục tiêu dựa theo 2 phương pháp DCF và PE với PE mục tiêu là 20x (thấp hơn PE mục tiêu trước là 22x do tốc độ tăng trưởng nội địa và xuất khẩu bị ảnh hưởng bởi tình hình dịch bệnh Covid 19).

**Dự báo KQKD 2020E**

**BSC dự báo KQKD 2020 của VNM với DTT và LNST lần lượt là 60,363 tỷ đồng (+ 7.2% YoY) và 11,063 tỷ đồng (+4.6% YoY), tương đương EPS fw 2020 là 5,726 VND/CP (đã trừ QKTPL), PE fw = 19.9x, và PB fw = 5.8x.**

**Catalyst: (1)** VNM mua cổ phiếu quỹ 17.5 triệu cổ phiếu vào ngày 21/5/2020 - 20/6/2020 **(2)** MSCI sẽ nâng tỷ trọng Việt Nam lên trong danh mục thị trường cận biên trong 2H2020.

**Rủi ro đầu tư: (1)** Tốc độ tăng trưởng FMCG suy giảm **(2)** Rủi ro doanh thu thị phần xuất khẩu giảm **(3)** Ảnh hưởng dịch bệnh Covid-19.

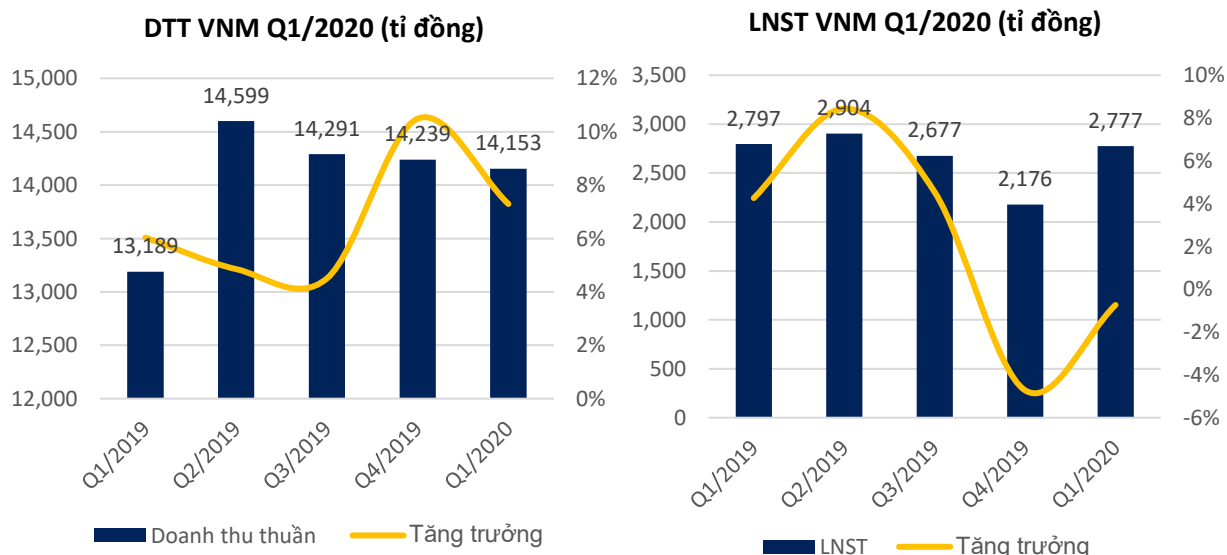
**Cập nhật doanh nghiệp Q1/2020 (tiếp tục trang sau):**

**KQKD VNM trong Q1/2020 tăng trưởng doanh thu tốt nhưng lợi nhuận không tăng trưởng:** cụ thể, DTT đạt 14,153 tỷ đồng (+7.3% YoY) tuy nhiên LNST lại giảm nhẹ còn 2,777 tỷ (-0.7% Y/Y). Trong đó, động lực tăng trưởng doanh thu chính của VNM tiếp tục từ thị trường nội địa với tăng trưởng 7.9% từ sát nhập GTN và thị trường xuất khẩu trực tiếp tăng trưởng 7.5% trong Q1/2020.

**BLNG VNM duy trì ở mức 46.5% trong Q1/2020 bằng với cùng kì năm 2019 nhờ tăng giá bán 3%.** Việc hợp nhất với GTN với biên lợi nhuận gộp là 26% nên đã pha loãng biên gộp của VNM, chúng tôi cho rằng với sự hỗ trợ của VNM trong việc cắt giảm các chi phí không hiệu quả và áp dụng khoa học kỹ thuật sẽ giúp biên gộp của Sữa Mộc Châu bằng với VNM là 35-45% trong 2-3 năm tới.

**LNST đạt 2,777 tỷ đồng (-0.7% Y/Y) tương ứng với biên ròng là 19.6% (Q1/2019: 21.1%)** do chủ yếu các chi phí hoạt động tăng nhanh hơn doanh thu và thuế thu nhập doanh nghiệp hiệu lực tăng lên 17.3% (Q1/2019: 16.3%).

**KQKD VNM trong Q1/2020 tăng trưởng doanh thu tốt nhưng lợi nhuận không tăng trưởng:** cụ thể, DTT đạt 14,153 tỷ đồng (+7.3% YoY) tuy nhiên LNST lại giảm nhẹ còn 2,777 tỷ (-0.7% Y/Y). Trong đó, động lực tăng trưởng doanh thu chính của VNM tiếp tục từ thị trường nội địa với tăng trưởng 7.9% và thị trường xuất khẩu trực tiếp tăng trưởng 7.5% trong Q1/2020:



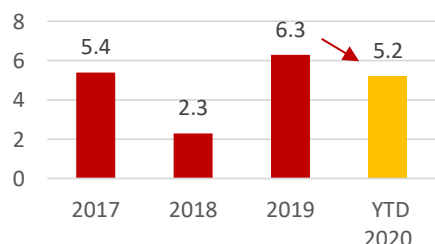
Nguồn: VNM, BSC

**Động lực tăng trưởng doanh thu chính của Vinamilk nhờ vào:**

**(1) Thị trường nội địa đạt doanh thu 12,092 tỷ đồng (+7.9% YoY),** động lực tăng trưởng chính: **(1.1) VNM bắt đầu hợp nhất KQKD GTN từ Q1/2020** với DTT là 633 tỷ đồng (+1.6% Y/Y) đóng góp 5% trong doanh thu thị trường nội địa, trong khi doanh thu của công ty mẹ tăng nhẹ 10,911 tỷ đồng (+1.1% Y/Y). **(1.2) Giá bình quân sữa tăng +3% so với cuối năm 2019** để bù lại 1 phần tăng giá nguyên liệu đầu vào. Tuy nhiên, thị phần nội địa của VNM tiếp tục duy trì ở mức cao là 60% tuy có sự giảm nhẹ - 0.2% Y/Y do ảnh hưởng từ dịch COVID-19 khiến cho sữa tiêu thụ học đường và kênh Nhà Hàng- Khách Sạn - Cafe ("HORECA") giảm tương đối mạnh khi Chính phủ yêu cầu học sinh được nghỉ học từ tháng 1/2020 và tạm ngừng hoạt động không thiết yếu.

Theo VNM chia sẻ, trong Quý 1/2020, một số kênh truyền thống là thế mạnh của VNM với hơn 200 nhà phân phối và 2,500 điểm bán lẻ trên toàn quốc đã giúp cho VNM tiếp tục tăng trưởng dương và đồng thời tăng cường bán hàng trực tiếp với các chiến dịch marketing online. Theo thống kê của Kantar Việt Nam, **tăng trưởng ngành sữa trong Q1/2020 khoảng 10.3% cao hơn mức tăng trưởng của FCMG là 5.2% YTD**, trong đó một số dòng sản phẩm tăng trưởng tốt như **sữa chua uống (+36% Y/Y), sữa bột người lớn (+33% Y/Y) và sữa bột công thức cho trẻ em (+14% Y/Y)**.

**Giá trị tăng trưởng FMCG ở TP (%)**



| Thay đổi Giá trị%  | YTD 2020 |
|--------------------|----------|
| Sữa                | 10.3%    |
| Đồ uống            | -14.1%   |
| Thực phẩm chế biến | 26.2%    |
| Chăm sóc cá nhân   | 29.0%    |
| Gia dụng           | 11.4%    |

| SP dinh dưỡng và tăng miễn dịch cho người lớn và trẻ |     |
|------------------------------------------------------|-----|
| Sữa chua uống                                        | 36% |
| Sữa bột người lớn                                    | 33% |
| Sữa bột công thức                                    | 14% |

Nguồn: Kantar

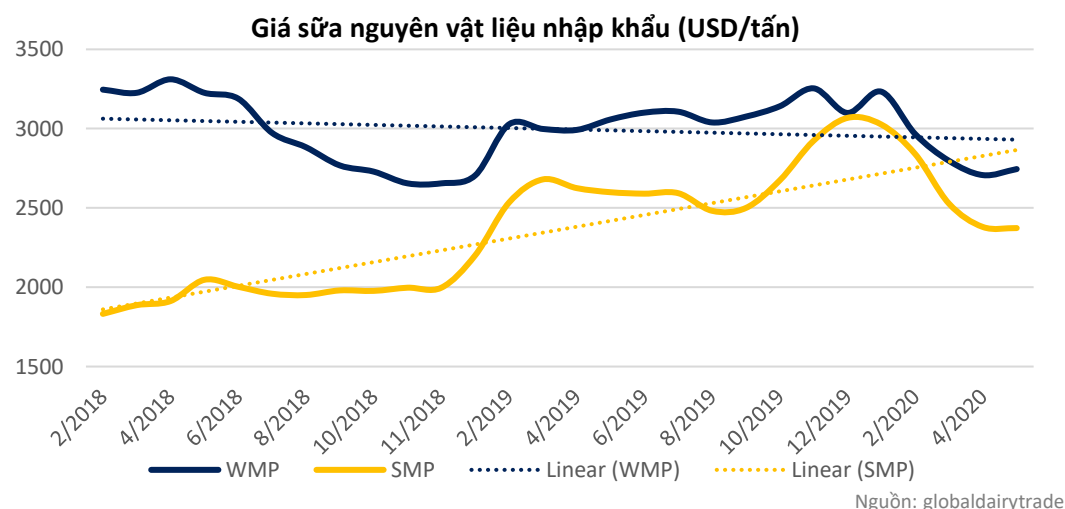
Chúng tôi kỳ vọng VNM có thể duy trì hoạt động kinh doanh ổn định và tăng tốc từ tháng 5 tới cuối năm 2020 để bù lại cho Quý 1. Qua đó, BSC đánh giá trong trường hợp HĐKD trở lại bình thường từ tháng 5/2020, tăng trưởng doanh thu nội địa của VNM (đã bao gồm GTN) có thể đạt mức 7.9-8.5% trong 2020 so với cùng kỳ là 6.3% nhờ sát nhập với GTN và tăng trưởng nội địa phục hồi trong 2H2020.

**(2) Xuất khẩu đạt DT 1,081 tỷ đồng (+7.5% YoY) và công ty con ở nước ngoài đạt DT là 980 tỷ đồng (+0.8%) đóng góp lần lượt là 7.6% và 6.9% trong tổng DTT của VNM.** Hoạt động xuất khẩu tăng trưởng chủ yếu nhờ vào thị trường chủ lực Trung Đông trong tháng 2/2020 VNM đã ký được hợp đồng xuất khẩu sữa trị giá US\$20 triệu tại hội chợ Gulfood Dubai 2020. Tuy nhiên, các công ty con ở nước ngoài bị ảnh hưởng tương đối lớn từ dịch COVID-19 như nhà máy sữa Driftwood ở Mỹ với đối tượng khách hàng chính là học sinh ở các trường học phải đóng cửa từ giữa tháng 3/2020. Ngoài ra, doanh thu Angkor Milk ở Campuchia tăng trưởng trên 2 chữ số đã bù lại một phần cho các thị trường khác chủ yếu do low base trong 2019 tuy nhiên tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu XK.

**Triển vọng xuất khẩu 2020:** như trong báo cáo trước chúng tôi đề cập tới triển vọng xuất khẩu một số sản phẩm đã được cấp mã giao dịch sang thị trường Trung Quốc, và một số sản phẩm khác hiện đang chờ sự cho phép từ Trung Quốc. Hiện tại sản lượng xuất khẩu Trung Quốc còn khiêm tốn trong 2020 nhưng sẽ cải thiện trong các năm tiếp theo với chiến lược tập trung vào một số dòng sản phẩm có lợi thế cạnh tranh cao và biên gộp tốt so với các đối thủ từ Trung Quốc.

| <b>Cơ cấu Doanh thu thuần VNM</b> | <b>1Q2019</b> | <b>2Q2019</b> | <b>3Q2019</b> | <b>4Q2019</b> | <b>1Q2020</b> |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>            | <b>13,189</b> | <b>27,788</b> | <b>42,079</b> | <b>56,318</b> | <b>14,153</b> |
| %Y/Y                              | 8.8%          | 7.6%          | 6.4%          | 7.1%          | 7.3%          |
| <b>Tổng Nội Địa</b>               | <b>11,212</b> | <b>23,637</b> | <b>35,821</b> | <b>47,555</b> | <b>12,092</b> |
| %Y/Y                              | 7.8%          | 6.4%          | 5.8%          | 6.3%          | 7.9%          |
| % Tỷ trọng                        | 85.0%         | 85.1%         | 85.1%         | 84.4%         | 85.4%         |
| <b>+ GTN</b>                      | <b>623</b>    | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>633</b>    |
| %Y/Y                              | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 1.6%          |
| % Tỷ trọng                        | 4.7%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 4.5%          |
| <b>Xuất khẩu</b>                  | <b>1,006</b>  | <b>2,284</b>  | <b>3,524</b>  | <b>5,175</b>  | <b>1,081</b>  |
| %Y/Y                              | 7.9%          | 11.9%         | 7.8%          | 14.8%         | 7.5%          |
| % Tỷ trọng                        | 7.6%          | 8.2%          | 8.4%          | 9.2%          | 7.6%          |
| <b>Công ty con</b>                | <b>972</b>    | <b>1,867</b>  | <b>2,735</b>  | <b>3,588</b>  | <b>980</b>    |
| %Y/Y                              | 24.0%         | 18.7%         | 12.9%         | 8.6%          | 0.8%          |
| % Tỷ trọng                        | 7.4%          | 6.7%          | 6.5%          | 6.4%          | 6.9%          |
| <b>Lợi Nhuận Gộp</b>              | <b>6,155</b>  | <b>13,169</b> | <b>19,892</b> | <b>26,572</b> | <b>6,606</b>  |
| %Y/Y                              | 12.2%         | 10.2%         | 7.8%          | 8.0%          | 7.3%          |
| %GM                               | 46.7%         | 47.4%         | 47.3%         | 47.2%         | 46.7%         |
| <b>Tổng Nội Địa</b>               | <b>5,248</b>  | <b>11,247</b> | <b>16,978</b> | <b>22,434</b> | <b>5,704</b>  |
| %GM                               | 46.8%         | 47.6%         | 47.4%         | 47.4%         | 47.2%         |
| <b>+ GTN</b>                      | <b>105</b>    | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>166</b>    |
| %GM                               | 16.8%         | -             | -             | -             | 26.3%         |
| <b>Xuất khẩu</b>                  | <b>617</b>    | <b>1,401</b>  | <b>2,209</b>  | <b>3,199</b>  | <b>673</b>    |
| %GM                               | 61.4%         | 61.3%         | 62.7%         | 62.7%         | 62.3%         |
| <b>Công ty con</b>                | <b>290</b>    | <b>521</b>    | <b>705</b>    | <b>939</b>    | <b>229</b>    |
| %GM                               | 29.8%         | 27.9%         | 25.8%         | 25.8%         | 23.3%         |

**BLNG VNM duy trì ở mức 46.5% trong Q1/2020 bằng với cùng kì năm 2019 nhờ tăng giá bán 3%.** Việc hợp nhất với GTN với biên lợi nhuận gộp là 26% nên đã pha loãng biên gộp của VNM, chúng tôi cho rằng với sự hỗ trợ của VNM trong việc cắt giảm các chi phí không hiệu quả và áp dụng khoa học kỹ thuật sẽ giúp biên gộp của Sữa Mộc Châu bằng với VNM là 35-45% trong 2-3 năm tới. Bên cạnh đó, giá bán bình quân của VNM tăng 3% từ cuối năm 2019 để bù lại 1 phần chi phí nguyên vật liệu tăng trong năm trước. BSC kỳ vọng trong quý 2 VNM sẽ duy trì biên gộp ở mức tương đương và tăng lại lên 47-47.5% trong 2H2020 nhờ đấu thầu sữa nguyên liệu nhập khẩu WMP và SMP cho 2H2020 với mức giá thị trường hiện đang giảm lần lượt là -17.2% Y/Y và -3.6% Y/Y theo Globaldairy.



**Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng lên 15% Y/Y tương đương tỉ lệ SGA/DTT là 24% (Q1/2018:22.4%).** Nguyên nhân chủ yếu do hợp nhất chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của GTN và chi phí hỗ trợ bán hàng VNM tăng lên 2,102 tỷ đồng (+12% Y/Y). Theo VNM chia sẻ, VNM sẽ duy trì tỉ lệ này bằng với năm trước là 25.55% để đẩy mạnh marketing hỗ trợ bán hàng sau khi dịch hết thúc.

**LNST đạt 2,777 tỷ đồng (-0.7% Y/Y) tương ứng với biên ròng là 19.6% (Q1/2019: 21.1%) do chủ yếu các chi phí hoạt động tăng nhanh hơn doanh thu và thuế thu nhập doanh nghiệp hiệu lực tăng lên 17.3% (Q1/2019: 16.3%).** Chúng tôi lưu ý doanh thu tài chính của VNM trong Q1/2020 đạt 284 tỷ đồng (+61.6% Y/Y) trong khi đó chi phí tài chính tăng lên 122 tỷ đồng (+325.6% Y/Y), trong đó chi phí lãi vay tăng 12% , và chủ yếu do lãi lỗ tỉ giá chưa thực hiện tăng +12 lần cùng kỳ. Vì thế, chúng tôi cho rằng **(1)** Hiện tại VNM đang nắm giữ tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn cao 15,749 tỷ đồng (+4% Y/Y) sẽ giúp cho doanh thu tài chính tăng 3% Y/Y **(2)** Chi phí lãi lỗ tỉ giá chưa thực hiện do biến động VND/USD mất giá 2% trong Q1/2020 và tình hình tỉ giá kỳ vọng sẽ ổn định lại trong các quý sau.

**Dự báo KQKD 2020**

BSC dự báo KQKD 2020 của VNM với DTT và LNST lần lượt là **60,363 tỷ đồng (+ 7.2% YoY)** và **11,063 tỷ đồng (+4.6% YoY)**, tương đương EPS fw 2020 là 5,726 VND/CP (đã trừ QKTPL), PE fw = 18.2x, và PB fw = 5.3x.

| Đơn vị: Tỷ đồng           | FY 2019        | FY 2020E       | FY 2021E       | FY 2022E       | FY 2023E       | Giả định                                                                                                                                                                                  |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>    | <b>56,318</b>  | <b>60,363</b>  | <b>63,781</b>  | <b>67,746</b>  | <b>72,369</b>  | <b>(1)</b> Tăng trưởng doanh thu nội địa sẽ ổn định 6-7%, trong đó GTN tăng trưởng duy trì 5% và thị phần của VNM kỳ vọng sẽ tăng trở lại 60-61% trong năm 2020.                          |
| %yoy                      | 7%             | 7.2%           | 6%             | 6%             | 7%             |                                                                                                                                                                                           |
| Nội địa                   | 47,555         | 48,636         | 51,554         | 54,956         | 58,946         |                                                                                                                                                                                           |
| + GTN                     |                | 2,642          | 2,774          | 2,913          | 3,058          |                                                                                                                                                                                           |
| Xuất khẩu                 | 5,175          | 5,318          | 5,479          | 5,661          | 5,869          |                                                                                                                                                                                           |
| Công ty con               | 3,588          | 3,768          | 3,975          | 4,215          | 4,496          | <b>(2)</b> Biên gộp VNM 2020 sẽ giảm về 46.8% do việc hợp nhất với GTN, trong đó biên gộp nội địa vẫn tăng tốt nhờ giá NVL giảm mạnh -17% trong 2020 nhưng sẽ tăng lại trong các năm sau. |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>      | <b>26,572</b>  | <b>27,655</b>  | <b>30,071</b>  | <b>32,058</b>  | <b>34,220</b>  |                                                                                                                                                                                           |
| Nội địa                   | 22,434         | 22,879         | 24,852         | 26,485         | 28,397         |                                                                                                                                                                                           |
| + GTN                     |                | 630            | 792            | 970            | 1,018          |                                                                                                                                                                                           |
| Xuất khẩu                 | 3,199          | 3,106          | 3,387          | 3,499          | 3,628          |                                                                                                                                                                                           |
| Công ty con               | 939            | 1,039          | 1,041          | 1,104          | 1,177          | <b>(3)</b> DT tài chính tiếp tục tăng nhờ đầu tư ngắn hạn lớn và VNM chưa có kế hoạch đầu tư lớn trong các năm tới. SGA/DTT sẽ duy trì tỉ lệ 25-26%.                                      |
| <b>Biên lợi nhuận gộp</b> | <b>47.2%</b>   | <b>46.8%</b>   | <b>47.1%</b>   | <b>47.3%</b>   | <b>47.3%</b>   |                                                                                                                                                                                           |
| Nội địa                   | 47.2%          | 52.0%          | 48.2%          | 48.2%          | 48.2%          |                                                                                                                                                                                           |
| + GTN                     |                | 23.8%          | 28.6%          | 33.3%          | 33.3%          |                                                                                                                                                                                           |
| Xuất khẩu                 | 62%            | 62%            | 62%            | 62%            | 62%            |                                                                                                                                                                                           |
| Công ty con               | 26.2%          | 26.2%          | 26.2%          | 26.2%          | 26.2%          |                                                                                                                                                                                           |
| DT tài chính              | 807            | 832            | 783            | 773            | 809            |                                                                                                                                                                                           |
| CP tài chính              | (187)          | (220)          | (195)          | (177)          | (141)          |                                                                                                                                                                                           |
| CP HKKD                   | (14,390)       | (15,421)       | (16,294)       | (17,307)       | (18,488)       |                                                                                                                                                                                           |
| Thu nhập khác             | (1)            | (1)            | (1)            | (1)            | (1)            |                                                                                                                                                                                           |
| <b>LNTT</b>               | <b>12,796</b>  | <b>13,458</b>  | <b>14,358</b>  | <b>15,339</b>  | <b>16,393</b>  |                                                                                                                                                                                           |
| <b>CP Thuế</b>            | <b>(2,241)</b> | <b>(2,422)</b> | <b>(2,584)</b> | <b>(2,761)</b> | <b>(2,951)</b> |                                                                                                                                                                                           |
| <b>LNST</b>               | <b>10,554</b>  | <b>11,035</b>  | <b>11,774</b>  | <b>12,578</b>  | <b>13,442</b>  |                                                                                                                                                                                           |
| <b>LNST&amp;CDTS</b>      | <b>10,581</b>  | <b>11,063</b>  | <b>11,803</b>  | <b>12,610</b>  | <b>13,476</b>  |                                                                                                                                                                                           |
| %yoy                      | 3.5%           | 4.6%           | 6.7%           | 6.8%           | 6.9%           |                                                                                                                                                                                           |
| <b>EPS (-QKT&amp;PL)</b>  | <b>5,478</b>   | <b>5,726</b>   | <b>6,109</b>   | <b>6,527</b>   | <b>6,975</b>   |                                                                                                                                                                                           |

Nguồn: BSC Research.

**Định giá:**

BSC khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu VNM với giá mục tiêu là **118,520 VND/CP** thấp hơn giá mục tiêu 127,300 VND/CP trong báo cáo trước "Tăng thị phần sau khi hợp nhất GTN" - 02/2020. Giá mục tiêu dựa theo 2 phương pháp DCF và PE với PE mục tiêu là 20x (thấp hơn PE mục tiêu trước là 22x do tốc độ tăng trưởng nội địa và xuất khẩu bị ảnh hưởng bởi tình hình dịch bệnh Covid 19).

| Phương pháp định giá |                |                      |                |
|----------------------|----------------|----------------------|----------------|
| P/E (50%)            |                | DCF (50%)            |                |
|                      |                | Terminal Value (tỷ)  | 219,746        |
|                      |                | WACC                 | 9.0%           |
|                      |                | g                    | 1.0%           |
|                      |                | PV(Terminal Value)   | 147,225        |
|                      |                | PV(FCFF) 2020-2024F  | 56,589         |
|                      |                | Tổng dòng tiền (tỷ)  | 203,813        |
|                      |                | (Điều chỉnh)         | 9,541          |
| EPS FW:              | 5,726          | Giá trị VCSH (tỷ)    | 213,354        |
| P/E mục tiêu:        | 20.0 x         | Số lượng CP (triệu)  | 1,741.39       |
| <b>Giá mục tiêu:</b> | <b>114,520</b> | <b>Giá mục tiêu:</b> | <b>122,519</b> |
| <b>Giá mục tiêu:</b> | <b>118,520</b> |                      |                |
| <b>Upside</b>        | <b>4.1%</b>    |                      |                |

Nguồn: BSC

**1. Phương pháp DCF:**

| Vinamilk - Phương Pháp DCF |               |               |               |               |               |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                            | FY 2020E      | FY 2021E      | FY 2022E      | FY 2023E      | FY 2024E      |
| Doanh thu thuần            | 60,440        | 63,863        | 67,832        | 72,462        | 77,466        |
| EBITDA                     | 14,968        | 16,175        | 17,551        | 18,933        | 20,505        |
| Lợi nhuận sau thuế         | 11,035        | 11,774        | 12,578        | 13,442        | 14,563        |
| (+) I*(1-T)                | (131)         | (111)         | (96)          | (67)          | (35)          |
| (+) Khấu hao               | 2,115         | 2,398         | 2,800         | 3,201         | 3,565         |
| (-) Thay đổi Vốn Lưu Động  | 274           | 10            | 114           | 147           | 576           |
| (-) CAPEX                  | (1,856)       | (2,280)       | (2,218)       | (1,283)       | (1,371)       |
| <b>FCFF</b>                | <b>11,438</b> | <b>11,790</b> | <b>13,178</b> | <b>15,441</b> | <b>17,298</b> |
| <b>PV (FCFF)</b>           | <b>10,955</b> | <b>10,685</b> | <b>10,955</b> | <b>11,774</b> | <b>12,098</b> |

Nguồn: BSC

**2. Phương pháp PE:**

| Tên Công ty                  | Mã         | Vốn hóa        | Beta        | Định Giá     |             |              | Lợi nhuận    |              |             | Đòn Bẩy      |
|------------------------------|------------|----------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
|                              |            |                |             | PE           | PB          | EV/EBITDA    | Biên Ròng    | ROE          | ROA         |              |
| NESTLE (MALAYSIA) BERHAD     | CPF TB     | 170,390        | 0.84        | 12.8         | 1.3         | 12.6         | 2.6          | 10.7         | 2.9         | 152.6        |
| INDOFOOD CBP SUKSES MAKMUR   | 3799 HK    | 194,944        | 0.83        | 15.4         | 3.6         | 11.0         | 18.0         | 24.2         | 20.1        | 0.1          |
| CHAROEN POKPHAND FOODS PUB   | 151 HK     | 207,817        | 0.52        | 16.9         | 4.5         | 11.4         | 16.5         | 27.2         | 13.1        | 61.6         |
| DALI FOODS GROUP CO LTD      | PEP MK     | 124,625        | 0.85        | 20.0         | 1.1         | 67.9         | 24.6         | 5.4          | 4.9         | 2.9          |
| SAN MIGUEL FOOD AND BEVERAG  | 322 HK     | 234,755        | 0.89        | 21.3         | 3.6         | 8.7          | 4.5          | 17.0         | 6.0         | 55.8         |
| WANT WANT CHINA HOLDINGS LTD | FB PM      | 161,421        | 0.80        | 21.4         | 3.8         | 9.4          | 6.4          | 23.2         | 8.8         | 44.3         |
| YIHAI INTERNATIONAL HOLDING  | ICBP IJ    | 175,908        | 0.99        | 22.3         | 4.4         | 14.5         | 11.9         | 21.5         | 13.8        | 8.8          |
| <b>Vinamilk</b>              | <b>VNM</b> | <b>182,845</b> | <b>0.83</b> | <b>19.26</b> | <b>6.09</b> | <b>10.55</b> | <b>16.98</b> | <b>32.6</b>  | <b>25.0</b> | <b>18.41</b> |
| <b>Trung Vị</b>              |            | <b>175,908</b> | <b>0.84</b> | <b>20.04</b> | <b>3.63</b> | <b>11.43</b> | <b>11.87</b> | <b>21.48</b> | <b>8.75</b> | <b>44.34</b> |
| <b>Trung Bình</b>            |            | <b>181,409</b> | <b>0.82</b> | <b>18.59</b> | <b>3.19</b> | <b>19.37</b> | <b>12.05</b> | <b>18.47</b> | <b>9.94</b> | <b>46.59</b> |

Nguồn: Bloomberg.

**3. Độ nhạy:**

**3.1. Độ nhạy giá mục tiêu theo phương pháp DCF**

| DCF   |       | WACC (%) |         |         |                |         |         |         |
|-------|-------|----------|---------|---------|----------------|---------|---------|---------|
|       |       | 7.52%    | 8.02%   | 8.52%   | 9.02%          | 9.52%   | 10.02%  | 10.52%  |
| g (%) | -0.5% | 121,264  | 116,378 | 112,033 | 108,145        | 104,645 | 101,477 | 98,597  |
|       | 0.0%  | 127,245  | 121,682 | 116,772 | 112,405        | 108,498 | 104,980 | 101,796 |
|       | 0.5%  | 134,079  | 127,692 | 122,101 | 117,166        | 112,778 | 108,850 | 105,315 |
|       | 1.0%  | 141,960  | 134,557 | 128,138 | <b>122,441</b> | 117,560 | 113,150 | 109,203 |
|       | 1.5%  | 151,149  | 142,474 | 135,035 | 128,584        | 122,938 | 117,954 | 113,522 |
|       | 2.0%  | 162,002  | 151,707 | 142,989 | 135,513        | 129,031 | 123,356 | 118,348 |
|       | 2.5%  | 175,016  | 162,610 | 152,264 | 143,504        | 135,991 | 129,477 | 123,775 |

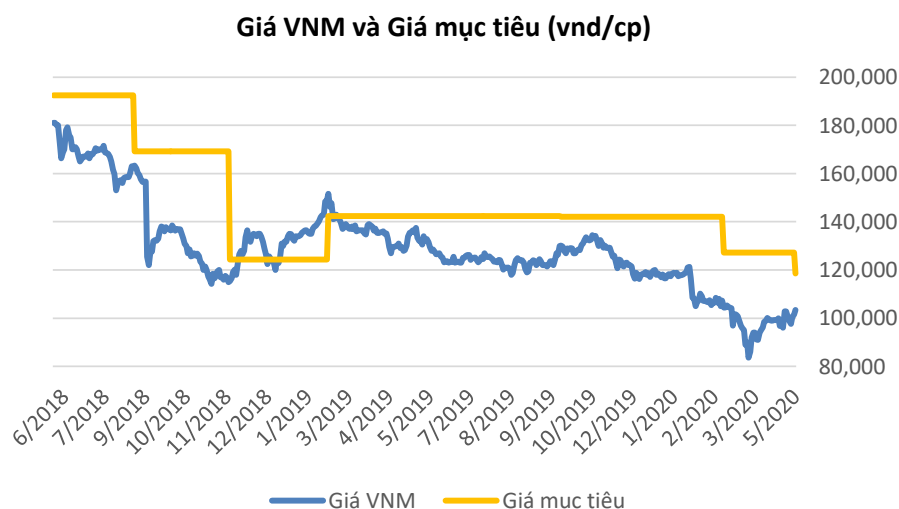
**3.2. Độ nhạy giá mục tiêu theo phương pháp PE**

Nguồn: BSC

| PE      |      | EPS (VND/CP) |         |         |                |         |         |         |
|---------|------|--------------|---------|---------|----------------|---------|---------|---------|
|         |      | 4,226        | 4,726   | 5,226   | 5,726          | 6,226   | 6,726   | 7,226   |
| P/E (x) | 18.5 | 78,183       | 87,433  | 96,683  | 105,933        | 115,183 | 124,433 | 133,683 |
|         | 19.0 | 80,296       | 89,796  | 99,296  | 108,796        | 118,296 | 127,796 | 137,296 |
|         | 19.5 | 82,409       | 92,159  | 101,909 | 111,659        | 121,409 | 131,159 | 140,909 |
|         | 20.0 | 84,522       | 94,522  | 104,522 | <b>114,522</b> | 124,522 | 134,522 | 144,522 |
|         | 20.5 | 86,635       | 96,885  | 107,135 | 117,385        | 127,635 | 137,885 | 148,135 |
|         | 21.0 | 88,748       | 99,248  | 109,748 | 120,248        | 130,748 | 141,248 | 151,748 |
|         | 21.5 | 90,862       | 101,612 | 112,362 | 123,112        | 133,862 | 144,612 | 155,362 |

Nguồn: BSC

**4. Giá VNM và giá mục tiêu quá khứ:**



Nguồn: BSC



**TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

|                        | Q1/2019       | Q2/2019       | Q3/2019       | Q4/2019       | Q1/2020       |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b> | <b>13,189</b> | <b>14,599</b> | <b>14,291</b> | <b>14,239</b> | <b>14,153</b> |
| <b>LN gộp</b>          | <b>6,155</b>  | <b>7,014</b>  | <b>6,723</b>  | <b>6,680</b>  | <b>6,606</b>  |
| DT tài chính           | 176           | 191           | 207           | 234           | 285           |
| CP tài chính           | (29)          | (42)          | (45)          | (71)          | (122)         |
| Lãi vay                | (20)          | (25)          | (28)          | (36)          | (42)          |
| CP bán hàng            | (2,670)       | (3,330)       | (3,292)       | (3,701)       | (3,004)       |
| CP QLDN                | (278)         | (318)         | (318)         | (482)         | (389)         |
| <b>Lãi/lỗ HĐKD</b>     | <b>3,341</b>  | <b>3,517</b>  | <b>3,265</b>  | <b>2,674</b>  | <b>3,363</b>  |
| TN nhập khác (ròng)    | 2             | 33            | (11)          | (25)          | (5)           |
| <b>LN trước thuế</b>   | <b>3,343</b>  | <b>3,550</b>  | <b>3,254</b>  | <b>2,649</b>  | <b>3,358</b>  |
| <b>LN sau thuế</b>     | <b>2,797</b>  | <b>2,904</b>  | <b>2,677</b>  | <b>2,176</b>  | <b>2,777</b>  |
| LN CĐ thiếu số         | 7             | 5             | (13)          | (25)          | 12            |
| LN Cty mẹ              | 2,791         | 2,899         | 2,690         | 2,202         | 2,765         |
| EPS                    | 1,606         | 1,667         | 1,537         | 1,250         | 1,594         |
| <b>TS ngắn hạn</b>     | <b>22,040</b> | <b>22,089</b> | <b>22,146</b> | <b>24,722</b> | <b>26,462</b> |
| Tiền và DT ngắn hạn    | <b>10,876</b> | 10,983        | 11,282        | 15,101        | <b>15,750</b> |
| Phải thu ngắn hạn      | <b>5,521</b>  | 5,391         | 5,700         | 4,503         | <b>4,712</b>  |
| Tồn kho                | 5,354         | 5,541         | 4,991         | 4,983         | 5,734         |
| TS ngắn hạn khác       | 290           | 174           | 174           | 134           | 266           |
| <b>TS dài hạn</b>      | <b>16,265</b> | <b>18,097</b> | <b>17,956</b> | <b>19,978</b> | <b>19,612</b> |
| Phải thu dài hạn       | 88            | 67            | 20            | 21            | 20            |
| TSCĐ                   | 13,091        | 13,211        | 13,407        | 14,894        | 14,590        |
| TS dở dang dài hạn     | 1,097         | 1,397         | 1,310         | 944           | 1,038         |
| TS dài hạn khác        | 1,269         | 1,405         | 1,129         | 3,071         | 2,981         |
| <b>Tổng TS</b>         | <b>38,305</b> | <b>40,186</b> | <b>40,102</b> | <b>44,700</b> | <b>46,074</b> |
| <b>Nợ phải trả</b>     | <b>9,382</b>  | <b>11,253</b> | <b>12,261</b> | <b>14,969</b> | <b>13,827</b> |
| Nợ ngắn hạn            | 8,817         | 10,816        | 11,924        | 14,443        | 13,315        |
| Vay ngắn hạn           | <b>2,126</b>  | 3,273         | 4,188         | 5,351         | <b>6,150</b>  |
| Nợ dài hạn             | 565           | 437           | 337           | 526           | 512           |
| Vay dài hạn            | 218           | 189           | 94            | 123           | 120           |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>  | <b>28,923</b> | <b>28,934</b> | <b>27,841</b> | <b>29,731</b> | <b>32,247</b> |
| Vốn góp                | 17,417        | 17,417        | 17,417        | 17,417        | 17,417        |
| LN chưa phân phối      | 9,452         | 9,177         | 7,840         | 7,875         | 10,091        |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>  | <b>38,305</b> | <b>40,186</b> | <b>40,102</b> | <b>44,700</b> | <b>46,074</b> |
| % yoy DT               | 8.8%          | 6.5%          | 4.0%          | 9.5%          | 7.3%          |
| Biên In gộp            | 46.7%         | 48.0%         | 47.0%         | 46.9%         | 46.7%         |
| Lãi vay/DTT            | 0.2%          | 0.2%          | 0.2%          | 0.3%          | 0.3%          |
| CP bán hàng/DTT        | 20.2%         | 22.8%         | 23.0%         | 26.0%         | 21.2%         |
| CP QLDN/DTT            | 2.1%          | 2.2%          | 2.2%          | 3.4%          | 2.8%          |
| Biên In thuần          | 25.3%         | 24.1%         | 22.8%         | 18.8%         | 23.8%         |

DT đạt 14,153 tỷ (+7.9% Y/Y), thị phần 2020 tăng lên 60-61% toàn ngành sữa Việt Nam. Nhìn chung VNM duy trì tăng trưởng mảng nội địa từ trên 7% nhờ hợp nhất GTN.

Chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng 24% trong cơ cấu doanh thu do đặc thù ngành FMCG phải tăng trưởng quảng cáo thu hút khách hàng và chi cho các chiến dịch khuyến mãi.

VNM luôn là một công ty tài chính khỏe mạnh với lượng tiền mặt lớn chiếm 34% tổng tài sản của công ty. Ngoài ra, phải thu ngắn hạn giảm về 4,712 tỷ đồng (-15% Y/Y) nhờ siết chặt chính sách công nợ.

Nợ vay ngắn hạn của VNM tăng lên 6,150 tỷ (+189% Y/Y) để hỗ trợ vốn lưu động ngắn hạn, và tái cấu trúc GTN, chúng tôi cho rằng với lượng tiền mặt lớn VNM sẽ giảm vay nợ ngắn hạn trong 2020.

Giá bán tăng để bù đắp lại cho nguyên liệu tăng giúp cho biên lợi nhuận gộp của VNM duy trì là 46.7%. Tuy nhiên lãi vay tăng lên khiến cho biên lợi nhuận thuần giảm về 23.8% trong Q1/2020.



**MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN**

| <b>1. Khả năng thanh toán</b>        | <b>Q1/2019</b> | <b>Q2/2019</b> | <b>Q3/2019</b> | <b>Q4/2019</b> | <b>Q1/2020</b> |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Hsố TT ngắn hạn                      | 2.50           | 2.04           | 1.86           | 1.71           | 1.99           |
| Hsố TT nhanh                         | 1.89           | 1.53           | 1.44           | 1.37           | 1.56           |
| <b>2. Cơ cấu vốn</b>                 |                |                |                |                |                |
| TSNH/ TTS                            | 0.58           | 0.55           | 0.55           | 0.55           | 0.57           |
| TSDH/ TTS                            | 0.42           | 0.45           | 0.45           | 0.45           | 0.43           |
| Hsố Nợ/ TTS                          | 0.24           | 0.28           | 0.31           | 0.33           | 0.30           |
| Hsố Nợ/ VCSH                         | 0.32           | 0.39           | 0.44           | 0.50           | 0.43           |
| Nợ ngắn hạn / TTS                    | 0.23           | 0.27           | 0.30           | 0.32           | 0.29           |
| Nợ DH / TTS                          | 0.01           | 0.01           | 0.01           | 0.01           | 0.01           |
| <b>3. Năng lực hoạt động</b>         |                |                |                |                |                |
| Vquay hàng tồn kho                   | 5.83           | 5.51           | 6.24           | 5.66           | 5.46           |
| Vquay phải thu                       | 10.0           | 10.3           | 9.9            | 12.3           | 11.2           |
| Vquay phải trả                       | 8.59           | 8.01           | 8.91           | 7.65           | 8.56           |
| Số ngày HTK                          | 62.6           | 66.3           | 58.5           | 64.5           | 66.9           |
| Số ngày phải thu                     | 36.4           | 35.3           | 37.0           | 29.6           | 32.6           |
| Số ngày phải trả                     | 42.5           | 45.5           | 41.0           | 47.7           | 42.6           |
| <b>CCC</b>                           | <b>56.5</b>    | <b>56.0</b>    | <b>54.6</b>    | <b>46.4</b>    | <b>56.8</b>    |
| <b>4. Khả năng sinh lời</b>          |                |                |                |                |                |
| LNST/DTT (%)                         | 21.2%          | 19.9%          | 18.7%          | 15.3%          | 19.6%          |
| LNST/VCSH (%)                        | 9.7%           | 10.0%          | 9.6%           | 7.3%           | 8.6%           |
| LNST/TTS                             | 7.3%           | 7.2%           | 6.7%           | 4.9%           | 6.0%           |
| LN từ HĐKD/DTT                       | 25.3%          | 24.1%          | 22.8%          | 18.8%          | 23.8%          |
| <b>5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)</b> |                |                |                |                |                |
| TTS/VCSH                             | 1.32           | 1.39           | 1.44           | 1.50           | 1.43           |
| DT/TTS                               | 0.34           | 0.36           | 0.36           | 0.32           | 0.31           |
| EBIT/DT                              | 0.25           | 0.24           | 0.23           | 0.19           | 0.24           |
| EBT/EBIT                             | 0.99           | 0.99           | 0.99           | 0.99           | 0.99           |
| lãi ròng/LNTT                        | 0.84           | 0.82           | 0.82           | 0.82           | 0.83           |
| <b>6. Định giá</b>                   |                |                |                |                |                |
| PE                                   | 21.0           | 19.5           | 21.2           | 19.2           | 15.0           |
| PB                                   | 8.1            | 7.4            | 8.1            | 6.8            | 4.9            |
| EPS                                  | 1,606          | 1,667          | 1,537          | 1,250          | 1,594          |
| BVPS                                 | 16,426         | 16,434         | 15,657         | 16,410         | 17,860         |
| <b>7. Tăng trưởng (%)</b>            |                |                |                |                |                |
| TTS                                  | 8%             | 11%            | 18%            | 20%            | 20%            |
| Nợ                                   | 3.8%           | 16.6%          | 51.8%          | 34.9%          | 47.4%          |
| DTT                                  | 8.8%           | 6.5%           | 4.0%           | 9.5%           | 7.3%           |
| LN gộp                               | 12.2%          | 8.4%           | 3.5%           | 8.4%           | 7.3%           |
| LNST                                 | 4.3%           | 8.4%           | 4.5%           | -4.7%          | -0.7%          |
| EPS                                  | -13.1%         | -9.6%          | 4.5%           | -4.7%          | -0.7%          |

Lượng tiền mặt dồi dào sẽ là nguồn tài chính lớn cho kế hoạch đầu tư 5 năm 2019-2024 là 15,750 tỷ đồng

Thường Quý 1 các khoản phải thu có tăng lên do hỗ trợ công nợ cho nhà phân phối cũng như điểm bán lẻ để đáp ứng Tết. Qua đó, vòng quay nợ phải thu tăng lên trong Q1/2020 là 32.6x so với quý trước đó là Q4/2019 là 36.4x.

Lợi nhuận ròng có giảm nhẹ từ 21.2% trong Q1/2019 so với hiện tại là 19.6% trong Q1/2020 do tăng chi phí hỗ trợ bán hàng và thuế nhà máy tăng.

Hiện tại, P/E của VNM. Chúng tôi đánh giá VNM hiện khá rẻ so với P/E quá khứ là 22x trở lên. Tuy nhiên, do tình hình kinh doanh vẫn còn nhiều bất ổn do dịch COVID nên chúng tôi dự báo P/E mục tiêu cho 2020 quanh vùng 19-20x. Nếu VNM mua cổ phiếu quỹ thì mức định giá có thể tăng lên.

VNM\_ Bứt phá

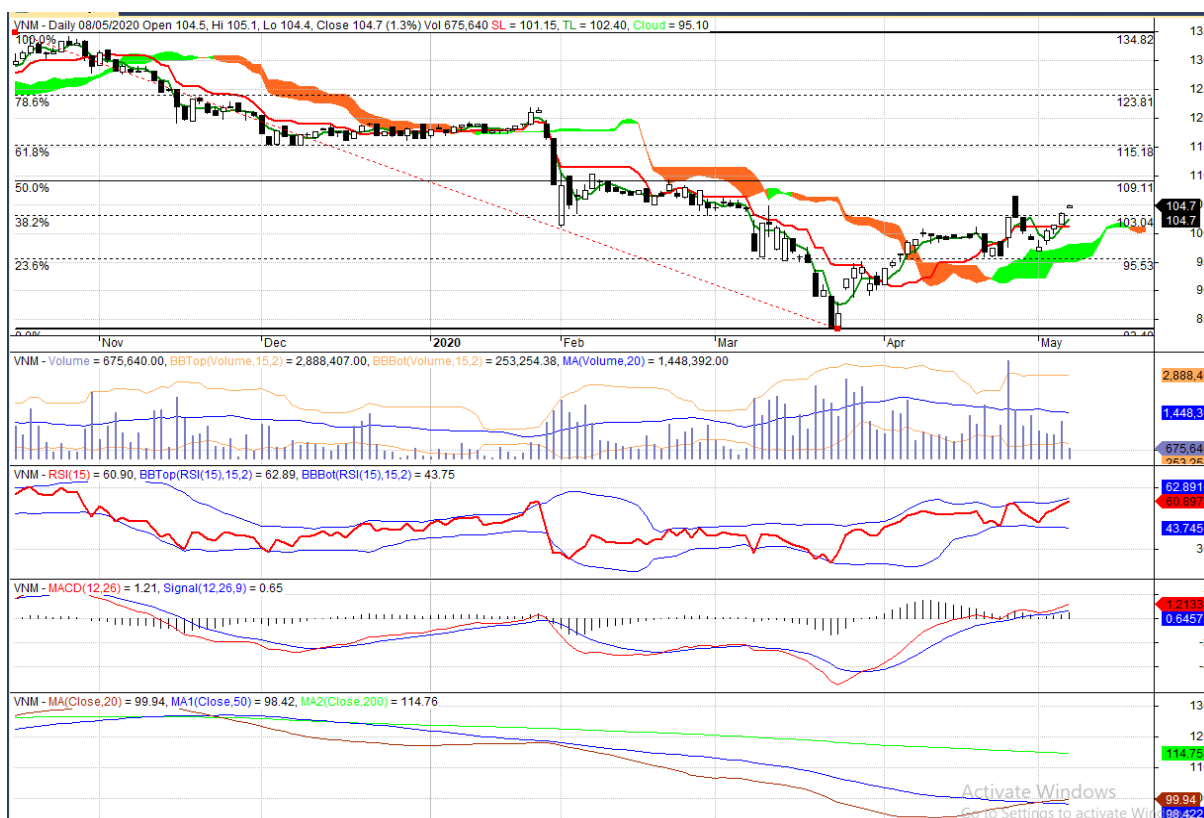
Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá.
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ dương, MACD nằm trên đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: trung lập, xu hướng tăng.

**Nhận định:** VNM đang hình thành xu hướng tăng giá sau khi tạo mô hình 2 đáy tại ngưỡng giá 95. Thanh khoản cổ phiếu cũng đã vượt ngưỡng trung bình 20 phiên, báo hiệu xu hướng tăng đã hình thành. Chỉ báo RSI và chỉ báo MACD đều cho thấy xu hướng tăng giá trong giai đoạn tới. Đường giá cổ phiếu cũng đã vượt lên dải mây Ichimoku cho thấy xu hướng tăng giá trung hạn đã hình thành. Như vậy, VNM có kiểm tra lại vùng ngưỡng kháng cự 115-120 trong các phiên giao dịch tới.

**Khuyến nghị:** các nhà đầu tư có thể mở vị thế tại ngưỡng giá 104-105 chốt lãi tại vùng giá 115-120 trong trung hạn và cắt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng hỗ trợ 95

Đồ thị kỹ thuật



Nguồn: BSC, PTKT iBoard

## **Khuyến cáo sử dụng**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### **BSC Trụ sở chính**

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>  
Bloomberg: BSCV <GO>

