

CTCP SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)

Kết quả kinh doanh phục hồi trong 2H 2021

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	1H-FY21	2H-FY20	+/- QoQ	1H-FY20	+/- YoY
Doanh thu thuần	28.906	29.988	-3,6	29.648	-2,5
Lợi nhuận sau thuế	5.411	5.262	2,8	5.837	-7,3
EBIT	6.081	5.670	7,2	6.593	-7,8
Tỷ suất EBIT	21,0	18,9	2,1	22,2	-1,2

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

1H-FY21 - LNST giảm do nhu cầu sữa suy yếu và giá nguyên liệu tăng

- Doanh thu 1H2021 của VNM đạt 28.906 tỷ đồng (-2,5% n/n), chủ yếu bị ảnh hưởng bởi doanh thu nội địa giảm (24.430 tỷ đồng, -4% n/n). Doanh thu xuất khẩu tăng 6,8% n/n và chiếm 15% tổng doanh thu trong 1H2021.
- Biên lợi nhuận gộp giảm 273 bps n/n do giá sữa bột nhập khẩu gia tăng.
- LNST đạt 5.459 tỷ đồng, giảm 6,9% n/n trong 1H2021.

Triển vọng năm 2021 - LNST đi ngang so với cùng kỳ năm trước

Trong Q3/2021, chúng tôi ước tính tổng doanh thu của VNM là 16.402 tỷ đồng (+5,4% n/n và +4,4% theo q/q), dẫn đầu là doanh thu xuất khẩu tăng 13,4% N/n (2.608 tỷ đồng), thúc đẩy bởi sự gia tăng doanh thu ở Iraq, Hoa Kỳ và Campuchia. Bên cạnh đó, doanh thu nội địa sẽ đạt 13.794 tỷ đồng (+4% n/n) do tiêu thụ sữa đang được cải thiện tại TP. Hồ Chí Minh do các sản phẩm sữa được đưa vào danh mục hàng thiết yếu được phân phối cho người dân từ tháng 8 trở đi. Chúng tôi ước tính LNST sẽ đạt khoảng 3.181 tỷ đồng (+3,4% n/n) trong Q3/2021 nhờ tăng trưởng doanh thu khả quan (+5,4% n/n) và tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý không đổi để bù đắp một phần mức giảm của tỷ suất lợi nhuận gộp (-92 bps n/n).

Chúng tôi duy trì ước tính KQKD của VNM trong năm 2021 với mức tăng trưởng đi ngang về cả doanh thu (+1,6% n/n) và LNST (-0,5% n/n) đạt lần lượt 60.599 tỷ đồng và 11.039 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng thị trường xuất khẩu vẫn là động lực tăng trưởng doanh thu trong nửa cuối năm (+18,6% n/n) và cả năm 2021 (+13% n/n), do nhu cầu sữa đang phục hồi tốt ở các thị trường xuất khẩu. Trong khi đó, LNST giảm nhẹ là kết quả của (1) nhu cầu trong nước giảm do tác động của Covid-19, và (2) tác động tiêu cực của việc tăng giá nguyên vật liệu lên biên lợi nhuận. Chúng tôi ước tính giá sữa bột trung bình sẽ tăng 31% n/n trong năm FY2021 và khiến lợi nhuận gộp giảm 2% n/n và tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp 171 bps.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi điều chỉnh tăng ước tính 7,5% cho doanh thu nội địa 2H2021 (26.522 tỷ đồng, +5% n/n) so với dự phóng trước đó (24.665 tỷ đồng, -1% n/n) vì chúng tôi đưa ra quan điểm lạc quan hơn về triển vọng của công ty trong nửa cuối năm khi nhu cầu sữa tại TP. Hồ Chí Minh đang được cải thiện. Kết quả tươi sáng hơn trong nửa cuối năm sẽ bù đắp cho tình hình hoạt động suy giảm trong nửa đầu năm giúp VNM duy trì mức tăng trưởng LNST ổn định cho cả năm 2021.

Dựa trên kết hợp định giá 50%: 50% của DCF và PER, chúng tôi đánh giá giá trị VNM ở mức 100.000 đồng/CP, tăng 6% so với giá mục tiêu trước đó, chủ yếu nhờ vào dự phóng doanh thu cao hơn (+3%) và LNST (+3%). Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TÍCH LŨY**, với tổng mức sinh lời dự kiến là 16%, bao gồm tỷ suất cổ tức bằng tiền mặt 4,5%.

TÍCH LŨY +16%

Giá mục tiêu (VND)	100.000
Giá thị trường (VND)	89.800

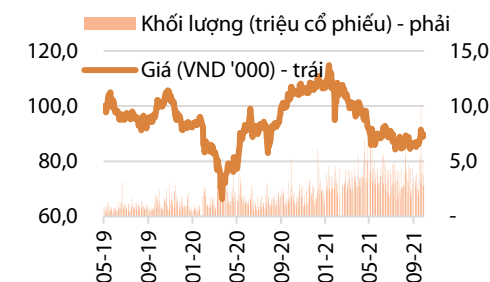
Cổ tức tiền mặt (VND)	4.000
-----------------------	-------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm & Đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	187.260
SLCPDLH	2.090
KLGD TB 20 phiên	4.514.230
Free Float (%)	35,1
Giá cao nhất 52 tuần	117.200
Giá thấp nhất 52 tuần	84.000
Beta	0,7

	FY2020	Hiện tại
EPS	4.770	4.596
Tăng trưởng EPS (%)	4,9	-0,5
EPS điều chỉnh	4.770	4.596
P/E	20,4	19,5
P/B	6,0	5,4
EV/EBITDA	16,0	12,6
Tỷ suất cổ tức (%)	4,1	4,1
ROE (%)	29,9	31,0

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

SCIC	36,0
F&N	20,4
Platinum Victory Pte	10,6
Jardine Matheson Limited	10,6
Khác	22,4
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	100

Đào Phước Toàn

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1518

toan.dp@vpsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q2-2021

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2Q-FY21	1Q-FY21	+/(QoQ)	2Q-FY20	+/(YoY)
Doanh thu	15.716	13.190	19,1%	15.495	1,4%
Lợi nhuận gộp	6.854	5.755	19,1%	7.138	-4,0%
Chi phí bán hàng và quản lý	3.575	2.953	21,1%	3.757	-4,8%
Thu nhập HĐKD	3.279	2.802	17,0%	3.381	-3,0%
EBITDA	3.827	3.301	15,9%	3.937	-2,8%
EBIT	3.279	2.802	17,0%	3.381	-3,0%
Chi phí tài chính	42	6	556%	1	6148%
- Chi phí lãi vay	28	13	117,5%	38	-25,4%
Khấu hao	548	500	9,6%	557	-1,6%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	3.494	3.154	10,8%	3.711	-5,9%
Lợi nhuận sau thuế	2.835	2.576	10,0%	3.072	-7,7%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	2.835	2.576	10,0%	3.072	-7,7%

Nguồn: GMD, CTCK Rông Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2-2021

Chỉ tiêu	2Q-FY21	1Q-FY21	+/(QoQ)	2Q-FY20	+/(YoY)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	43,6	43,6	0,0	46,1	-2,5
EBITDA/Doanh thu	24,4	25,0	-0,7	25,4	-1,1
EBIT/Doanh thu	20,9	21,2	-0,4	21,8	-1,0
TS lợi nhuận ròng	18,0	19,5	-1,5	19,8	-1,8
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	18,0	19,5	-1,5	19,8	-1,8
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	5,3	5,2	0,1	5,8	-0,5
-Khoản phải thu	10,8	10,0	0,7	11,9	-1,2
-Khoản phải trả	4,6	4,4	0,2	4,0	0,7
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	52,7	48,7	4,1	51,6	1,2

Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 3: Dự phóng KQKD Q3/2021

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY21	+/- QoQ	+/- YoY
Doanh thu	16.402	4,4%	5,4%
LN gộp	7.508	9,5%	3,3%
EBIT	3.555	8,4%	1,0%
LNST	3.181	12,2%	3,4%

Nguồn: CTCK Rông Việt

Các giả định

- Doanh thu nội địa sẽ được hưởng lợi từ sự hiện diện của các sản phẩm sữa trong các giỏ hàng thiết yếu được phân phối cho người dân từ tháng 8 trở đi. Doanh thu xuất khẩu duy trì mức tăng trưởng hai con số nhờ xuất khẩu của các công ty con nước ngoài (+13,4% n/n).
- Chúng tôi ước tính giá sữa bột tăng 23% n/n, khiến tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 92 bps n/n trong 3Q-FY21.
- Do áp lực duy trì tăng trưởng doanh thu ở thị trường nông thôn, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí SGA là 21%, (+73 bps q/q, -10 bps n/n) trong 3Q-FY21.

Cập nhật

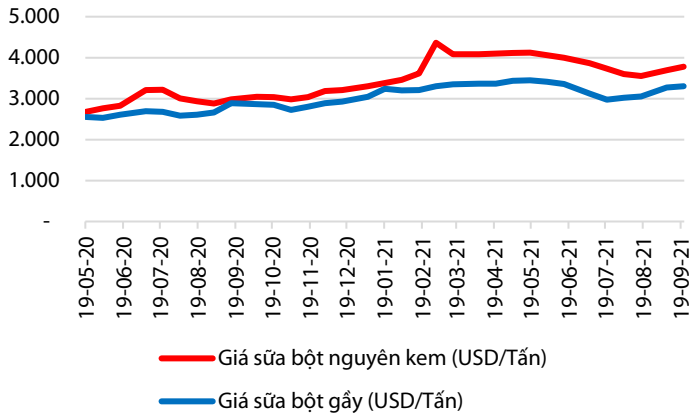
1H-FY21: LNST giảm 6,9% n/n do tiêu thụ sữa trong nước suy yếu và áp lực giá nguyên liệu

Trong 1H2021, doanh thu của công ty đạt 28.906 tỷ đồng (-2,5% n/n), hoàn thành 47% kế hoạch năm, chủ yếu do doanh thu trong nước giảm (-4% n/n) xuống 24.430 tỷ đồng. Doanh thu nội địa suy yếu do tác động lâu dài của các đợt bùng phát Covid-19 kể từ năm 2020, làm suy yếu cả chi tiêu bán lẻ và nhu cầu sữa của Việt Nam. Theo Kanta Worldpanel, giá trị bán hàng sữa Việt Nam giảm 3% n/n trong nửa đầu năm 2021.

Doanh thu xuất khẩu tăng 6,8% n/n lên 4.476 tỷ đồng trong 1H2021. Doanh thu xuất khẩu sang Iraq tăng 13% n/n do gián đoạn kéo dài của chuỗi cung ứng sữa ở quốc gia này. Ngược lại, doanh thu xuất khẩu thông qua các công ty con (Driftwood, Angkor Milk) giảm 2,1% n/n, nguyên nhân chủ yếu do doanh thu của Driftwood giảm trong bối cảnh trường học đóng cửa ở Mỹ, trong khi đó doanh thu xuất khẩu sang Campuchia giảm tốc khi ca nhiễm Covid-19 tăng trong 1H2021.

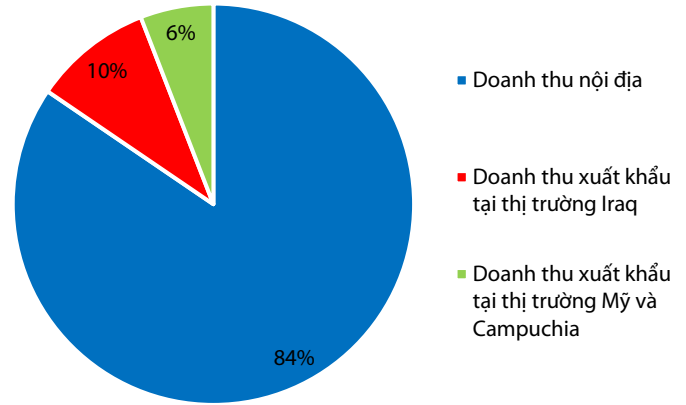
Trong 1H2021, VNM ghi nhận LNST 5.459 tỷ đồng (-6,9% n/n, hoàn thành 49% kế hoạch). LNST giảm là do biên lợi nhuận gộp giảm (-273 bps n/n) vì giá nguyên liệu tăng. Theo Global Dairy Trade, giá sữa bột nguyên kem (WMP) và sữa bột gầy (SMP) lần lượt tăng 33% n/n và 24% n/n trong 1H2021. Đáng chú ý, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý giảm 15 bps n/n trong 1H2021. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý giảm, bù đắp cho sự co hẹp biên lợi nhuận gộp, hỗ trợ biên lợi nhuận ròng ổn định.

Hình 1: Xu hướng giá sữa bột 1 năm



Nguồn: Global Dairy Trade, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Doanh thu của VNM theo thị trường



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

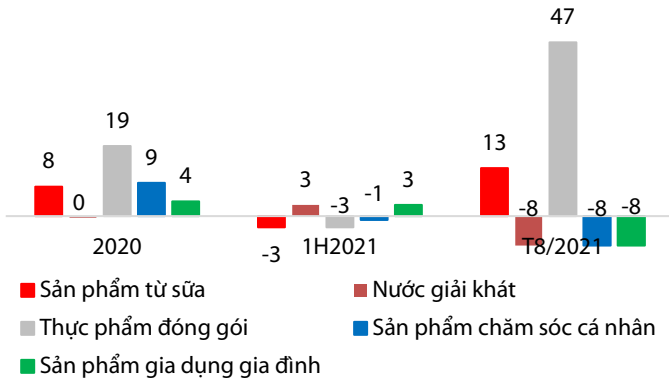
Triển vọng 6 tháng cuối năm 2021: Doanh thu phục hồi nhằm cải thiện tăng trưởng LNST

Trong 6 tháng cuối năm 2021, chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan rằng nhu cầu sữa gia tăng trong giai đoạn giãn cách xã hội trong Q3, cùng với sự phục hồi doanh thu n/n nhờ sự tăng tốc của chiến dịch tiếp thị và khuyến mãi trong Quý 4, sẽ hỗ trợ KQKD trong nửa cuối năm. Chúng tôi ước tính doanh thu của VNM đạt 31.693 tỷ đồng (+6% n/n) và LNST là 5.629 tỷ đồng (+7% n/n).

Q3/2021: KQKD cải thiện trong giai đoạn giãn cách xã hội siết chặt nhất ở TP. Hồ Chí Minh

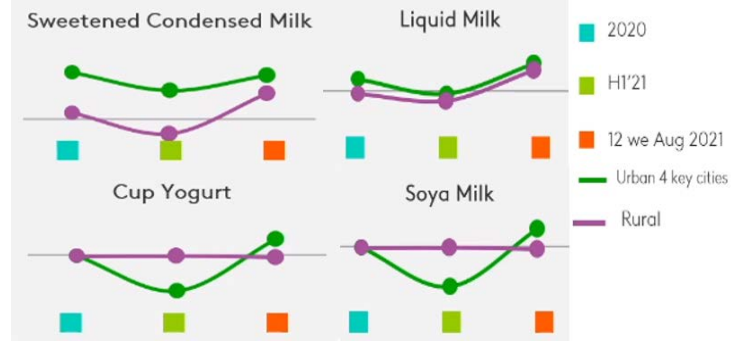
Vào tháng 8, khi Chính phủ áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt hơn ở TP. Hồ Chí Minh, người giao hàng phải ngừng hoạt động và quân đội bắt đầu vận chuyển các mặt hàng thiết yếu từ siêu thị nhỏ đến hầu hết mọi người dân. Điều này làm giảm lưu lượng khách hàng tại cửa hàng và hạn chế khả năng tiếp cận của người dân đối với sự lựa chọn sản phẩm FMCG. Tuy nhiên, sự thay đổi này đã tạo ra nhu cầu đối với một số dòng sản phẩm, đặc biệt là thực phẩm đóng gói và sản phẩm từ sữa. Theo Kanta Worldpanel, giá trị chi tiêu của thực phẩm đóng gói và sản phẩm sữa lần lượt tăng 47% n/n và 13% n/n ở khu vực thành thị, mà chúng tôi cho là đến từ sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng trong bối cảnh giãn cách xã hội mới. Trong đó, sữa nước, sữa chua, sữa đặc có đường và sữa đậu nành đạt mức tăng trưởng tích cực n/n và phục hồi giá trị q/q trong tháng 8.

Hình 3: Tăng trưởng giá trị (%) của FMCG theo dòng sản phẩm tại các thành phố



Nguồn: Kanta Worldpanel, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tăng trưởng giá trị n/n của sản phẩm dinh dưỡng pha sẵn từ sữa



Nguồn: Kanta Worldpanel, CTCK Rồng Việt

Với ưu thế dẫn đầu trong thị trường sữa Việt Nam và danh mục sản phẩm đa dạng, chúng tôi kỳ vọng rằng VNM sẽ được hưởng lợi từ việc thay đổi xu hướng tiêu dùng. Tổng doanh thu trong Q3/2021 của công ty sẽ là 16.402 tỷ đồng (+5,4% n/n và +4,4% q/q), trong đó chúng tôi kỳ vọng:

- Thị trường trong nước sẽ đạt doanh thu 13.794 tỷ đồng (+4% n/n), và
- Thị trường xuất khẩu đạt mức tăng trưởng doanh thu hai con số lên 2.608 tỷ đồng (+13,4% n/n), chủ yếu nhờ vào sự gia tăng doanh thu tại thị trường Mỹ và Campuchia (+17% n/n). Thị trường Iraq có thể tăng trưởng ở mức 12% n/n, khi sự bùng phát của Covid-19 được kiểm soát tốt.

Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt hơn ở các khu vực nông thôn, nơi ít bị ảnh hưởng bởi Covid-19, chúng tôi cho rằng công ty sẽ tăng chi phí tiếp thị & khuyến mãi tại đây so với Q2/2021. Tuy nhiên, do các chiến dịch tiếp thị ở các thành phố lớn (Hồ Chí Minh, Hà Nội) bị hạn chế, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý vẫn có thể thấp hơn so với Q3/2021. Chúng tôi ước tính chi phí bán hàng & quản lý trong Q3/2021 là 3.953 tỷ đồng (+5,6% n/n) với biên chi phí bán hàng & quản lý là 21% (-10 bps n/n và +73 tỷ đồng q/q).

Mặc dù giá WMP đang hạ nhiệt trong Q3/2021, nhưng chúng tôi ước tính giá sẽ vẫn duy trì mức cao so với cùng kỳ năm ngoái với mức tăng 23% n/n. Chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty là 45,8% (-92 bps n/n) và lợi nhuận gộp là 325 tỷ đồng (+3,3% n/n) trong Q3/2021. Nhìn chung, công ty có thể đạt LNST 3.181 tỷ đồng (+3,4% n/n) trong Q3/2021.

Q4/2021: LNST tăng 12% n/n nhưng giảm 23% q/q do nhu cầu sữa giảm từ mức cao của Quý 3

Trong Q4/2021, chúng tôi cho rằng nhu cầu thực phẩm đóng gói và các sản phẩm từ sữa sẽ giảm tốc sau khi Thành phố Hồ Chí Minh ban hành Chỉ thị 18 nhằm nới lỏng việc giãn cách toàn xã hội từ ngày 1 tháng 10 để dần dần mở cửa lại nền kinh tế. Theo Chỉ thị 18, những người dân đã được tiêm chủng ít nhất một liều sau 14 ngày và âm tính với Covid có thể di chuyển tự do trong thành phố. Một số hoạt động kinh doanh bị hạn chế về lưu lượng khách hàng được phép tiếp tục, bao gồm văn phòng, khu công nghiệp, khu chế xuất, khu công nghệ cao, cửa hàng tạp hóa, đặt hàng trực tuyến từ nhà hàng, mua sắm các sản phẩm không thiết yếu qua thương mại điện tử ... Chúng tôi cho rằng việc nới lỏng giãn cách xã hội sẽ trực tiếp giảm tần suất vận chuyển nhu yếu phẩm của quân đội cũng như hạ nhiệt mức tập trung ngân sách chi tiêu cho các mặt hàng thiết yếu như đã được chứng kiến trong tháng 7 và tháng 8, khiến tiêu thụ sữa được bình thường hóa trong Q4/2021.

Trong Q4/2021, chúng tôi ước tính VNM đạt doanh thu 15.290 tỷ đồng (662 triệu USD, + 6% n/n) và LNST đạt 2.448 tỷ đồng (106 triệu USD, +12% n/n), nhờ (1) doanh thu nội địa tăng 5% n/n, (2) doanh thu xuất khẩu tăng 15% n/n và (3) chi phí bán hàng & quản lý giảm 5% n/n từ mức nền cơ bản cao của năm ngoái.

So với số liệu của Q3/2021, doanh thu và LNST của Q4/2021 sẽ giảm lần lượt 7% q/q và 23% q/q, nguyên nhân chủ yếu là do:

- **Doanh thu nội địa giảm 8% q/q** do chi tiêu của khách hàng cho các sản phẩm hàng ngày giảm so với mức cao nhất của quý 3/2021. Doanh thu xuất khẩu ổn định với mức tăng nhẹ 2% q/q.

- **Chiến dịch tiếp thị & quảng bá** sẽ được tăng cường từ tháng 10 để kích thích chi tiêu sữa trong nước theo Chỉ thị 18. Chi phí bán hàng & quản lý sẽ là 4.295 tỷ đồng (186 triệu USD, +9% q/q) với tỷ suất chi phí bán hàng & quản lý là 28% (+400 bps q/q).

Triển vọng năm 2021: LNST giảm nhẹ -0,5% n/n đến từ việc cắt giảm chi phí bán hàng & quản lý

Trong năm 2021, chúng tôi duy trì quan điểm trung lập đối với triển vọng của VNM do kết quả kinh doanh cho thấy tăng trưởng doanh thu và LNST của VNM đều chậm lại so với những năm trước, chủ yếu do (1) nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm sữa tại Việt Nam phục hồi tương đối chậm trong năm 2021 và (2) những tác động tiêu cực từ việc tăng giá nguyên liệu đã gây áp lực lên biên lợi nhuận. Đặc biệt, chúng tôi mong đợi:

- **Thị trường xuất khẩu tăng trưởng doanh thu 13% n/n.** Kể từ năm 2018, doanh thu xuất khẩu đã đóng góp hàng năm khoảng 15% tổng doanh thu của Vinamilk. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu sẽ tiếp tục phục hồi trong nửa cuối năm 2021 đến từ sự hỗ trợ của các thị trường Iraq, Mỹ và Campuchia. Chúng tôi lưu ý rằng tăng trưởng doanh thu của thị trường Mỹ sẽ có nhiều biến động, tùy thuộc vào tiến độ mở cửa trường học. Chúng tôi ước tính doanh thu xuất khẩu của công ty sang Iraq có thể tăng 12,4% n/n trong năm 2021. Ngoài ra, tổng doanh thu xuất khẩu sang Mỹ và Campuchia sẽ duy trì mức tăng trưởng doanh thu dương ở mức 14% n/n.
- **Thị trường nội địa giảm nhẹ 0,4% n/n.** Khả năng phục hồi doanh thu sẽ rõ ràng hơn trong nửa cuối năm 2021 do kế hoạch tái mở cửa nền kinh tế được áp dụng cho miền Nam Việt Nam. Với lợi thế cạnh tranh vững chắc (thương hiệu mạnh, danh mục sản phẩm đa dạng và thị phần đầu ngành ổn định), VNM sẽ tiếp tục tăng trưởng doanh thu tích cực qua kênh bán hàng hiện đại và kênh thương mại điện tử trong khi doanh thu tại kênh truyền thống sẽ phục hồi từng bước. Chúng tôi ước tính doanh thu nội địa tăng 5,7% n/n trong nửa cuối năm 2021 sau khi đã giảm 4% n/n trong nửa đầu năm 2021.

Nhìn chung, chúng tôi ước tính doanh thu của VNM là 60.599 tỷ đồng (2,6 tỷ USD, +1,6% n/n) trong năm 2021. Mặc dù chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp (-2,1% n/n) sẽ bị ảnh hưởng bởi chi phí nguyên vật liệu cao hơn, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý thấp hơn (-145 bps n/n), dẫn dắt bởi chi phí tiếp thị và khuyến mãi sụt giảm. Điều này sẽ giúp công ty hoàn thành kế hoạch năm 2021. Chúng tôi ước tính LNST năm 2021 đạt 11.039 tỷ đồng (478 triệu USD), gần như không đổi n/n, chủ yếu do chi phí hoạt động giảm bù đắp cho phần giá nguyên liệu đầu vào tăng. Do đó, EPS năm 2021 đạt khoảng 4.754 đồng.

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp định giá 50%: 50% cho DCF: PER để định giá cổ phiếu. Giá trị hợp lý cho cổ phiếu VNM của chúng tôi là **100.000 đồng/cổ phiếu**, tương ứng PER FY2021 là 19 lần. Với tỷ suất cổ tức tiền mặt là 4,5%, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TÍCH LŨY** với tổng mức sinh lời cổ phiếu là **16%** tính đến giá đóng cửa vào ngày **18/10/2021**.

Bảng 1: Bảng định giá tổng hợp

Phương pháp	Giá hợp lý (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng	Đóng góp vào định giá (đồng/cổ phiếu)	Nhận xét
FCFE	103.560	50%	51.780	<ul style="list-style-type: none"> • Vui lòng tham khảo Bảng 2 và Bảng 3 để biết thêm chi tiết. • Chúng tôi áp dụng PER mục tiêu là 20,3, PEG là 5,0, bằng với mức trung bình của giai đoạn 2016-2020 và cho năm 2020, PER dự phóng là 19. • Chúng tôi áp dụng hệ số PER ở mức chiết khấu 25% so với các công ty cùng ngành và thấp hơn PER trung bình 5 năm là 22 lần. Nó có khả năng mang lại (1) tăng trưởng EPS n/n không đổi trong năm FY2021, trong khi nhóm doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực được ước tính đạt mức tăng trưởng EPS hai chữ số (33% n/n, theo ước tính của Bloomberg) và (2) tốc độ tăng trưởng kép 5 năm tới thấp hơn so với mức 5 năm trước.
PER	96.545	50%	48.263	
Giá mục tiêu			100.000	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Phương pháp định giá FCFE

Chi phí sử dụng vốn	FCFE (5 năm)
Lãi suất phi rủi ro (%)	1,1 Giá trị hiện tại của FCFE (tỷ đồng) 34.690
Beta	0,7 Giá trị hiện tại của terminal value (tăng trưởng vĩnh viễn giả định là 5,4%) (tỷ đồng) 181.746
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	10,1 Giá trị vốn cổ phần (đồng) 216.436

Chi phí vốn cổ phần (%)	8,6	Cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	2.090
		Định giá trên mỗi cổ phần (đồng)	103.560

Nguồn: CTCK Rồng Việt; tỷ đồng

Bảng 3: Dự báo FCFE 5 năm (tỷ đồng)

	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Thu nhập ròng	11.099	11.039	11.346	11.664	12.281	12.946
+ Khấu hao & Phân bổ	2.817	1.972	2.149	2.328	3.008	2.684
+ Lãi vay * (1-T)	119	122	117	111	110	110
- Thu nhập tài chính	1.581	1.418	1.451	1.475	1.509	1.559
- Đầu tư vốn lưu động	2.762	-360	206	223	237	252
- Đầu tư tài sản cố định	810	4.000	4.161	4.331	4.510	4.700
FCFF	8.882	8.075	7.794	8.073	9.142	9.229
- Lãi vay * (1-T)	119	122	117	111	110	110
+ Vay nợ ròng	2.009	10	10	-	-	-
FCFE	10.772	7.963	7.687	7.962	9.032	9.119
Giá trị hiện tại của FCFE		7.799	6.935	6.616	6.912	6.428

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: So sánh cùng ngành

	Quốc gia	Vốn hóa (Triệu USD)	FY2020 Doanh thu (Triệu USD)	LNST FY2020 (triệu USD)	PER dự phóng	FY2021 tăng trưởng EPS
600887 CH Equity	Trung Quốc	35.470	10.552	1.027	26,3	23,3%
2319 HK Equity	Hồng Kong	25.428	11.031	511	30,9	51,2%
2269 JP Equity	Nhật Bản	9.832	8.548	603	13,7	20,0%
2270 JP Equity	Nhật Bản	1.451	5.764	127	11,5	-9,1%
2264 JP Equity	Nhật Bản	3.116	5.484	194	9,2	90,2%
DLM MK Equity	Malaysia	497	262	18	22,2	27,8%
600597 CH Equity	Trung Quốc	2.633	3.659	93	26,2	6,0%
ULTJ IJ Equity	Indonesia	1.235	410	76	18,2	-16,4%
Trung bình theo trọng số		9.557	9.723	709	25,1	32,7%
VNM VN Equity (*)	Việt Nam	8.088	2.582,0	480,0	18,8	-0,5%

Nguồn: Bloomberg; (*) CTCK Rồng Việt

KQ HKKD	Tỷ đồng			
	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022F
Doanh thu thuần	56.318	59.636	60.599	63.854
Giá vốn	29.746	31.968	33.520	34.939
Lãi gộp	26.572	27.669	27.079	28.915
Chi phí bán hàng	12.993	13.447	13.122	14.402
Chi phí quản lý	1.396	1.958	1.654	1.743
Thu nhập tài chính	807	1.581	1.418	1.451
Chi phí tài chính	187	309	214	209
Lợi nhuận khác	-7	-17	59	59
Lợi nhuận trước thuế	12.796	13.519	13.566	14.071
Thuế TNDN	2.241	2.283	2.347	2.505
Lợi ích cổ đông thiểu số	-27	137	180	221
Lợi nhuận sau thuế	10.581	11.099	11.039	11.346
EBIT	12.182	12.263	12.302	12.770
EBITDA	14.131	14.472	14.274	14.919

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	%			
	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	7,1	5,9	1,6	5,4
Lợi nhuận HKKD	10,1	2,4	-1,4	4,5
EBIT	8,7	0,7	0,3	3,8
Lợi nhuận sau thuế	3,5	4,9	-0,5	2,8
Tổng tài sản	19,6	8,4	6,8	4,3
Vốn chủ sở hữu	6,7	13,8	5,0	5,6
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp / Doanh thu	47,2	46,4	44,7	45,3
EBITDA / Doanh thu	25,1	24,3	23,6	23,4
EBIT / Doanh thu	21,6	20,6	20,3	20,0
LNST / Doanh thu	18,8	18,6	18,2	17,8
ROA	23,8	23,0	21,5	21,1
ROE	39,8	35,5	33,9	33,5
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh, phải thu	12,5	11,5	11,1	11,1
Vòng quay HTK	6,0	6,5	5,9	5,9
Vòng quay kh, phải trả	3,5	5,0	4,3	4,3
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,8	2,2	2,1	2,1
Nhanh	1,4	1,8	1,7	1,7
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng nợ / Vốn CSH	19,9	23,9	22,8	21,6
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	19,5	23,4	22,5	21,6
Vay dài hạn / Vốn CSH	0,4	0,5	0,3	-

BẢNG CĐKT	Tỷ đồng			
	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022F
Tiền	2.665	2.111	2.871	3.097
Đầu tư tài chính ngắn hạn	12.436	17.314	17.314	17.314
Các khoản phải thu	4.503	5.187	5.454	5.747
Tồn kho	4.983	4.905	5.698	5.940
Tài sản ngắn hạn khác	134	148	156	164
Tài sản cố định hữu hình	14.500	13.571	15.609	17.633
Tài sản cố định vô hình	3.516	3.195	2.583	1.958
Đầu tư tài chính dài hạn	987	973	977	981
Tài sản dài hạn khác	726	758	796	836
TỔNG TÀI SẢN	44.450	48.164	51.458	53.669
Khoản phải trả ngắn hạn	8.457	6.337	7.756	8.085
Vay và nợ ngắn hạn	5.351	7.316	7.411	7.505
Vay và nợ dài hạn	123	167	84	-
Khoản phải trả dài hạn	403	405	426	447
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	634	559	559	559
Quỹ khoa học công nghệ	-	-	-	-
TỔNG NỢ	14.969	14.785	16.236	16.595
Vốn đầu tư của CSH	17.417	20.900	20.900	20.900
Cổ phiếu quỹ	-12	-12	-12	-12
Lợi nhuận giữ lại	7.875	6.910	7.381	8.098
Khoản thu nhập khác	23	213	213	213
Quỹ đầu tư phát triển	2.200	3.286	4.390	5.525
TỔNG VỐN	27.504	31.297	32.873	34.724
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.227	2.350	2.350	2.350

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022F
EPS (đồng/cp)	5.478	4.770	4.754	4.886
P/E (x)	22,4	20,4	20,3	20,3
BV (đồng/cp)	17.070	16.099	15.729	16.615
P/B (x)	7,2	6,0	5,7	5,4
DPS (đồng/cp)	4.000	4.000	4.000	4.000
Tỷ suất cổ tức (%)	3,3	4,1	4,5	4,5

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	103.560	50%	51.780
P/E	96.545	50%	48.273
Giá mục tiêu (đồng/cp)			100.000

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
06/2021	100.000	TÍCH LŨY	Một năm
08/2021	94.000	TÍCH LŨY	Một năm
09/2021	100.000	TÍCH LŨY	Một năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm
Manager
tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Đào Phước Toàn
Manager
toan.dp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1518)

- Thực phẩm & Đồ uống

Bernard Lapointe
Senior Consultant
bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Phạm Minh Tú
Analyst
tu.pm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1536)

- Vật liệu xây dựng
- Dược

Nguyễn Ngọc Thành
Analyst
thanh.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

Trần Hoàng Thế Kiệt
Analyst
kiet.tht@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1528)

- BĐS dân dụng
- Thị trường

Nguyễn Hồng Loan
Analyst
loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Ngọc Thảo
Analyst
thao.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng

Trần Thu Anh
Analyst
anh.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6288 2006 (2221)

- Cảng biển
- Logistics

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Trần Ngọc Thảo Trang
Assistant
trang.tnt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)

HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

☎ +84 28 6299 2006
☎ +84 28 6299 7986
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ +84 24 6288 2006
☎ +84 24 6288 2008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ +84 258 3820 006
☎ +84 258 3820 008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

☎ +84 292 381 7578
☎ +84 292 381 8387
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2021.**