

Báo cáo phân tích CTCP Sữa Việt Nam (VNM) Tài chính lành mạnh, triển vọng lạc quan



THÔNG TIN NIÊM YẾT

Ngành	Sản phẩm sữa
Sàn giao dịch	HSX
Mã chứng khoán	VNM
KLCP đang lưu hành	2,089,956,345 CP
Vốn hóa: 16/9/2022	158,837 tỷ đồng
Giá hiện tại:	76,000 đồng/cp
Giá mục tiêu:	90,976 đồng/cp
Upside:	+20%
Thời gian nắm giữ	1 năm

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

SCIC	36.00%
F&N Group	20.39%
Platinum Victory	10.62%
Cổ đông khác	32.99%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU 12 THÁNG



CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2020	2021	H1/2022
Tổng tài sản	48,432	53,332	53,842
Nợ phải trả	14,785	17,482	17,022
Vốn chủ sở hữu	33,647	35,850	36,821
Doanh thu thuần	59,723	61,012	28,808
Lợi nhuận gộp	27,669	26,278	11,701
Lợi nhuận ròng	11,236	10,633	4,386
EPS TTM (đ/cp)	4,770	4,517	1,851

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Phương pháp FCFF	93,231 đồng
Phương pháp P/E	88,721 đồng
Bình quân	90,976 đồng

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Dự địa phát triển ngành sữa Việt Nam còn rất lớn khi thu nhập bình quân trên đầu người của nước ta đang tăng nhanh, người dân ngày càng quan tâm về sức khỏe dinh dưỡng, trong khi tiêu thụ sữa bình quân trên đầu người còn thấp. Thị trường nội địa còn nhiều dự địa phát triển trong khi thị trường xuất khẩu còn nhiều tiềm năng.

Tiếp tục duy trì vị thế số 1 trong ngành sữa Việt Nam và tiến tới mục tiêu trở thành 1 trong Top 30 Công ty Sữa lớn nhất thế giới về doanh thu. Với danh mục sản phẩm đa dạng trên 250 chủng loại mặt hàng cùng hệ thống phân phối mạnh, Vinamilk hiện đang đứng đầu các ngành hàng sữa chủ lực như sữa nước, sữa đặc, sữa chua uống và sữa bột trẻ em. Năng lực sản xuất lớn với việc sở hữu 14 trang trại bò với tổng đàn lên tới 160 nghìn con cùng với 13 Nhà máy sữa hiện đại. Vinamilk đã vươn lên vị trí thương hiệu tiềm năng nhất trong ngành sữa toàn cầu, tiến lên vị thứ 6 trong Top 10 thương hiệu sữa giá trị nhất toàn cầu và tiếp tục góp mặt trong Top 5 thương hiệu sữa mạnh nhất toàn cầu với vị trí thứ 2.

Ngành sữa bão hòa sau giai đoạn tăng trưởng mạnh, doanh thu Vinamilk tăng trưởng bền vững và có dấu hiệu chững lại & biên lợi nhuận gộp suy giảm do giá nguyên liệu đầu vào tăng cao. Tăng trưởng doanh thu của Vinamilk có xu hướng giảm dần từ mức 16.75% (2016) xuống còn 2.15% (2021). Do đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu & nhu cầu tích trữ hàng hóa tăng mạnh tại một số quốc gia, giá nguyên vật liệu, giá thức ăn chăn nuôi, cước phí vận chuyển... đều tăng cao và làm giảm hiệu quả kinh doanh của Vinamilk. Biên lợi nhuận gộp của Vinamilk đã suy giảm từ 46.4% (2020) xuống còn 41.71% (H1/2022).

Tích cực đầu tư mở rộng hoạt động kinh doanh. Nhằm hướng tới mục tiêu lọt vào TOP 30 Công ty sữa hàng đầu thế giới & đạt 86,000 tỷ đồng doanh thu vào năm 2026, ngay từ năm bản lề này, Vinamilk đã triển khai nhiều Dự án lớn giúp mở rộng và chủ động nguồn nguyên liệu và nâng cao năng suất sản xuất như Dự án Nhà máy sữa Hưng Yên, Dự án chăn nuôi và chế biến thịt bò tại Vĩnh Phúc và Dự án Tổ hợp thiên đường sữa Mộc Châu.

Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp, cổ tức bằng tiền chi trả đều đặn. Với lượng tiền và các khoản tương đương tiền cùng các khoản tiền gửi ngân hàng chiếm tới 43.61% cơ cấu tổng tài sản (30/6/2022) cùng với tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản chỉ ở mức 18.16%, Vinamilk có lượng tiền dồi dào để chủ động hoạt động kinh doanh cũng như chi trả cổ tức cho cổ đông khá đều đặn với tỷ lệ thực trả/LNST đạt trên 70%/năm.

RỦI RO ĐẦU TƯ

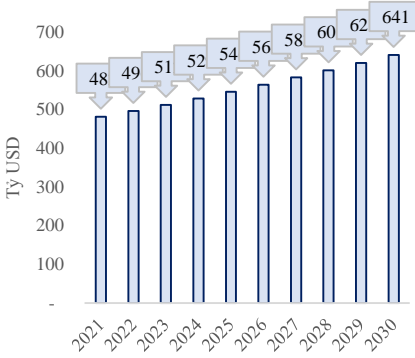
Biến động giá nguyên vật liệu: sự biến động giá nguyên liệu đầu vào, giá thức ăn chăn nuôi, cước phí vận chuyển... sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới hiệu quả kinh doanh của DN.

Rủi ro tỷ giá: Doanh thu của Vinamilk một phần đến từ xuất khẩu và các Công ty con, Công ty liên kết ở nước ngoài; Công ty cũng phải nhập khẩu một phần nguyên liệu từ nước ngoài bên cạnh nguồn nguyên liệu trong nước để phục vụ cho sản xuất; bên cạnh đó các khoản vay của Vinamilk cũng đa phần bằng đồng USD nên sự biến động tỷ giá cũng ảnh hưởng phần nào tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

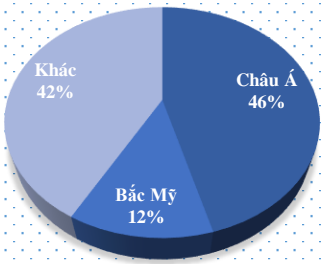
KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu VNM theo 2 phương pháp là phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp so sánh P/E với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50%. Theo đó, giá hợp lý của VNM được xác định là 90,976 đ/cp, UPSIDE +20% so với giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị mua đối với cổ phiếu VNM với thời gian nắm giữ 1 năm.

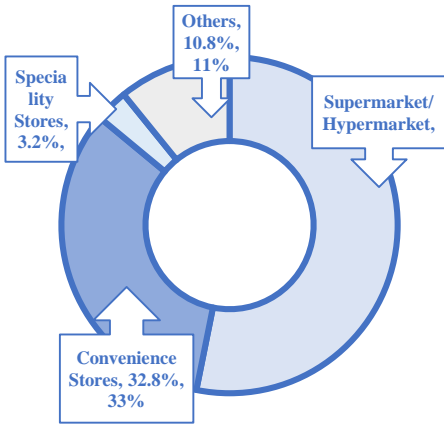
Doanh thu ngành sữa thế giới



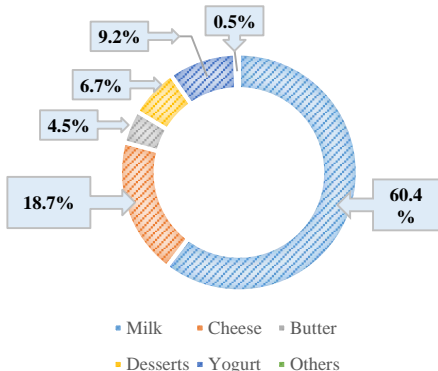
Doanh thu ngành sữa thế giới năm 2021 theo khu vực địa lý (%)



DOANH THU NGÀNH SỮA THẾ GIỚI NĂM 2021 THEO KÊNH PHÂN PHỐI (%)



DOANH THU NGÀNH SỮA THẾ GIỚI NĂM 2021 THEO SẢN PHẨM (%)



Nguồn: CSI tổng hợp

Dự địa phát triển ngành sữa còn rất lớn:

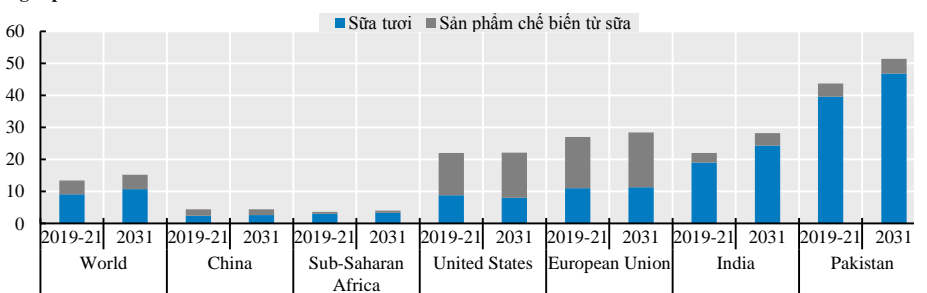
Xã hội càng ngày càng phát triển, nhu cầu về sữa của người tiêu dùng trên thế giới cũng như trong nước càng ngày càng cao vì thế dự địa phát triển của thị trường sữa còn rất nhiều tiềm năng. Những yếu tố thuận lợi về nhân khẩu học, thu nhập của người dân cải thiện, người tiêu dùng ngày càng quan tâm tới sức khỏe bản thân & gia đình, cùng với việc gia tăng nhận thức về các sản phẩm dinh dưỡng...được coi là “bệ đỡ” thúc đẩy nhu cầu sử dụng sữa và các sản phẩm từ sữa trong dài hạn.

1. Thị trường sữa thế giới:

Nhu cầu tiêu thụ sữa toàn cầu gia tăng dẫn dắt bởi Ấn Độ & Pakistan

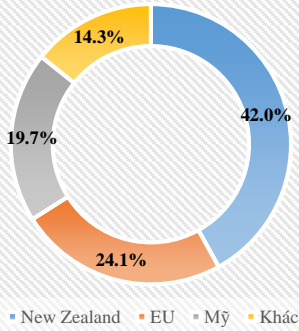
- Quy mô thị trường sữa và sản phẩm từ sữa toàn cầu năm 2021 có giá trị 481.7 tỷ USD và kỳ vọng đạt 640.8 tỷ USD vào năm 2030 với tốc độ tăng trưởng kép CAGR giai đoạn 2022-2030 là 3.2%/năm. Trong đó, sản phẩm sữa nước năm 2021 đạt 291.7 tỷ USD, chiếm 60.4% tổng doanh thu toàn ngành sữa toàn cầu, dự kiến CAGR đạt 3% trong giai đoạn 2022-2030. Tương tự, sản phẩm sữa chua đạt 44.1 tỷ USD, chiếm 9.2% tổng doanh thu ngành sữa toàn cầu năm 2021, CAGR dự kiến đạt 4.1% trong cùng giai đoạn....
- Về kênh phân phối, kênh siêu thị dẫn đầu toàn ngành khi chiếm 53.2% tổng doanh thu (trị giá 256.1 tỷ USD) và dự kiến CAGR đạt 3.3% trong giai đoạn 2022-2030. Kênh này hấp dẫn lượng lớn người tiêu dùng do sự đa dạng các hàng hóa, thực phẩm mà người tiêu dùng có thể kết hợp mua sắm các hàng thiết yếu, thực phẩm hàng tuần hoặc hàng tháng. Trong khi đó, doanh thu qua kênh cửa hàng tiện lợi đạt 158.2 tỷ USD, chiếm 32.8% tổng doanh thu toàn ngành và CAGR dự kiến đạt 3.1% trong cùng giai đoạn so sánh.
- Xét theo khu vực địa lý, Khu vực Châu Á Thái Bình Dương đang thống lĩnh thị trường sữa toàn cầu với doanh thu năm 2021 đạt trên 220 tỷ USD, chiếm 45.7% doanh thu toàn cầu năm 2021 và dự kiến đạt 297.5 tỷ USD vào năm 2030. Trong khi đó, thị trường Bắc Mỹ đạt 59.7 tỷ USD, chiếm 12% tổng doanh thu toàn ngành sữa năm 2021 & dự kiến sẽ đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 2.9% trong giai đoạn 2022-2030.
- Quy mô dân số cũng như thu nhập gia tăng làm tăng nhu cầu tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa. Tiêu thụ sữa bình quân đầu người dự kiến tăng 0.4%/năm lên mức 21.9 kg vào năm 2031 ở các quốc gia thu nhập cao trong khi tỷ lệ này là 2%/năm (21.2 kg) & 1.5% (5.4 kg) ở các quốc gia thu nhập trung bình và thu nhập thấp, chủ yếu do tăng trưởng nhu cầu mạnh mẽ tại các quốc gia Ấn Độ, Pakistan và Châu Phi. Tiêu thụ sữa bình quân đầu người trên thế giới dự kiến tăng 1.4%/năm trong thập kỷ tới, tăng nhẹ so với mười năm qua, chủ yếu do tăng trưởng thu nhập đầu người tăng cao hơn.
- Tiêu thụ sữa tươi dự kiến tăng cao ở Ấn Độ & Pakistan, trong khi thấp ở Trung Quốc. Tiêu thụ các sản phẩm từ sữa (đặc biệt là pho mát) được cho là liên quan mật thiết tới thu nhập, sở thích tiêu dùng, chế độ ăn kiêng và mức độ đô thị hóa. Ở Châu Âu và Bắc Mỹ, nhu cầu các sản phẩm sữa tươi ổn định, thậm chí giảm, nhưng cơ cấu đã thay đổi trong vài năm gần đây chuyển sang dùng sữa béo. Pho mát - sản phẩm từ sữa xếp thứ hai về tiêu thụ (sau các sản phẩm sữa tươi) ở châu Âu và Bắc Mỹ dự kiến sẽ tiếp tục tăng, đây là thành phần đặc biệt trong thực phẩm chế biến. Ngoài ra, tiêu thụ sản phẩm sữa lỏng có nguồn gốc thực vật dự kiến sẽ tăng mạnh ở Đông Á, Châu Âu và Bắc Mỹ, tuy nhiên khối lượng thấp. Nhu cầu về sữa bột trong ngành công nghiệp thực phẩm đang tăng nhanh. Ở Châu Phi, sữa bột gầy (SMP) sản xuất tại thị trường nội địa rất ít, trong khi nhu cầu dự kiến sẽ tăng nhanh trong mười năm tới. Dự kiến nhu cầu bơ tăng mạnh nhất ở châu Á.

Tiêu thụ sữa & các sản phẩm từ sữa bình quân đầu người

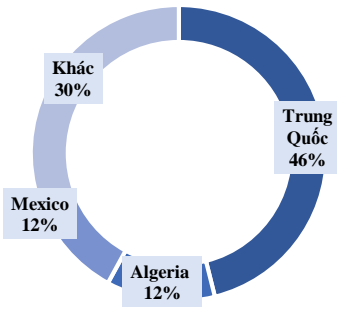


Nguồn: OECD-FAO, CSI tổng hợp

Thị trường xuất khẩu sữa bột thế giới năm 2021 (%)



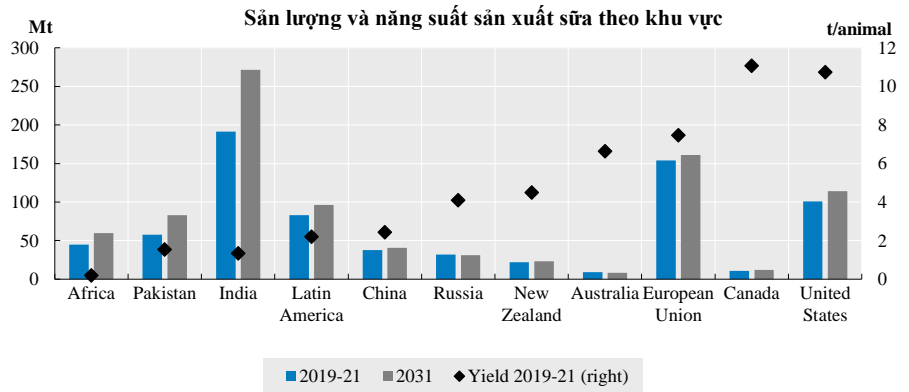
Thị trường nhập khẩu sữa bột thế giới năm 2021 (%)



Nguồn: Bộ Nông nghiệp Mỹ, CSI tổng hợp

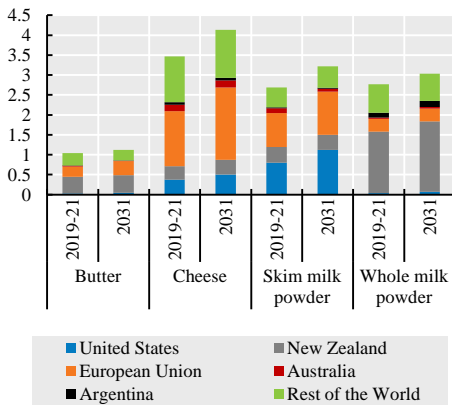
Sản lượng & năng suất sản xuất cải thiện

- Năm 2021, sản lượng sữa sản xuất toàn thế giới (trong đó sữa bò 81%, sữa trâu 15%, sữa dê, cừu và lạc đà 4%) đạt 887 triệu tấn, tăng 1.1% yoy, chủ yếu do sản lượng sản xuất tại Ấn Độ và Pakistan gia tăng. Ấn Độ là quốc gia sản xuất sữa lớn nhất thế giới với sản lượng sản xuất năm 2021 đạt 195 triệu tấn, tăng 2.2% yoy năm trước.
- Sản xuất sữa toàn cầu dự kiến tăng trưởng 1.8%/năm trong một thập kỷ tới (dự kiến đạt 1,060 triệu tấn vào năm 2031). Trong giai đoạn 2022-2031, năng suất sản xuất sữa trên toàn thế giới dự kiến tăng trưởng ổn định, trong đó Khu vực Đông Nam Á & Bắc Phi dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ nhất (tăng trưởng năng suất bình quân hàng năm hiện dao động 2%/năm). Ấn Độ & Pakistan sẽ cùng chiếm 30% sản lượng sản xuất sữa toàn cầu vào năm 2031. Châu Âu (đứng thứ hai về sản xuất sữa) dự kiến tăng trưởng cao hơn một chút so với Châu Đại Dương nhưng dự báo thấp hơn so với Khu vực Bắc Mỹ do những chính sách của EU hướng tới sản xuất bền vững, sản xuất hữu cơ.
- Dự kiến, gần 30% sản lượng sữa sẽ được chế biến thành các sản phẩm như bơ, pho mát, sữa bột gầy SMP, sữa bột béo WMP hoặc vàng sữa.



Nguồn: OECD-FAO, CSI tổng hợp

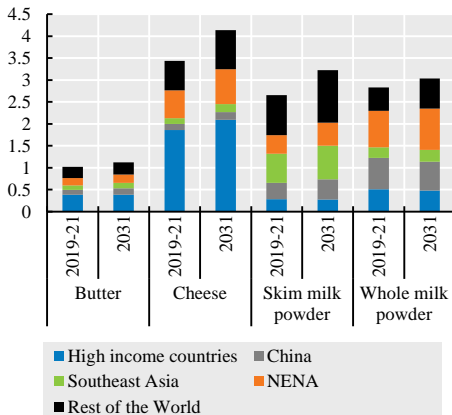
Mt Xuất khẩu sữa & các sản phẩm từ sữa theo khu vực



New Zealand là quốc gia xuất khẩu sữa bột lớn nhất thế giới trong khi Trung Quốc là quốc gia nhập khẩu sữa lớn nhất thế giới

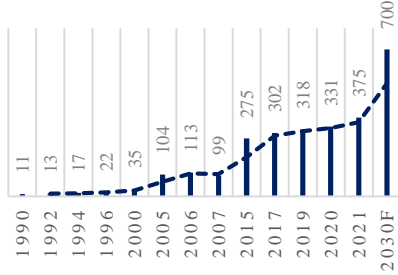
- New Zealand là quốc gia xuất khẩu sữa bột lớn nhất với 1.97 triệu tấn, trong đó sữa bột nguyên kem 1.62 triệu tấn và 350,000 tấn sữa bột không béo. Nếu chỉ tính riêng thị phần sữa bột nguyên kem, New Zealand chiếm thị phần tới 73% thế giới trong năm 2021. Đứng thứ 2 về xuất khẩu sữa bột là khu vực EU với 1.13 triệu tấn, chiếm tỷ trọng 24%. Trong đó, lượng sữa bột nguyên kem xuất khẩu của EU là 310,000 tấn và sữa bột không béo 820,000 tấn. Mỹ tuy đứng thứ 3 về thị phần sữa bột với 925,000 tấn (tỷ trọng 20%), nhưng tính riêng về sữa bột không béo Mỹ là quốc gia xuất khẩu lớn nhất với 887,000 tấn, chiếm thị phần 36%.
- Chỉ có 7% sản lượng sữa được giao thương quốc tế. Dự kiến trong một thập kỷ tới, giao thương sữa toàn cầu sẽ đạt 14.2 triệu tấn vào năm 2030, cao hơn 15% yoy. Ba quốc gia xuất khẩu sữa lớn nhất thế giới là New Zealand, EU & Mỹ dự kiến chiếm 65% sản lượng xuất khẩu pho mát vào năm 2031, 71% sữa bột béo WMP, 74% bơ và 80% sữa bột gầy SMP. Australia đã đánh mất dần thị phần xuất khẩu mặc dù quốc gia này vẫn là nhà xuất khẩu pho mát & SMP đáng kể. Về sữa bột béo WMP, Argentina vẫn là nhà xuất khẩu quan trọng và dự kiến chiếm 5% sản lượng xuất khẩu vào năm 2031. Châu Âu sẽ vẫn tiếp tục là nhà xuất khẩu pho mát chính trên thế giới, dự kiến khu vực này sẽ chiếm 44% thị phần xuất khẩu pho mát vào năm 2031. Vương Quốc Anh, Nhật Bản, Nga, EU và Ả rập Saudi dự kiến là năm nhà xuất khẩu pho mát lớn nhất thế giới vào năm 2031. Vào năm 2031, dự kiến thị phần xuất khẩu bơ và WMP của New Zealand sẽ chiếm 39% & 58%.
- Về thị trường nhập khẩu, Trung Quốc là quốc gia nhập khẩu lớn nhất với 1.32 triệu tấn, tương đương tỷ lệ 46%. Tiếp theo là Algeria và Mexico với nhu cầu nhập khẩu lần lượt 340,000 và 335,000 tấn. Nếu tính riêng sữa bột nguyên kem, tỷ trọng của Trung Quốc chiếm tới 65% với 880.000 tấn. Về cơ cấu thị trường nhập khẩu sữa bột của Trung Quốc, tỷ trọng của New Zealand chiếm tới gần 68%.

Mt Nhập khẩu sữa & các sản phẩm từ sữa theo khu vực

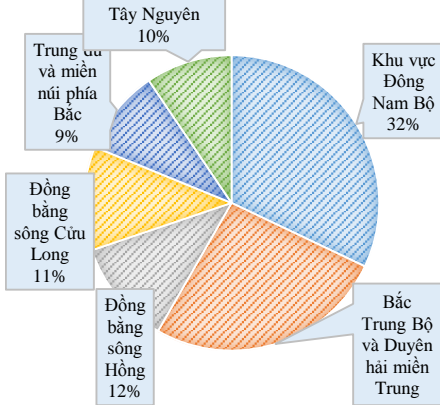


Nguồn: OECD-FAO, CSI tổng hợp

QUY MÔ ĐÀN BÒ SỮA (NGHÌN CON)

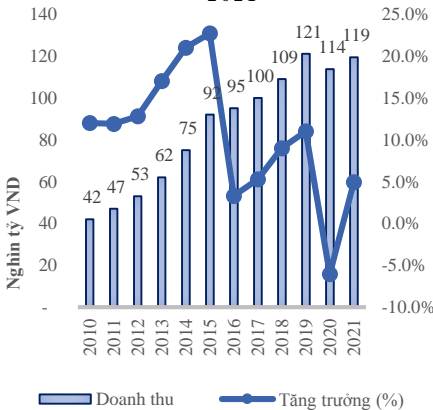


CƠ CẤU ĐÀN BÒ SỮA THEO KHU VỰC NĂM 2021

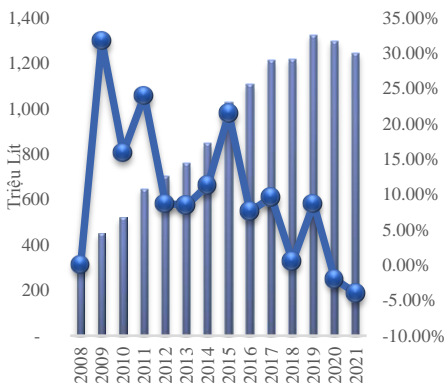


Nguồn: Cục Chăn nuôi, CSI tổng hợp

DOANH THU NGÀNH SỮA VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2010-2021



Sản lượng & Tăng trưởng sữa tươi sản xuất



2. Thị trường sữa Việt Nam:

Quy mô đàn bò sữa tăng trưởng nhanh

- Từ chỗ không có bò sữa, đến nay Việt Nam đã có trên 28,000 trang trại và hộ nông dân nuôi bò sữa với tổng đàn bò sữa gần 375 nghìn con. Theo Tổng cục Thống kê, trong giai đoạn từ năm 2015 -2021, tổng đàn bò sữa tăng trưởng bình quân 3.77%. Có thể nói, Ngành chăn nuôi bò sữa của nước ta tiến rất nhanh trong những năm qua và đang dần tiệm cận với các nước chăn nuôi bò sữa phát triển trên thế giới. Năng suất sữa trung bình của đàn bò vắt sữa trong cả nước năm 2020 đạt trên 5.300 kg/con/năm. Con số này khá cao so với các nước có điều kiện tương đương.
- Hiện nay, chăn nuôi bò sữa ở Việt Nam đang đứng đầu khu vực Đông Nam Á về mức độ công nghiệp hóa ngành chăn nuôi, chế biến sữa. Tốc độ tăng về sản lượng luôn cao hơn tốc độ tăng quy mô đàn con, hiện năng suất bò sữa của Việt Nam đã vượt xa các nước trong khu vực. Phương thức chăn nuôi đã có những thay đổi tích cực, hình thành nhiều chuỗi liên kết có hiệu quả trong sản xuất, các chuỗi liên kết trong chăn nuôi bò sữa hiện đang chiếm tỷ lệ liên kết gần 100% cao nhất trong khu vực sản xuất nông nghiệp hiện nay.
- Đến năm 2021, nơi có đàn bò sữa lớn nhất nước ta là Khu vực Đông Nam Bộ với 32.07%; Khu vực Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung chiếm 26.23%; Đồng bằng sông Hồng là 11.50%; Đồng bằng sông Cửu Long chiếm 11.38%; trung du và miền núi phía Bắc chiếm 9.36%; thấp nhất là Tây Nguyên chiếm 9.47% đàn bò cả nước.
- Chiến lược phát triển chăn nuôi giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn 2045 đã được Thủ tướng chính phủ phê duyệt được kỳ vọng sẽ tạo nhiều động lực cho ngành chăn nuôi phát triển bền vững; trong đó có chăn nuôi bò sữa. Theo đó, đàn bò sữa nước ta sẽ đạt quy mô từ 650.000 đến 700.000 con vào năm 2030, trong đó khoảng 60% đàn bò sữa được nuôi trong các trang trại quy mô lớn.

Ngành sữa Việt Nam phát triển vững chắc & có dấu hiệu chứng lại sau giai đoạn tăng trưởng mạnh

- Ngành sữa Việt Nam đã có bước phát triển khá vững chắc thời gian qua. Từ chỗ chỉ có 1-2 doanh nghiệp sản xuất và phân phối sữa trong giai đoạn trước năm 1992 đến nay đã tăng lên trên 200 doanh nghiệp. Toàn ngành đã chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2010-2015 với tốc độ tăng trưởng bình quân 16.2%. Giai đoạn 2016-2021 chứng kiến sự chứng lại của ngành sữa Việt Nam sau giai đoạn tăng trưởng mạnh trước đó với tốc độ tăng trưởng bình quân giai đoạn này chỉ đạt 4.6%.
- Trong hai năm 2020- 2021, Việt Nam gặp khó khăn vì dịch Covid-19 nhưng doanh thu thị trường sữa Việt Nam vẫn tăng trưởng ổn định. Theo Tổng cục Thống kê, năm 2021 doanh thu ngành sữa đạt 119,300 tỷ đồng, tăng gần 5% so với cùng kỳ năm trước. Dự kiến doanh số ngành sữa trong nước sẽ lên đến 136,000 tỷ đồng đến 2025.

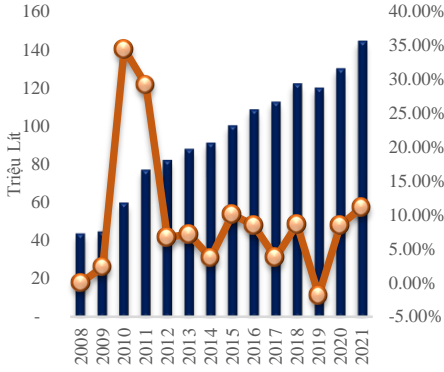
Sữa bột & sữa nước – hai mặt hàng quan trọng chiếm lĩnh 3/4 giá trị thị trường

- Hai mảng chính dẫn dắt sự tăng trưởng của toàn ngành sữa trong nước và cũng là 2 mặt hàng quan trọng nhất là sữa nước và sữa bột, chiếm gần 3/4 giá trị thị trường. Sản lượng sữa nước của Việt Nam năm 2021 đạt 1.24 tỷ lít và dự kiến tăng lên 2 tỷ lít vào năm 2030. Sản lượng sữa bột tính chung năm 2021 đạt 143.6 nghìn tấn, tăng 11.15% so với cùng kỳ năm 2020. Năng suất sữa bình quân cả nước năm 2010 đạt 3,0 tấn/bò vắt sữa/năm đến nay tăng lên 4.76 tấn/bò vắt sữa, đạt tốc độ tăng trưởng bình quân đạt 5.7%/năm.
- Trong giai đoạn 2010-2015, sản lượng sữa tươi sản xuất có tốc độ tăng trưởng bình quân gần 15%/năm và giai đoạn 2016-2021 là 3.39%/năm. Sản lượng sữa bột sản xuất có tốc độ tăng trưởng lần lượt tương ứng là 15.21% & 6.43%.
- Theo Kantar World Panel, thị trường sữa nước của Việt Nam có tính cạnh tranh ít hơn so với sữa bột vì các doanh nghiệp trong nước có lợi thế về nguồn cung.

Việt Nam là quốc gia nhập siêu sữa

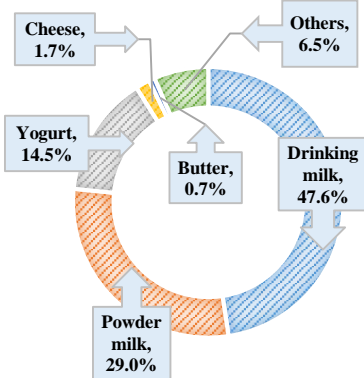
- Hiện, sữa và sản phẩm sữa của Việt Nam đã xuất khẩu sang 50 nước và vùng lãnh thổ, đặc biệt là sản phẩm sữa bột công thức xuất sang thị trường Trung Quốc, Mỹ, Philippines. Năm 2021, Việt Nam xuất khẩu sữa và sản phẩm từ sữa sang nhiều nước trên thế giới đạt gần 300

Sản lượng & Tăng trưởng sữa bột sản xuất



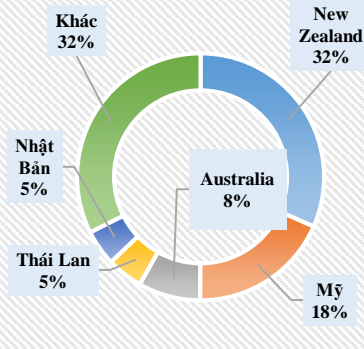
Nguồn: GSO, CSI tổng hợp

CƠ CẤU DOANH THU THỊ TRƯỜNG SỮA VIỆT NAM NĂM 2021 (%)



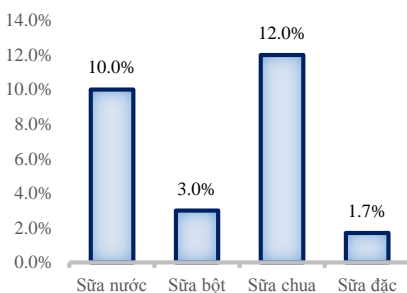
Nguồn: CSI tổng hợp

Cơ cấu nhập khẩu sữa Việt Nam H1/2022 theo lãnh thổ (%)



Nguồn: GSO, CSI tổng hợp

DỰ PHÓNG TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG CÁC NGÀNH HÀNG SỮA VIỆT NAM

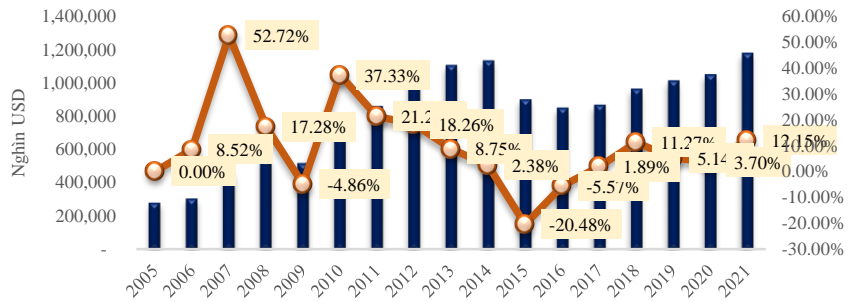


Nguồn: Euromonitor, CSI tổng hợp

triệu USD trong đó lớn nhất là thị trường Irắc (chiếm hơn 50% tổng kim ngạch xuất khẩu sữa). Các sản phẩm sữa Việt được xuất khẩu khá đa dạng, bao gồm: sữa bột, bột dinh dưỡng, sữa đặc, sữa nước, sữa đậu nành, yogurt, bột váng sữa, váng sữa, dầu bơ, bột sữa gầy, bơ, pho mai...

- Tính đến thời điểm hiện tại, cơ quan chức năng của Trung Quốc đã cấp Mã giao dịch cho phép 9 công ty/nhà máy của Việt Nam xuất khẩu các sản phẩm sữa sang thị trường Trung Quốc. Theo Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, mỗi năm thị trường sữa Trung Quốc có giá trị ước tính khoảng 30 tỷ USD. Nguồn cung sữa trong nước của Trung Quốc chỉ đáp ứng 75% nhu cầu sữa trên thị trường nội địa, và đây được xem là cơ hội cho các doanh nghiệp sữa của Việt Nam.
- Việt Nam là nước nhập siêu sữa và sản phẩm từ sữa. Mặc dù quy mô đàn bò sữa đã tăng trưởng nhanh và cao thời gian qua nhưng sản lượng sữa tươi sản xuất mới chỉ đáp ứng trên 42% nhu cầu tiêu thụ sữa của người tiêu dùng, gần 60% phải nhập khẩu. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, năm 2021 Việt Nam chi trên 1.1 tỷ USD để nhập khẩu sữa và các sản phẩm từ sữa, tăng 12.15% yoy năm trước. Trong H1/2022, kim ngạch nhập khẩu sữa của nước ta là trên 705 triệu USD. Trong đó, New Zealand là thị trường cung cấp sữa và sản phẩm từ sữa lớn nhất cho Việt Nam, gần 22.8 triệu USD, chiếm 31.59% tổng kim ngạch nhập khẩu 6 tháng đầu năm 2022. Tiếp theo là Mỹ (18.47%), Australia (8.15%), Thái Lan (4.7%) & Nhật Bản (4.68%).

Kim ngạch nhập khẩu sữa của Việt Nam



Nguồn: GSO, CSI tổng hợp

3. Triển vọng ngành sữa Việt Nam – dự địa phát triển còn lớn:

Dự địa phát triển ngành sữa Việt Nam dự kiến còn rất lớn do:

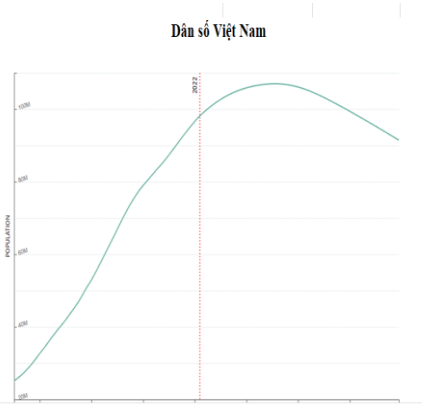
- ✓ Quy mô dân số nước ta đông trong khi mức độ tiêu thụ sữa của VN bình quân đầu người còn thấp so với thế giới và các nước trong khu vực.
- ✓ Sự gia tăng thu nhập cùng với mức sống ngày càng nâng cao.
- ✓ Xu hướng người tiêu dùng ngày càng quan tâm các sản phẩm bổ sung dinh dưỡng, tăng cường hệ miễn dịch.
- ✓ Tuy nhiên, giá sữa nguyên liệu năm 2022 dự kiến vẫn duy trì ở mức cao do nhu cầu tăng trong khi chi phí sản xuất vẫn cao.

Tiêu thụ ngành sữa Việt Nam dự kiến đạt tốc độ tăng trưởng kép CAGR 9.3%/năm trong giai đoạn 2020-2024F

Theo dự báo của Euromonitor, sản lượng tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam dự kiến tăng trưởng ở mức 9.3%/năm trong giai đoạn 2020-2024F với tổng mức tiêu thụ dự kiến đạt 3.05 triệu tấn sản phẩm vào năm 2024F, trong đó ngành hàng sữa chua được kỳ vọng có mức tăng trưởng cao nhất với 12%/năm.

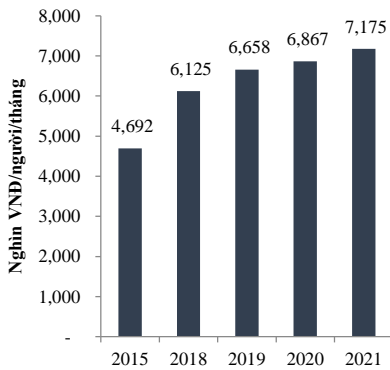
Quy mô dân số đông nhưng tiêu thụ sữa bình quân đầu người tại Việt Nam còn thấp

- Dân số nước ta hiện trên 98 triệu dân. Theo UN, dân số Việt Nam sẽ đạt con số 100 triệu dân vào năm 2024 với tốc độ tăng trưởng dân số 1%/năm.
- Theo Hiệp hội sữa Việt Nam, mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người là 28 lít/người/năm. Dự báo mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người hàng năm sẽ tiếp tục tăng 7-8%. Nhìn chung, mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người ở nước ta còn thấp so với các nước trên thế giới (Thái Lan: 35 lít/người/năm, Singapore: 45 lít/người/năm).



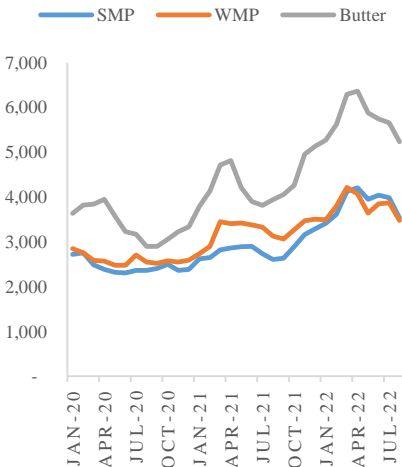
Nguồn: UN, CSI tổng hợp

GDP bình quân đầu người/tháng tại Việt Nam



Nguồn: GSO, CSI tổng hợp

BIẾN ĐỘNG GIÁ SỮA 2020 - 08/2022 (€/TON)

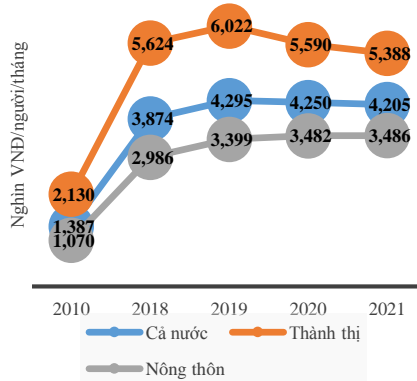


Nguồn: clal, CSI tổng hợp

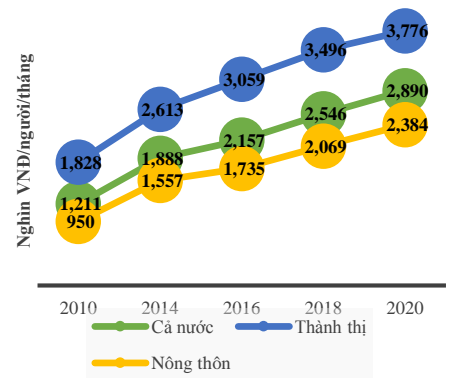
Mức sống người dân cải thiện

- GDP bình quân đầu người của Việt Nam đã cải thiện đáng kể, từ mức 2,596 USD/người/năm (2015) lên 3,717 USD/người/năm (2021). Mức GDP đầu người của Việt Nam năm 2021 tương đương 7.18 triệu đồng/người/tháng, cao hơn một số nước trong Khu vực Đông Nam Á như Philippines, Lào, Campuchia... Tiêu dùng cuối cùng chiếm 65% GDP.
- Thu nhập bình quân đầu người của cả nước đạt trên 4.2 triệu đồng/người/tháng, trong đó thành thị là gần 5.4 triệu đồng/người/tháng còn ở nông thôn là gần 3.5 triệu đồng/người/tháng.
- Năm 2020, bình quân chi tiêu mỗi người dân Việt Nam là gần 2.9 triệu đồng/người/tháng, trong đó hơn một nửa là chi tiêu cho ăn uống (trong đó có sữa và các sản phẩm từ sữa).

Thu nhập bình quân đầu người tại Việt Nam



Chi tiêu bình quân đầu người tại Việt Nam

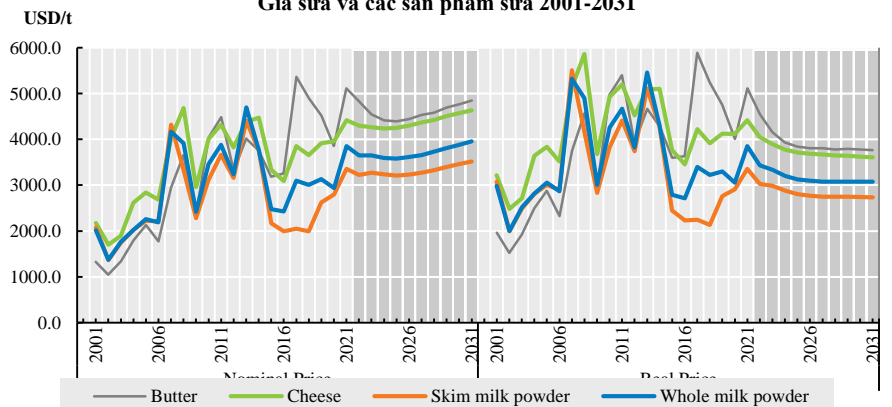


Nguồn: GSO, CSI tổng hợp

Giá sữa năm 2022 dự kiến vẫn duy trì cao

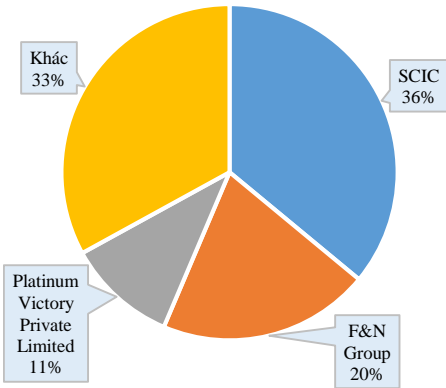
- Dịch Covid-19 đã làm tăng giá của nhiều loại hàng hóa khi các chuỗi cung ứng toàn cầu bị đứt gãy. Điều này ảnh hưởng đến sản lượng sữa, khi nông dân phải bỏ thêm các chi phí đất đai để xử lý phân bón và thức ăn chăn nuôi. Đặc biệt, cuộc chiến Nga - Ukraine khiến vấn đề trở nên tồi tệ hơn. Việc Nga hạn chế xuất khẩu phân bón khiến nguồn cung ngày càng eo hẹp đẩy chi phí chăn nuôi tăng cao.
- Thống kê mới nhất của Rabobank tại hội nghị sữa toàn cầu 2022 ở Pháp gần đây cho thấy giá sữa nguyên kem bình quân tại châu Âu Quý 2/2022 đạt 5,100 euro một tấn, tăng gần 14% so với Quý 1/2022. Dự báo giá sữa nguyên kem ở các Khu vực Châu Âu sẽ đi ngang ở đỉnh, còn Châu Đại Dương và Khu vực Nam Mỹ tiếp tục tăng trong Quý 3/2022 thêm 10%. Đây cũng là mức giá đạt đỉnh mới và tăng nhanh nhất trong nhiều thập kỷ của ngành sữa. So với cùng kỳ năm ngoái, giá sữa trong Quý 2/2022 đã tăng 59% so với cùng kỳ. Tại Mỹ, giá sữa bán buôn đã tăng 38% so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi giá bán lẻ sữa tươi nguyên kem tăng 15%.
- Theo báo cáo triển vọng 2022-2031 của OECD-FAO, giá sữa và các sản phẩm từ sữa trong năm 2022 sẽ vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao do nhu cầu tăng trong khi chi phí sản xuất vẫn ở mức cao. Tuy nhiên, trong một thập kỷ tới, giá sữa sẽ quay trở lại xu hướng dài hạn giảm nhẹ.

Giá sữa và các sản phẩm sữa 2001-2031



Nguồn: OECD-FAO, CSI tổng hợp

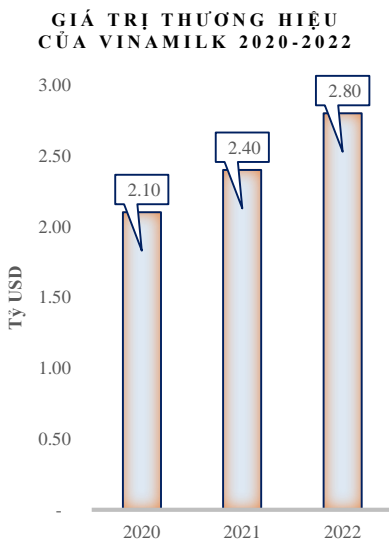
Cơ cấu cổ đông VNM (%)



Nguồn: VNM, CSI tổng hợp



Nguồn: Brand Finance 2022, CSI tổng hợp



Nguồn: Brand Finance 2022, CSI tổng hợp

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP - CTCP Sữa Việt Nam

Giới thiệu chung

Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM) có tiền thân là Công ty Sữa – Cà Phê Miền Nam, được thành lập vào năm 1976. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực chế biến sản xuất, kinh doanh xuất nhập khẩu các sản phẩm sữa và các sản phẩm dinh dưỡng khác. VNM chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2003. VNM là công ty sữa lớn nhất Việt Nam với thị phần là hơn 50% trong ngành sữa Việt Nam. Tính đến cuối năm 2021, VNM sở hữu vận hành 14 trang trại chuẩn GLOBAL G.A.P, quản lý tổng đàn hơn 160.000 con, và 13 nhà máy sữa đạt chứng nhận FSSC 22000. Sản phẩm của VNM được xuất khẩu trực tiếp đến 57 nước trên thế giới. VNM được niêm yết và giao dịch trên Sở Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2006.

Quá trình hình thành phát triển

- Năm 1976: Tiền thân của công ty là Công ty Sữa – Cà Phê Miền Nam, trực thuộc Tổng Cục thực phẩm được thành lập.
- Năm 1989: Nhà máy sữa bột Dielac đi vào hoạt động.
- Tháng 3/1992: Xí Nghiệp liên hiệp Sữa Cafe và Bánh kẹo I chính thức đổi tên thành Công ty Sữa Việt Nam.
- Tháng 11/2003: Công ty chuyển sang hình thức cổ phần, chính thức đổi tên là Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam.
- Tháng 04/2004: Mua nhà máy sữa Sài Gòn, tăng vốn điều lệ lên 1,590 tỷ đồng.
- Ngày 19/01/2006: Cổ phiếu của Vinamilk chính thức giao dịch trên sàn HOSE.
- 2007-2013: Tiếp tục xây dựng các NMS, nhà máy chế biến đồ uống, trang trại bò sữa quy mô lớn tại Việt Nam. Tổng công suất sản xuất sữa đạt 1.2 triệu tấn/năm.
- 2014-nay: Tiếp tục mở rộng quy mô qua góp vốn thành lập, thuê tóm và sáp nhập các NMS, nhà máy chế biến thực phẩm trong và ngoài nước.

Lĩnh vực hoạt động

- Sản xuất và kinh doanh bánh, sữa đậu nành, nước giải khát, sữa hộp, sữa bột, bột dinh dưỡng và các sản phẩm từ sữa khác.
- Chăn nuôi bò sữa, cung cấp giống vật nuôi và kỹ thuật nuôi.

Mô hình hoạt động

Sản xuất	Chế biến	Phân phối
<ul style="list-style-type: none"> 14 Trang trại bò sữa 01 Trung tâm sữa tươi nguyên liệu Củ Chi 83 Trạm trung chuyển sữa tươi nguyên liệu 01 Nhà máy sản xuất và cung ứng đường 01 Tổ hợp trang trại tại Lào (Lao Jargo) 	<ul style="list-style-type: none"> 13 Nhà máy sữa trực thuộc VNM 01 Nhà máy Mộc Châu (thuộc công ty con VLC của VNM) 01 Nhà máy Driftwood - Mỹ 01 Nhà máy Angkor Milk - Campuchia 	<ul style="list-style-type: none"> 200 Nhà phân phối 250 nghìn điểm bán lẻ 650 Cửa hàng Giác Mơ Sữa Việt 13 đối tác thương mại điện tử Xuất khẩu 57 quốc gia và vùng lãnh thổ

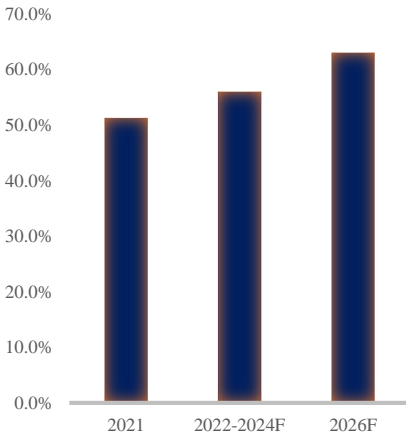
Nguồn: VNM, CSI tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiếp tục duy trì vị thế số 1 trong ngành sữa Việt Nam và tiến tới mục tiêu trở thành 1 trong Top 30 Công ty Sữa lớn nhất thế giới về doanh thu. Danh mục sản phẩm đa dạng, năng lực sản xuất lớn & hệ thống phân phối mạnh giúp Vinamilk nhiều năm duy trì vị trí số 1 ngành sữa Việt Nam.

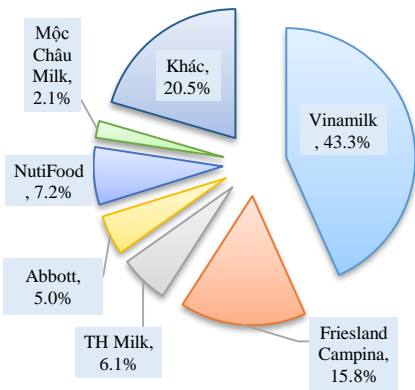
- Danh mục sản phẩm đa dạng, Vinamilk duy trì vị thế số 1 tại nhiều ngành hàng chủ lực:

THỊ PHẦN VINAMILK THEO DOANH THU (%)



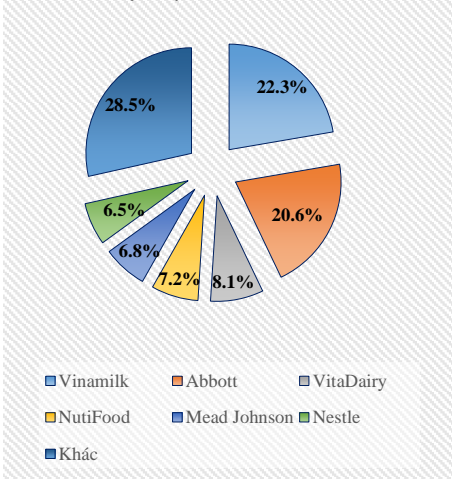
Nguồn: CSI tổng hợp & tính toán

Thị phần ngành sữa nước Việt Nam năm 2020 (%)



Nguồn: Euromonitor, CSI tổng hợp

Thị phần sản xuất sữa bột trẻ em tại Việt Nam năm 2021

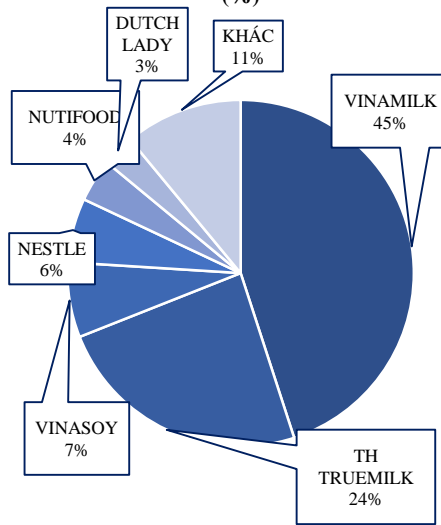


Nguồn: Nielsen IQ 2021, CSI tổng hợp

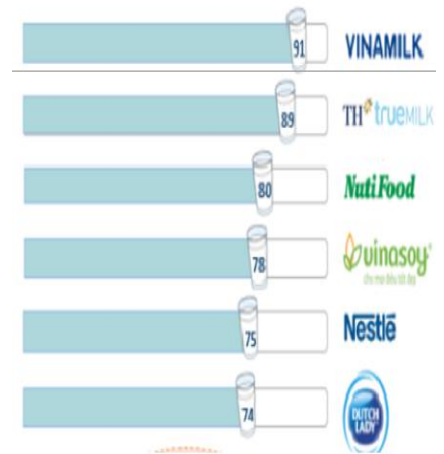
Thương hiệu được khẳng định

- Vinamilk hiện là doanh nghiệp dẫn đầu ngành sữa Việt Nam với thị phần trên 45%. Mục tiêu đến năm 2026, doanh thu của VNM sẽ đạt 86,000 tỷ đồng, chiếm 63% tổng doanh số toàn ngành.
- Thương hiệu Vinamilk đã được Brand Finance 2022 định giá 2.8 tỷ USD, tăng ấn tượng 18% so với năm 2021, vươn lên vị trí thương hiệu tiềm năng nhất trong ngành sữa toàn cầu, tiến lên vị trí 6 trong Top 10 thương hiệu sữa giá trị nhất toàn cầu và tiếp tục góp mặt trong Top 5 thương hiệu sữa mạnh nhất toàn cầu với vị trí thứ 2. Đáng chú ý, Vinamilk là đại diện duy nhất từ Đông Nam Á và chỉ xếp sau thương hiệu đến từ thị trường lớn nhất nhì của thế giới là Ấn Độ về sức mạnh thương hiệu.
- Theo khảo sát của Bean Survey thực hiện vào tháng 7/2020 về ngành hàng sữa nước Việt Nam, Vinamilk là thương hiệu được sử dụng nhiều nhất.

Thương hiệu thường được sử dụng (%)



Nhận biết thương hiệu sữa nước



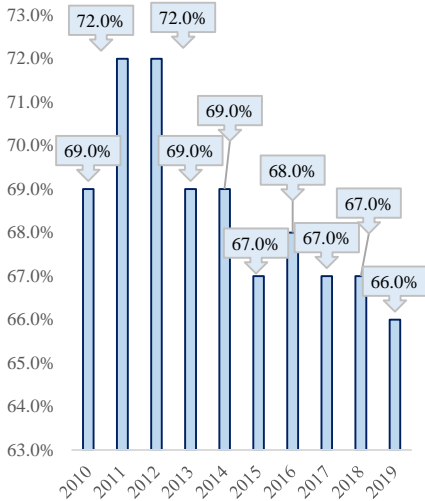
Nguồn: Bean Survey, CSI tổng hợp

- Trong báo cáo Kantar Worldpanel, trong năm 2021 thì tại khu vực thành thị, tỷ lệ tiêu dùng sản phẩm Vinamilk đạt đến 99% các hộ gia đình, còn tại nông thôn, con số này xấp xỉ 90%. Có thể hiểu là cứ 10 hộ gia đình thì sẽ có 9 gia đình tại Việt Nam sử dụng ít nhất là một sản phẩm của Vinamilk. Đặc biệt, tỷ lệ này tại khu vực thành thị gần như là tuyệt đối khi lên đến 99%, đây cũng là khu vực có sự tăng trưởng về tiêu dùng sản phẩm sữa rất mạnh trong những năm gần đây.

Danh mục sản phẩm đa dạng, Vinamilk dẫn đầu nhiều ngành hàng sữa chủ lực

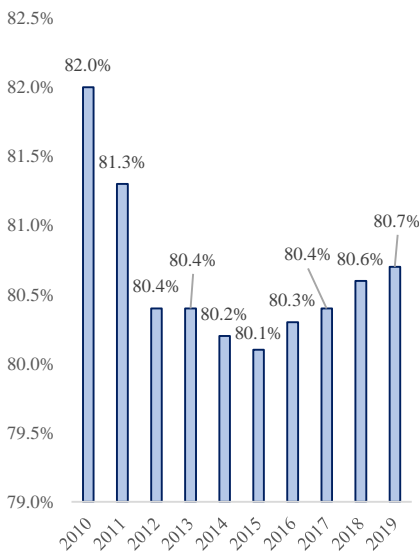
- Vinamilk có thể nói là công ty hoàn thiện nhất về danh mục sản phẩm, với hơn 250 chủng loại mặt hàng thuộc gần 20 nhóm ngành hàng. Không chỉ gồm đầy đủ và đa dạng từ sữa tươi, sữa chua ăn/uống, sữa hạt, nước giải khát, kem, mà trong những ngành lớn như sữa bột thì thương hiệu Vinamilk cũng đã bao phủ đủ các nhu cầu cho trẻ em, mẹ bầu, người lớn, dòng đặc trị...
- Các sản phẩm mới liên tiếp được Vinamilk giới thiệu với nhiều cải tiến độc đáo và phủ đều tất cả các phân khúc từ trung đến cao cấp. Có thể kể đến những sản phẩm nổi bật như: Sữa tươi 100%, Sữa tươi Organic, Sữa tươi tiệt trùng có chứa Tổ yến hay mới đây là Sữa tươi Vinamilk Green Farm.
- Năm 2021, Công ty đã giới thiệu thành công các sản phẩm mới như sữa tươi trang trại sinh thái & sữa chua ăn Green Farm; sữa chua ăn Love Yogurt Trân Châu Đường Đen, sữa đặc Ông Thọ tuýp; sữa chua uống Susu (tái tung); bao bì túi Ecolean 110ml cho Susu; hương vị mới và hộp 180ml cho sữa trái cây Hero, sữa bột và sữa bột pha sẵn Colos Gold, Dielac Grow Plus bổ sung sữa non, góp phần vào tăng trưởng chung của từng ngành hàng.
- Bên cạnh ra mắt thêm các sản phẩm mới, Vinamilk cho thấy sự tập trung để củng cố các dòng sản phẩm thế mạnh, mang tính "thương hiệu" như Sữa tươi Vinamilk 100% bằng việc đổi mới

Thị phần sữa chua Vinamilk

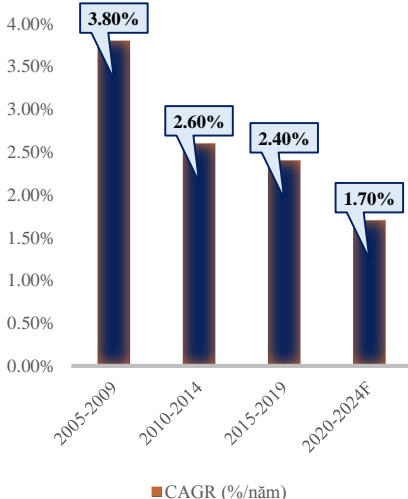


Nguồn: Euromonitor, CSI tổng hợp

Thị phần sữa đặc Vinamilk



TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG KÉP CAGR SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ SỮA ĐẶC TẠI VIỆT NAM



Nguồn: Euromonitor, CSI tổng hợp

bao bì, đa dạng hương vị, ra mắt các dòng ít đường, tách béo... phù hợp với xu hướng, thị hiếu của thị trường.



- Theo Nielsen, Vinamilk là nhà sản xuất đang dẫn đầu trong ngành hàng sữa nước, sữa đặc có đường, sữa chua uống về sản lượng và doanh số bán ra, và dẫn đầu ngành hàng sữa bột trẻ em về sản lượng.
- Sữa nước** là phân khúc đóng góp giá trị lớn nhất trong ngành sữa, bao gồm các thương hiệu phổ biến như Vinamilk, Mộc Châu Milk, TH True Milk, Dutch Lady, Nutifood. Trong đó, Vinamilk hiện đang chiếm thị phần lớn nhất. Cùng với Mộc Châu Milk, thị phần Vinamilk chiếm trên 45% thị phần ngành hàng sữa nước. Theo Euromonitor, tốc độ tăng trưởng kép của sản lượng tiêu thụ sữa nước cho giai đoạn 2020-2024F là 10%/năm
- Sữa bột.** Số liệu mới nhất của Nielsen IQ về thị phần của các nhà sản xuất sữa bột trẻ em tại Việt Nam 2021 cho thấy, Vinamilk dẫn đầu với thị phần 22.3%. Không như thị trường sữa nước, thị trường sữa bột có tính cạnh tranh cao hơn trước nhiều đối thủ ngoại có nhiều lợi thế về năng lực quảng cáo, nghiên cứu và phát triển sản phẩm. Để cạnh tranh với các doanh nghiệp sữa khác trên thị trường, VNM chú trọng phát triển sản phẩm ở tất cả các phân khúc từ bình dân, trung cấp đến cao cấp và liên tục cho ra mắt các sản phẩm mới. Theo Euromonitor, tốc độ tăng trưởng kép của sản lượng tiêu thụ sữa bột cho giai đoạn 2020-2024F là 3.0%/năm, thấp hơn mức 6.3% của giai đoạn 2015-2019.
- Sữa đặc:** Sữa đặc là một trong những sản phẩm truyền thống của Vinamilk với 02 thương hiệu là “Ông Thọ” và “Ngôi Sao Phương Nam”. Vinamilk hiện đang chiếm thị phần trên 80% trong ngành hàng này và giữ vị trí dẫn đầu tuyệt đối. Đây cũng là sản phẩm thế mạnh của Vinamilk được xuất khẩu tới nhiều quốc gia như Trung Đông, Campuchia, Trung Quốc... Theo Euromonitor, tiêu thụ sữa đặc có đường tại nước ta sẽ đạt 161.3 nghìn tấn vào năm 2024 với tốc độ tăng trưởng kép CAGR là 1.7%/năm trong giai đoạn 2020-2024F.
- Sữa chua:** Sữa chua là ngành hàng có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong thị trường sữa và các sản phẩm từ sữa do nhận thức của người tiêu dùng về sử dụng các sản phẩm tăng hệ miễn dịch gia tăng. Vinamilk hiện cũng đang đứng đầu thị trường về ngành hàng này, với thị phần trên 66%. Theo Euromonitor, ngành hàng sữa chua sẽ có tốc độ tăng trưởng kép CAGR đạt 12%/năm trong giai đoạn 2020-2024F, cao hơn mức 10.5% của giai đoạn trước đó.

2. Vùng nguyên liệu rộng lớn & hệ thống 13 Nhà máy sản xuất sữa hiện đại:

Phát triển đàn bò, hướng tới tự chủ nguồn nguyên liệu sữa tươi trong nước

- Hiện tại, Vinamilk đang điều hành, quản lý 04 công ty về bò sữa, sở hữu 14 trang trại bò sữa và tổng đàn khai thác hơn 160 nghìn con. Ngoài ra, công ty Lao-Jagro (85.54% VĐL) đang xây dựng tổ hợp trang trại đầu tiên của giai đoạn 1 với tổng quy mô 24 nghìn con dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2023.
- Hành trình xây dựng vùng nguyên liệu sữa bắt đầu từ những năm 1990 đến nay. Ban đầu số hộ nông dân cung cấp sữa tươi nguyên liệu cho Vinamilk khoảng 30 hộ, sản lượng trung bình là 600 kg sữa/ngày. Hiện tại, Vinamilk đang quản lý 83 Trạm trung chuyển Sữa tươi nguyên liệu trên phạm vi cả nước, với tổng đàn bò trong đàn hơn 100.000 con, mỗi ngày cung cấp trên 600 tấn sữa tươi nguyên liệu.



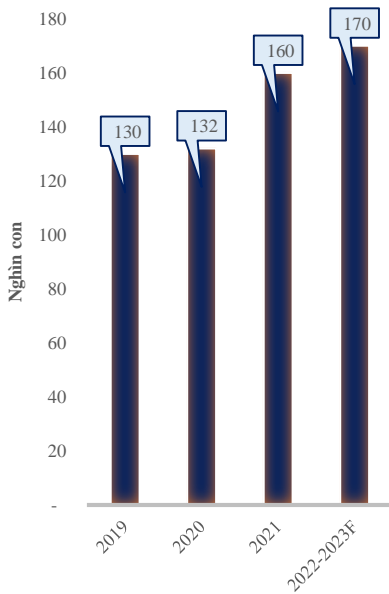
- Hệ thống 14 trang trại liên tục mở rộng, được đầu tư, áp dụng các công nghệ 4.0 trong chăn nuôi, quản lý và đạt các chuẩn quốc tế như Global G.A.P, Organic châu Âu. Đàn bò sữa do Vinamilk quản lý, khai thác hiện có thể cho sản lượng hơn 1 triệu lít sữa nguyên liệu một ngày.

Trang trại bò sữa của Vinamilk



Nguồn: CSI tổng hợp

QUY MÔ ĐÀN BÒ SỮA CỦA VINAMILK



■ Quy mô đàn bò sữa của Vinamilk (nghìn con)

Nguồn: BCTN của VNM, CSI tổng hợp

- Năm 2021, Vinamilk cho ra đời hệ thống trang trại sinh thái Green Farm bao gồm 03 Trang trại bò sữa: Thống Nhất Thanh Hóa, Quảng Ngãi và Tây Ninh, đây là mô hình trang trại được phát triển trên cơ sở các trang trại đã đạt tiêu chuẩn Global G.A.P. Hệ thống trang trại sinh thái Vinamilk Green Farm cung cấp nguồn sữa tươi nguyên liệu cho dòng sản phẩm Vinamilk Green Farm, thuộc phân khúc cao cấp mới ra mắt, được coi là yếu tố đột phá mới, góp phần giúp Vinamilk củng cố vị thế dẫn đầu ngành sữa nước.

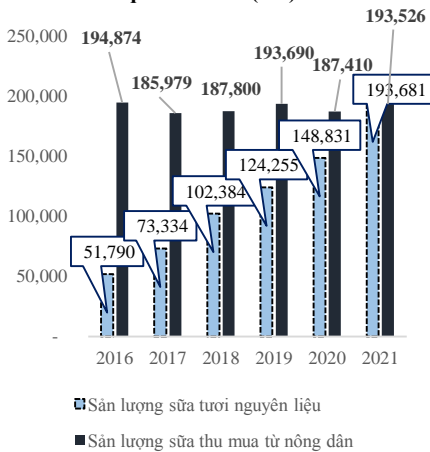
Hệ thống trang trại sinh thái Green Farm của Vinamilk



Nguồn: CSI tổng hợp

- Với các dự án đang phát triển cộng với việc nhập khẩu bò sữa, dự kiến đến 2022-2023, tổng đàn bò sữa do Vinamilk quản lý và khai thác ước đạt khoảng 170.000 con.

Sản lượng sữa sản xuất của VNM qua các năm (tấn)

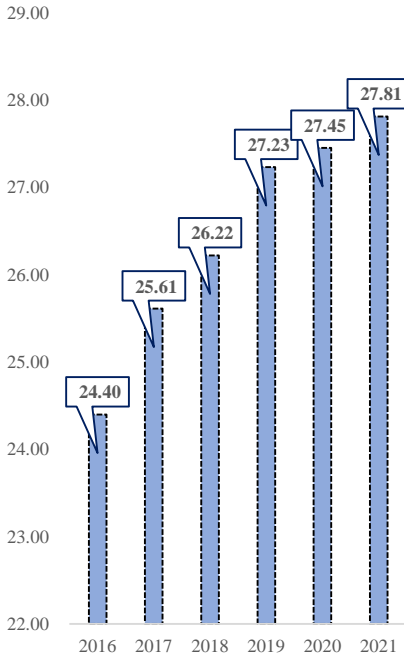


Hệ thống trang trại bò sữa của Vinamilk đến 31/12/2021



Nguồn: BCTN 2021 VNM, CSI tổng hợp

Sản lượng sữa sản xuất của VNM (kg/bò/ngày)



Nguồn: VNM, CSI tổng hợp

Trang trại Green Farm tại Quảng Ngãi



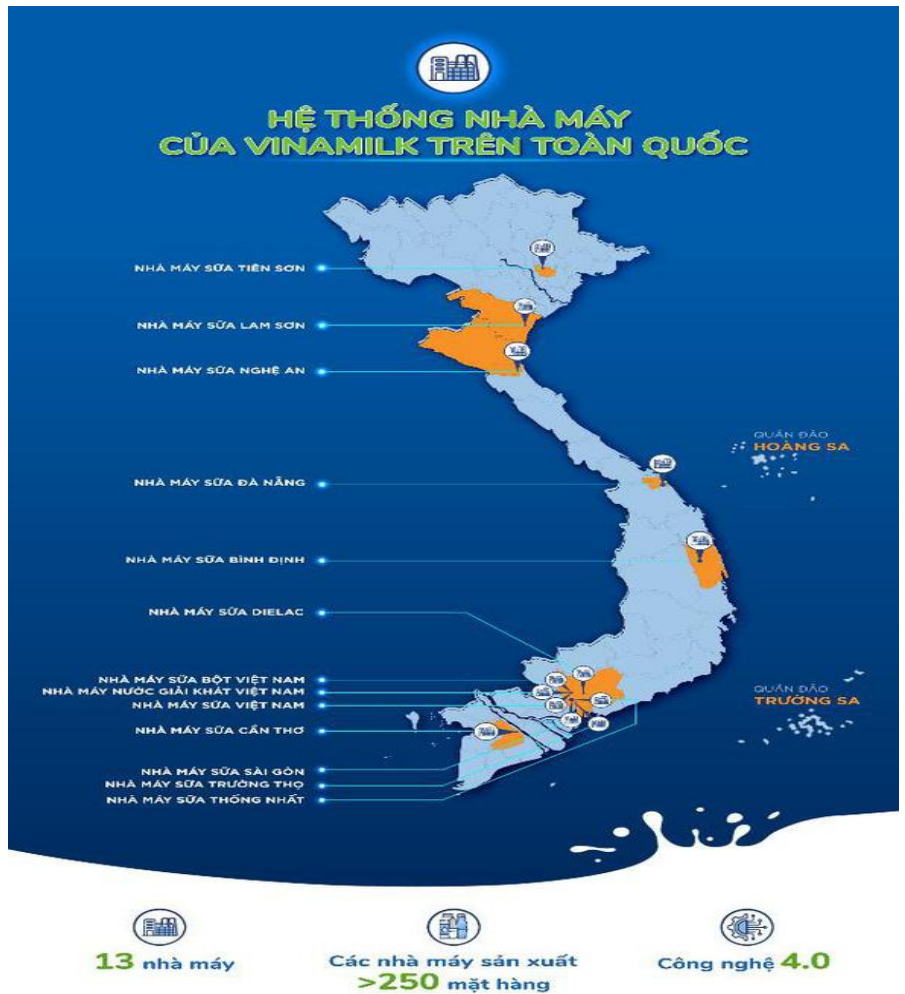
Nguồn: BCTN 2021 VNM, CSI tổng hợp



Hệ thống Nhà máy sản xuất sữa hiện đại

- Vinamilk hiện vận hành 13 Nhà máy sản xuất sữa, trong đó Nhà máy sữa Việt Nam và Nhà máy sữa bột Việt Nam thuộc hàng "siêu nhà máy". Cả hai cơ sở này đều được Vinamilk đưa vào vận hành năm 2013, tạo nên sự đột phá cho công ty trong giai đoạn phát triển sau đó.

Hệ thống Nhà máy sản xuất sữa của Vinamilk trên toàn quốc



Nguồn: CSI tổng hợp

- Nhà máy sữa Việt Nam** có công nghệ tự động với công suất 800 triệu lít mỗi năm (khoảng 2.2 triệu lít mỗi ngày) với tổng vốn đầu tư là hơn 4,100 tỷ đồng. Trong tương lai gần, Vinamilk sẽ nâng công suất thiết kế của Nhà máy sữa Việt Nam đạt hơn 1 tỷ lít sữa mỗi năm.

Nhà máy sữa Việt Nam của Vinamilk tại Bình Dương



Nguồn: CSI tổng hợp



- **Nhà máy sữa bột Việt Nam của Vinamilk** thường được biết đến với 2 tháp sấy cao tương đương tòa nhà 5 tầng, công suất thiết kế hơn 160 tấn mỗi ngày, có thể cung cấp sản lượng đáp ứng cho nhu cầu của gần 1 triệu trẻ em mỗi năm. Nhờ hệ thống rót lon tự động của Anh, cứ mỗi giờ, có gần 23,000 sản phẩm đến tay người tiêu dùng.

Nhà máy sữa bột Việt Nam của Vinamilk



Nguồn: CSI tổng hợp



- Cùng với 2 siêu nhà máy sản xuất 2 mặt hàng chủ lực là sữa nước và sữa bột, 11 nhà máy còn lại của Vinamilk đều được trang bị các dây chuyền hiện đại để sản xuất đa dạng các dòng sản phẩm như sữa chua ăn, sữa chua uống, kem, nước ép trái cây, sữa đặc... phục vụ thị trường khu vực. Ngoài công suất, sản lượng, các nhà máy này còn ứng dụng công nghệ 4.0, đáp ứng các tiêu chuẩn ISO 9001, FSSC 22000, ISO 17025 hay chứng nhận quốc tế như Halal, Organic châu Âu, FDA (Mỹ), tiêu chuẩn của Trung Quốc... phục vụ thị trường nội địa và mở rộng kinh doanh quốc tế.
- Nhờ hệ thống Nhà máy hiện đại, năng lực sản xuất các dòng sản phẩm chủ lực của Vinamilk đã tăng 60-80% so với thời điểm năm 2016.



Nguồn: BCTN 2021 VNM, CSI tổng hợp

Đầu tư mở rộng hoạt động kinh doanh, hướng tới mục tiêu lọt TOP 30 Công ty sữa hàng đầu thế giới

Nhằm hướng tới mục tiêu lọt vào TOP 30 Công ty sữa hàng đầu thế giới, Vinamilk đã đưa kế hoạch chiến lược 5 năm giai đoạn 2022-2026 với doanh thu đạt 86,000 tỷ đồng vào năm 2026. Để thực hiện kế hoạch chiến lược vạch ra, ngay từ năm bản lề này, Vinamilk đã triển khai hàng loạt dự án lớn:

- **Dự án Nhà máy sữa Hưng Yên:** Vinamilk hợp tác cùng Tổng Công ty chăn nuôi Việt Nam - CTCP ("Vilico"), một công ty thành viên trong tập đoàn, để đầu tư và xây dựng Nhà máy chế biến sữa và các sản phẩm từ sữa tại Huyện Mỹ Hào, Tỉnh Hưng Yên. Đây sẽ là siêu nhà máy sữa lớn nhất của Vinamilk ở khu vực phía Bắc. Dự án nhà máy sữa tại Hưng Yên có tổng mức đầu tư dự kiến là 4,600 tỷ (gần 200 triệu USD), trên diện tích gần 25ha, tổng công suất thiết kế ước đạt khoảng 400 triệu lít/năm được xây dựng dự kiến theo 2 giai đoạn.
- **Dự án chăn nuôi và chế biến thịt bò tại Vĩnh Phúc:** Vinamilk và Vilico hợp tác với Tập đoàn Sojitz Nhật Bản đầu tư cơ sở chăn nuôi–chế biến–phân phối sản phẩm thịt bò tại Việt Nam, cung cấp cho thị trường toàn quốc và xuất khẩu. Quy mô hợp tác các giai đoạn dự kiến lên đến 500 triệu USD, tương đương 11,500 tỷ đồng. Giai đoạn 1 của dự án có vốn đầu tư 2,895 tỷ đồng dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2023 có quy mô công suất khoảng 30,000 bò thịt/năm, với cơ sở chế biến khép kín, công nghệ hiện đại.
- **Dự án Tổ hợp Thiên đường sữa Mộc Châu:** Vinamilk cùng Mộc Châu Milk triển khai tổ hợp dự án gồm: Trang trại bò sữa công nghệ cao kết hợp du lịch sinh thái, Nhà máy chế biến sữa công nghệ cao tại Mộc Châu, Sơn La, đã khởi công trong tháng 6/2022.
 - ✓ **Trang trại sinh thái, bò sữa công nghệ cao Mộc Châu:** có diện tích quy hoạch là 150 ha, tổng vốn đầu tư dự kiến 1,000 tỷ đồng (quy mô đàn bò 4,000 con bò sữa với vốn đầu tư 700 tỷ đồng & Khu du lịch, cảnh quan sinh thái đồng cỏ có vốn đầu tư 300 tỷ đồng).





Phối cảnh Nhà máy sữa tại Hưng Yên



- ✓ **Nhà máy chế biến sữa công nghệ cao Mộc Châu**, có diện tích 26 ha, tổng mức đầu tư 2 giai đoạn của nhà máy này là 2,000 tỷ đồng, với công suất thiết kế ước đạt gần 500 tấn sữa/ngày (giai đoạn 1 và có thể nâng lên 1,000 tấn sữa/ngày trong giai đoạn 2).
- **Dự án Tổ hợp Trang trại bò sữa Lao – Jagro**: Quy mô giai đoạn 1 với 24,000 con, dự kiến sẽ đi vào hoạt động năm 2023.

3. Hệ thống phân phối mạnh và đa dạng, bao phủ khắp 63 tỉnh thành:

Đến hết năm 2021, Vinamilk có 200 nhà phân phối, 250 điểm bán lẻ, 600 cửa hàng Giác Mơ Sữa Việt, 13 đối tác thương mại điện tử. Kênh phân phối hiện đại tiếp tục là động lực tăng trưởng chính.

- **Kênh truyền thống** tiếp tục là kênh phân phối chính của Vinamilk với gần 200 nhà phân phối độc quyền, dù chịu nhiều ảnh hưởng do dịch Covid nhưng hoạt động kinh doanh đang dần cải thiện.
- **Kênh hiện đại** tiếp tục là động lực tăng trưởng chính với mức tăng trưởng hai chữ số. Bên cạnh việc các đối tác phân phối đẩy mạnh mở rộng điểm bán thì chuỗi Giác mơ sữa Việt của Vinamilk đã mở mới hơn 120 cửa hàng trong năm 2021 và đưa tổng số cửa hàng tại thời điểm 31/12/2021 lên gần 600. Chuỗi GMSV giúp Vinamilk tăng tính chủ động trong kênh hiện đại.
- **Kênh trực tuyến** ghi nhận doanh thu tăng hơn 3 lần so với cùng kỳ, cho thấy xu hướng mua sắm thay đổi và quyết định đúng, kịp thời của Vinamilk khi đầu tư vào kênh này trong các năm qua. Trong thời gian tới Vinamilk tiếp tục nâng cấp hạ tầng kỹ thuật để tích hợp dữ liệu đa nền tảng, qua đó khai thác kênh trực tuyến sâu và hiệu quả hơn.



Ngành sữa bão hòa sau giai đoạn tăng trưởng mạnh, doanh thu Vinamilk có dấu hiệu chững lại

- Ngành sữa sau giai đoạn tăng trưởng mạnh, vài năm trở lại đây đã có dấu hiệu bão hòa. Tăng trưởng của Doanh nghiệp đứng đầu ngành sữa là Vinamilk cũng có dấu hiệu chững lại trong giai đoạn 2016-2021. Trong cả giai đoạn 2012-2021, doanh thu của Vinamilk có tốc độ tăng trưởng kép CAGR bình quân 9.79%/năm trong khi Lợi nhuận sau thuế có CAGR là 7.47%/năm.
- Năm 2021, doanh thu thuần của Vinamilk đạt trên 60.919 tỷ đồng (lần đầu vượt mốc 60,000 tỷ đồng), tăng 2.15% yoy năm trước. Trong đó, doanh thu nội địa đạt 51,202 tỷ đồng (tăng 0.7% yoy), chiếm 84.05% cơ cấu tổng doanh thu; doanh thu xuất khẩu đạt 9,717 tỷ đồng, tăng 10.5% yoy. Thị trường xuất khẩu thường chiếm 15-16% cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp hàng năm của Vinamilk. Các thị trường xuất khẩu chính vẫn là I rắc, Campuchia, Philippines, Trung Quốc...
- Năm 2022, Vinamilk đặt kế hoạch tổng doanh thu 64,070 tỷ đồng, tăng 5% yoy. Lợi nhuận trước và sau thuế giảm lần lượt 7.1% và 8.1% so với thực hiện năm trước, tương ứng đạt 12,000 tỷ đồng và 9,770 tỷ đồng.
- Trong 6 tháng đầu năm 2021, doanh thu thuần của Vinamilk đạt 28,808 tỷ đồng, giảm nhẹ 0.34% yoy, trong khi LNST là 4,385.6 tỷ đồng, giảm 19.7% yoy. Lũy kế H1/2022, Vinamilk mới hoàn thành 45% kế hoạch doanh thu, lợi nhuận năm 2022.
- Vinamilk đặt kế hoạch đạt 86,000 tỷ đồng doanh thu vào năm 2026, chiếm 63% tổng doanh số ngành sữa.

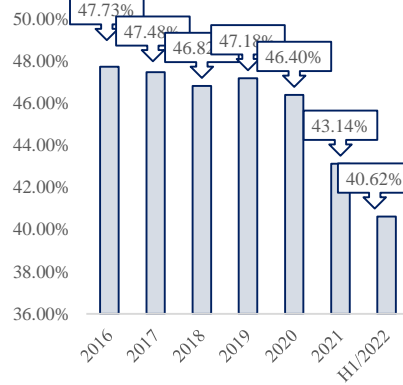
Giá nguyên liệu đầu vào tăng cao làm suy giảm biên lợi nhuận gộp của Vinamilk

- Giá nguyên vật liệu, giá thức ăn chăn nuôi và cước phí vận chuyển... tăng cao do đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu và nhu cầu tích trữ hàng hóa tăng mạnh tại một số quốc gia.

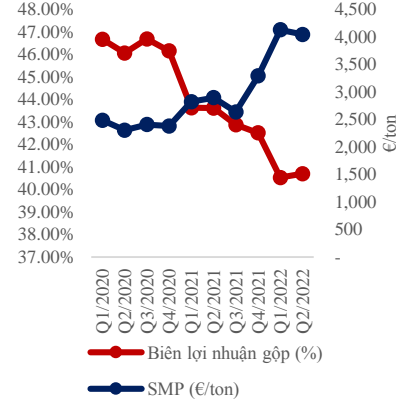


- Như chúng tôi đã phân tích ở các phần trên, giá sữa nguyên liệu Quý 2/2022 đã tăng mạnh 59% yoy.
- Giá nguyên liệu đầu vào tăng đã làm suy giảm biên lợi nhuận gộp cũng như khả năng sinh lời của Vinamilk. Biên lợi nhuận gộp của Vinamilk có xu hướng giảm từ 47.73% (2016) xuống còn 40.62% (H1/2022).

Biên lợi nhuận gộp của Vinamilk 2016-H1/2022 (%)



Mối tương quan giữa giá sữa bột gây (SMP) vs biên lợi nhuận gộp của Vinamilk theo quý



Nguồn: Fiinpro & clal, CSI tổng hợp



Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào, đòn bẩy tài chính thấp & cổ tức tiền mặt đều đặn

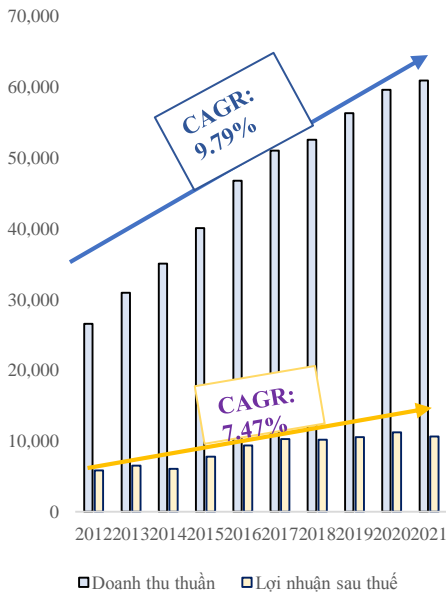
Vinamilk có lượng tiền khá dồi dào

Tại thời điểm 30/6/2022, Vinamilk có tổng tài sản là 53,842 tỷ đồng, trong đó 4,507 tỷ đồng là tiền và các khoản tương đương tiền (chiếm 8.37% cơ cấu tổng tài sản) & gần 18,976 tỷ đồng đầu tư tài chính đến ngày đáo hạn (đây là các khoản tiền gửi có kỳ hạn tại ngân hàng, chiếm tỷ trọng 35.24% cơ cấu tổng tài sản). Tổng hai khoản trên chiếm 43.61% cơ cấu tổng tài sản. Lượng tiền dồi dào như vậy có thể giúp Vinamilk chủ động trong hoạt động kinh doanh.

Đòn bẩy tài chính thấp

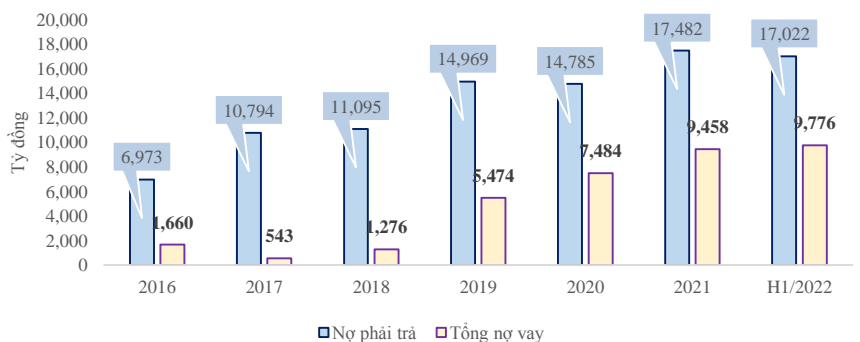
- Tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản của Vinamilk thường duy trì ở mức thấp (dưới 34%). Tại thời điểm 30/6/2022, nợ phải trả của Vinamilk là gần 17,022 tỷ đồng, chiếm 31.61% cơ cấu nguồn vốn. Trong đó, nợ vay ngắn và dài hạn lần lượt là 9,701 & 74 tỷ đồng, tổng nợ vay là 9,776 tỷ đồng, chiếm 18.16% cơ cấu tổng nguồn vốn. Trong vài năm trở lại đây (từ năm 2018), nợ vay của Vinamilk có xu hướng tăng lên nhằm đáp ứng nhu cầu vốn cho mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như thu tóm M&A các doanh nghiệp trong ngành.
- Bên cạnh đó, tỷ lệ Tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn tại 30/6/2022 của Vinamilk là 2.22 lần, mức tương đối cao.
- Nhìn chung, cơ cấu nguồn vốn của Vinamilk khá an toàn. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý các khoản nợ vay của Vinamilk chủ yếu bằng đồng USD nên sẽ chịu ảnh hưởng của biến động tỷ giá.

Doanh thu và lợi nhuận ròng của VNM 2012-2021



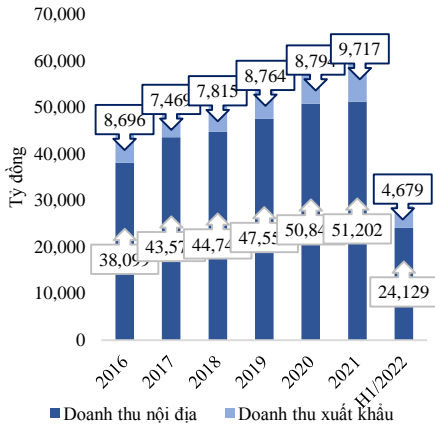
Nguồn: Fiinpro & BCTC Vinamilk, CSI tổng hợp

Quy mô nợ vay & nợ phải trả của Vinamilk 2016-H1/2022



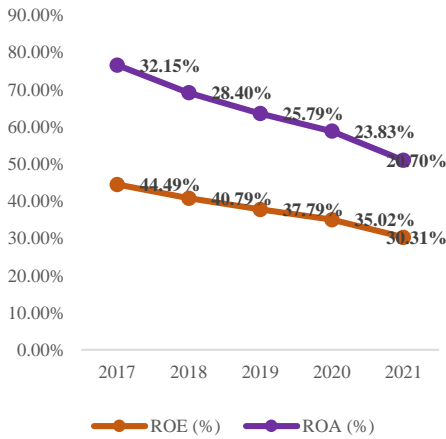
Nguồn: Fiinpro, CSI tổng hợp

Cơ cấu doanh thu thuần của VNM 2016-H1/2022 theo thị trường

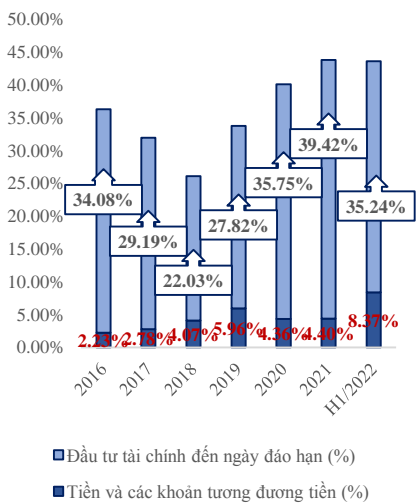


Nguồn: Fiiipro & BCTC Vinamilk, CSI tổng hợp

Khả năng sinh lời của Vinamilk 2017-2021



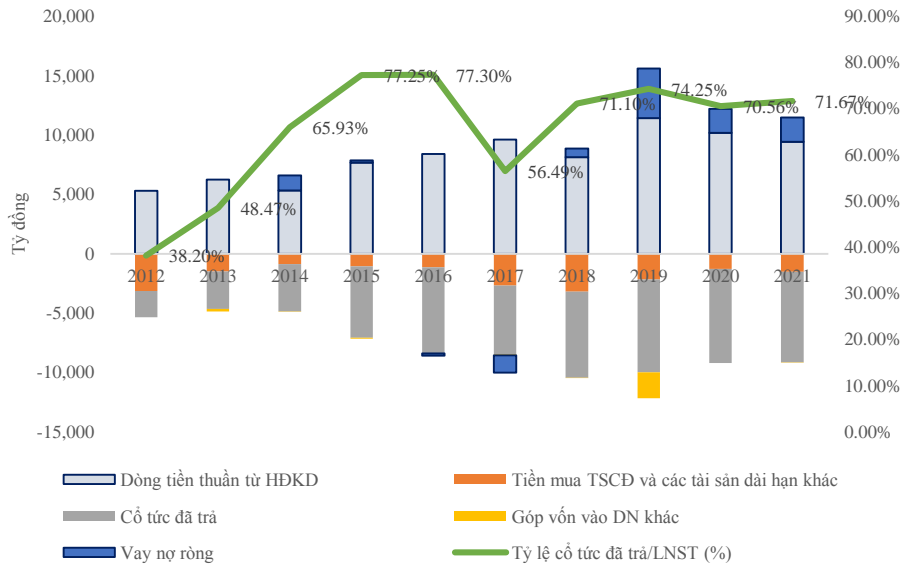
Lượng tiền/TTS của Vinamilk 2016-2021



Chi trả cổ tức bằng tiền khá đều đặn và ổn định

- Vinamilk là Doanh nghiệp có tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao và ổn định.
- Trong giai đoạn 2011-2013, tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền thực chi/LNST ở mức thấp do giai đoạn này Vinamilk tập trung xây dựng các Nhà máy sữa (Nhà máy sữa tại Bình Dương & Nhà máy sữa bột), Trang trại Bò sữa Tây Ninh, đầu tư vào Nhà máy sữa Driftwood tại Mỹ.
- Trong giai đoạn 2014-2016, Vinamilk chỉ tập trung phát triển vùng nguyên liệu nên giai đoạn này tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền ở mức cao.
- Trong giai đoạn 2017 đến nay, Vinamilk mở rộng hoạt động kinh doanh thông qua hoạt động góp vốn và thu tóm các DN trong ngành như CTCP Đường Việt Nam, CTCP Chế biến Dừa Á Châu, Vilico (gián tiếp sở hữu MCM), CTCP Lào-Jargo. Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong giai đoạn này vẫn tương đối cao và ổn định (tỷ lệ thực trả trên 70%/năm).

Dòng tiền và tỷ lệ chi trả cổ tức của Vinamilk 2012-2021



Nguồn: Fiiipro, CSI tổng hợp

Định giá

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu VNM dựa theo 2 phương pháp:

- Phương pháp so sánh P/E
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Các giả định:

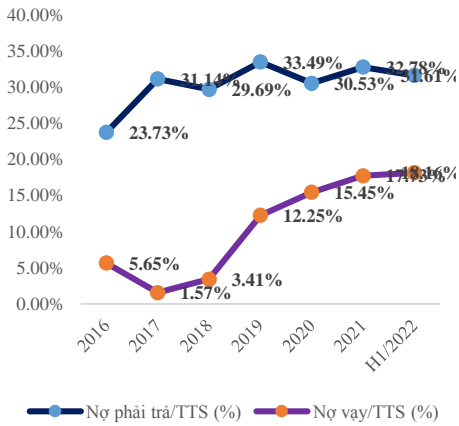
Doanh thu:

- Năm 2022, VNM đặt kế hoạch doanh thu là 64,007 tỷ đồng (+5.17% yoy). Tuy nhiên, H1/2022 Công ty mới chỉ hoàn thành 45% kế hoạch. Chúng tôi giả định năm 2022, Công ty chỉ hoàn thành 95% kế hoạch doanh thu (tương đương giảm 0.18% yoy).
- Từ năm 2023-2027: chúng tôi giả định tăng trưởng doanh thu của VNM có thể đạt 8%/năm do các Dự án mới của VNM đi vào vận hành và năng suất sản xuất được nâng lên & VNM có nhiều sản phẩm mới hướng tới thị hiếu người tiêu dùng. Đồng thời, nhu cầu tiêu dùng gia tăng do sự phục hồi sau đại dịch, thu nhập và mức sống người dân gia tăng, ý thức sử dụng các sản phẩm dinh dưỡng tăng hệ miễn dịch của người dân được nâng lên.
- Từ năm 2028 trở đi: chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng doanh thu của VNM ổn định ở mức 3%/năm.

Giá vốn hàng bán:

- Tỷ lệ GVHB/DTT của VNM năm 2021 là 56.86%, và trong H1/2022 là 59.38%, trong đó chi phí nguyên vật liệu chiếm tới 60% (chi phí nguyên vật liệu đã tăng 7.86% trong H1/2022 yoy).

Tỷ trọng nợ vay & nợ phải trả trên Tổng tài sản của Vinamilk 2016-H1/2022



Nguồn: Fiinpro, CSI tổng hợp

- Chúng tôi cho rằng giá nguyên liệu sữa đã tạo đỉnh vào Q2/2022 và có dấu hiệu hạ nhiệt trong nửa sau của năm 2022. Chúng tôi giả định giá nguyên vật liệu bình quân năm 2022 tăng 5% yoy. Và điều này sẽ làm tăng giá vốn 3% (tỷ lệ GVHB/DTT năm 2022 dự kiến sẽ đạt 59.86%).
- Năm 2023: chúng tôi giả định giá nguyên liệu sữa tiếp tục giảm 7%, điều này sẽ làm giảm GVHB của VNM khoảng 3.6% (tương đương GVHB/DTT năm 2023 dự kiến đạt 56.26%).
- Từ năm 2024-2027: do VNM có thể chủ động hơn về nguồn nguyên liệu nên chúng tôi giả định giá nguyên liệu giảm 2%/năm, tương đương GVHB giảm 1.2%/năm.

Chi phí bán hàng & chi phí QLDN:

- Chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí bán hàng/DTT năm 2022 bằng năm 2021 (21.26%). Từ năm 2023, tỷ lệ này sẽ tăng 1%/năm do mức độ cạnh tranh trong ngành ngày càng tăng và VNM sẽ phải tăng chi phí marketing cũng như tăng chiết khấu thương mại và hoa hồng bán hàng.
- Chi phí QLDN/DTT giả định bằng tỷ lệ năm 2021.

Vốn đầu tư cố định & khấu hao:

- Trong thời gian tới (2022-2027), VNM sẽ đầu tư Nhà máy sữa ở Hưng Yên với tổng vốn đầu tư 4,600 tỷ đồng & Dự án Nhà máy sữa công nghệ cao tại Mộc Châu với tổng vốn đầu tư là 2,000 tỷ đồng.
- Dự án Trang trại bò sữa tại Mộc Châu với vốn đầu tư là 1,000 tỷ đồng & Dự án Chế biến thịt bò giai đoạn 1 mà Vinamilk và Vilico hợp tác với Tập đoàn Sojitz Nhật Bản với vốn đầu tư là 2,895 tỷ đồng.

Vốn lưu động:

Đầu tư VLĐ trong giai đoạn 2019-2021 của VNM là trên 2,075 tỷ đồng, doanh thu giai đoạn này tăng 4,601 tỷ đồng. Tỷ lệ VLĐ tăng/DTT là 0.45 lần.

Giả định khác:

- Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ.
- Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 18%/năm.
- Tỷ lệ lãi vay: hiện tại các khoản vay của VNM của yếu là bằng đồng USD (chủ yếu nợ ngắn hạn). Chúng tôi giả định lãi suất vay bằng lãi suất cho vay đồng USD ngắn hạn là 4%/năm, cộng với tỷ lệ trượt giá là 3%/năm.
- Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm, ngày đầu thầu 08/2022 là 2.5%. Mức sinh lời của thị trường kỳ vọng dự kiến là 13%. Beta điều chỉnh là 0.74 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 10.18%.

Dự phóng lợi nhuận:

ITEMS (Triệu đồng)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Doanh thu thuần	60,919,165	60,806,650	65,671,182	70,924,877	76,598,867	82,726,776	89,344,918	92,025,266
Tăng trưởng DTT (%)		-0.18%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	3.00%
Giá vốn hàng bán	(34,640,863)	(36,401,083)	(36,949,007)	(39,053,829)	(41,258,949)	(43,566,943)	(45,980,160)	(45,806,181)
% GVHB/DT	-56.86%	-59.86%	-56.26%	-55.06%	-53.86%	-52.66%	-51.46%	-49.78%
Lãi gộp	26,278,301	24,405,567	28,722,175	31,871,048	35,339,918	39,159,833	43,364,758	46,219,084
Biên lãi gộp (%)	43.14%	40.14%	43.74%	44.94%	46.14%	47.34%	48.54%	50.22%
Chi phí lãi vay	(88,799)	(98,021)	(118,655)	(121,309)	(115,232)	(122,369)	(128,943)	(125,622)
Chi phí bán hàng	(12,950,670)	(12,926,751)	(13,304,179)	(13,659,265)	(13,986,018)	(14,277,631)	(14,526,392)	(14,041,932)
% CFBH/DTT	-21.26%	-21.26%	-20.26%	-19.26%	-18.26%	-17.26%	-16.26%	-15.26%
Chi phí quản lý DN	(1,567,312)	(1,564,418)	(1,689,571)	(1,824,737)	(1,970,716)	(2,128,373)	(2,298,643)	(2,367,602)
% CF QLDN/DT	-2.57%	-2.57%	-2.57%	-2.57%	-2.57%	-2.57%	-2.57%	-2.57%
Lãi/Lỗ từ hoạt động kinh doanh	12,772,664	10,621,817	14,168,287	16,640,858	19,522,368	22,785,370	26,484,861	29,706,069
EBT	12,922,235	10,708,550	14,238,250	16,730,084	19,641,314	22,883,884	26,586,556	29,811,227
Thuế TNDN	2,320,982	1,927,539	2,562,885	3,011,415	3,535,436	4,119,099	4,785,580	5,366,021
Lợi nhuận ròng	10,632,536	8,781,011	11,675,365	13,718,669	16,105,877	18,764,785	21,800,976	24,445,206
Lợi ích của cổ đông thiểu số	100,059	47,003	69,394	95,378	84,195	79,912	88,797	89,682
Lãi/Lỗ thuần của cổ đông công ty mẹ	10,532,477	8,734,008	11,605,972	13,623,291	16,021,682	18,684,873	21,712,179	24,355,524

Nguồn: CSI dự phóng

Phương pháp so sánh P/E:

Công ty	Mã Bloomberg	P/E fw (lần)
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH	24
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK	20
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH	22.1
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	18.8
Trung bình		21.23

Nguồn: Bloomberg, CSI tổng hợp

P/E được lấy dựa trên trung bình của các Công ty cùng ngành trong khu vực là 21.23 lần.

LNST năm 2022F dự phóng là 8,734 tỷ đồng. EPS forward là 4,179 đ/cp.

Theo đó, giá cổ phiếu VNM được xác định theo phương pháp P/E là 88,721 đ/cp.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE:

Chi phí vốn vay	7.0%
Chi phí VCSH	10.27%
WACC	10.18%
Tăng trưởng dài hạn	3.0%

Giá theo phương pháp FCFE là 93,231 đ/cps.

Bảng tính FCFE (triệu đồng)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Lợi nhuận ròng	8,734,008	11,605,972	13,623,291	16,021,682	18,684,873	21,712,179
+ Khấu hao TS	2,257,904	2,394,470	2,531,037	2,667,603	2,804,169	2,940,735
+ Lãi vay sau thuế	98,021	118,655	121,309	115,232	122,369	128,943
- Đầu tư VLD	50,751	(2,194,208)	(2,369,745)	(2,559,325)	(2,764,071)	(2,985,196)
- Đầu tư vốn cố định	(3,760,132)	(3,896,698)	(4,033,265)	(4,169,831)	(4,306,397)	(4,442,963)
FCFE	7,380,552	8,028,190	9,872,627	12,075,361	14,540,943	17,353,697
Giá trị năm cuối mô hình						248,901,970
Hệ số chiết khấu dòng tiền	1.10	1.21	1.21	1.34	1.47	1.62
Giá trị hiện tại của Dòng tiền tự do	6,698,555	6,613,055	8,132,372	9,027,695	9,866,465	10,686,937
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình						153,281,443
Giá trị của DN	204,306,522					
Tổng giá trị nợ vay	9,457,990					
Tổng giá trị cổ phiếu	194,848,532					
SLCPDLH (triệu cổ phiếu)	2,090					
Giá trị 1 cổ phiếu VNM (đ/cp)	93,231					

Nguồn: CSI dự phóng

Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- FCFE	93,231	50%
- P/E	88,721	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)	90,976	

Phụ lục

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2017	2018	2019	2020	2021	TTM Q2/2022
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu							
Số CP Lưu hành	Triệu CP	1,451.45	1,741.69	1,741.69	2,089.96	2,089.96	2,089.96
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	Triệu CP	1,451.45	1,741.69	1,741.69	2,089.96	2,089.96	2,089.35
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	16,105.00	14,802.00	15,792.00	14,975.00	15,830.00	16,333.00
Doanh số/CP	VNĐ	35,165.00	30,179.00	32,335.00	28,535.00	29,149.00	29,102.00
Giá trị sổ sách hữu hình/một cổ phiếu	VNĐ	16,228.00	14,902.00	16,410.00	15,556.00	16,634.00	17,108.00
Giá trị dòng tiền tạo ra/một cổ phiếu (CF)	VNĐ	6,615.00	4,674.00	6,551.00	4,871.00	4,513.00	3,982.00
EPS cơ bản	VNĐ	7,093.00	5,294.00	5,477.00	5,311.00	5,040.00	4,533.00
Hệ số beta		0.00	0.00	0.00	0.00	0.53	0.05
Tiềm lực tài chính							
Tỷ suất thanh toán tiền mặt		0.14	0.18	0.18	0.15	0.14	0.27
Tỷ suất thanh toán nhanh		0.59	0.62	0.50	0.51	0.48	1.79
Tỷ suất thanh toán hiện thời		1.99	1.93	1.71	2.09	2.12	2.22
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH		0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản		0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
Vốn vay ngắn dài hạn/Vốn CSH		0.02	0.05	0.18	0.22	0.26	0.27
Vốn vay ngắn dài hạn/Tổng Tài sản		0.02	0.03	0.12	0.15	0.18	0.18
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH		0.43	0.40	0.49	0.42	0.48	0.45
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản		0.29	0.28	0.32	0.29	0.32	0.31
Tổng công nợ/Vốn CSH		0.45	0.42	0.50	0.44	0.49	0.46
Tổng công nợ/Tổng Tài sản		0.31	0.30	0.33	0.31	0.33	0.32
Tài chính hiện nay							
EBIT	Tỷ VNĐ	11,430.00	11,212.17	12,182.46	12,262.98	11,760.32	10,682.55
EBITDA	Tỷ VNĐ	12,729.88	12,838.80	14,130.53	14,471.84	13,881.66	12,813.49
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	47.48%	46.82%	47.18%	46.40%	43.14%	41.71%
Tỷ suất EBITDA	%	24.94%	24.43%	25.09%	24.27%	22.79%	21.07%
Tỷ suất EBIT	%	22.39%	21.33%	21.63%	20.56%	19.30%	17.56%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	%	23.96%	22.93%	22.72%	22.67%	21.21%	19.10%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	%	23.95%	22.60%	22.72%	22.70%	20.89%	18.94%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	20.14%	19.42%	18.74%	18.84%	17.45%	15.72%
Hệ số quay vòng tài sản		1.59	1.46	1.37	1.28	1.20	1.15
Hệ số quay vòng vốn CSH		2.21	2.10	2.01	1.88	1.75	1.72
M-Score		-1.77	-2.31	-2.52	-2.23	-2.37	-2.50
Z-Score		19.97	14.29	10.81	11.87	8.69	7.76
Hiệu quả quản lý							
ROE%	%	44.49%	40.79%	37.79%	35.02%	30.31%	26.77%
ROCE%	%	48.24%	43.80%	42.76%	38.04%	33.37%	29.85%
ROA%	%	32.15%	28.40%	25.79%	23.83%	20.70%	17.85%
ROIC%	%	46.81%	40.70%	34.60%	29.81%	25.96%	1.89%
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng		17.40	14.82	16.27	15.60	14.26	13.50
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	21.00	25.00	22.00	23.00	26.00	27.00
Hệ số quay vòng HTK		6.25	5.84	5.65	6.43	5.88	5.06
Thời gian trung bình xử lý HTK	Ngày	58.00	63.00	65.00	57.00	62.00	72.00
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp		8.21	7.03	7.79	9.34	9.35	8.96
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	Ngày	44.00	52.00	47.00	39.00	39.00	41.00
Doanh số tính trên đầu người	Triệu VNĐ	5,244.66	5,400.94	5,786.90	6,127.86	6,259.68	6,249.61
Lợi nhuận thuần tính trên đầu người	Triệu VNĐ	1,056.12	1,048.67	1,084.50	1,154.51	1,092.53	982.21
Cổ tức							
Tỷ suất cổ tức	%	6.96%	6.27%	6.27%	5.71%	5.36%	5.36%
Hệ số thanh toán cổ tức		0.70	0.85	0.82	0.77	0.76	0.33
Định giá							

Vốn hóa thị trường	Tỷ VNĐ	104,214.36	125,053.18	125,053.18	150,058.80	150,058.80	150,058.80
Giá trị doanh nghiệp (EV)	Tỷ VNĐ	103,794.07	124,806.42	127,862.44	155,431.48	157,168.24	158,011.55
P/E		10.12	13.56	13.11	13.52	14.25	15.84
P/E pha loãng		10.12	12.23	11.82	13.52	14.25	15.84
P/B		4.46	4.85	4.55	4.79	4.54	4.40
P/S		2.04	2.38	2.22	2.52	2.46	2.47
P/Tangible Book		4.42	4.82	4.38	4.62	4.32	4.20
P/Cash Flow		10.85	15.36	10.96	14.74	15.91	18.03
Giá trị doanh nghiệp/Doanh số		2.03	2.37	2.27	2.61	2.58	2.60
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA		8.15	9.72	9.05	10.74	11.32	12.33
Giá trị doanh nghiệp/EBIT		9.08	11.13	10.50	12.67	13.36	14.79
Kế hoạch kinh doanh		2022					
Doanh thu	Tỷ VNĐ	64,070.00					
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ VNĐ	12,000.00					
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ VNĐ	9,770.00					

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI:

Email: csi.research@vncsi.com - Tel: (+84) 24 3926 0099 (109)

Người thực hiện: Lê Thị Kim Huê

Email: hueltk@vncsi.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

Lê Thị Kim Huê

Phó phòng Phân tích

Email: hueltk@vncsi.com.vn

Phạm Ngọc Ánh

Chuyên viên phân tích

Email: anhpn@vncsi.com.vn

Lê Anh Tùng

Chuyên viên phân tích

Email: tungla@vncsi.com.vn

Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Lưu Chí Kháng

Trưởng phòng Phân tích

Email: khanglec@vncsi.com.vn

Nguyễn Phương Linh

Chuyên viên phân tích

Email: linhnp@vncsi.com.vn

Hoàng Thị Nguyễn

Trợ lý TTNC

Email: nguyenht@vncsi.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) / giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	$\leq -20\%$

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng,

Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo, Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước, Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào, CSI, nhân viên của CSI có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này, CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI,

TRỤ SỞ CSI

Tầng 11 Tòa Nhà Diamond Flower, số 48 Lê Văn Lương, Phường Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099 Webiste: <https://www.vncsi.com.vn>

