

## CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)

### Động lực tăng trưởng đến từ các công ty con

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY22	Q4-FY21	+/- (qoq)	Q1-FY21	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	13.878	15.834	-12,4%	13.190	5,2%
Lợi nhuận sau thuế sau lợi ích cổ đông thiểu số	2.266	2.196	3,2%	2.576	-12,1%
EBIT	2.620	2.438	7,5%	2.820	-6,5%
Tỷ suất EBIT	18,9%	15,4%	350 bps	21,2%	-230 bps

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

### KQKD Q1/2022 – Giá nguyên liệu sữa bột tăng mạnh kéo biên lợi nhuận giảm

- Doanh thu hợp nhất Q1/2022 đạt 13,9 nghìn tỷ (hay 588 tỷ USD, + 5,2% YoY), nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của các công ty con (Driftwood và CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu).
- Biên lợi nhuận gộp thu hẹp -310 bps YoY xuống 40,5% - mức thấp nhất trong 5 năm qua do giá sữa bột nguyên liệu liên tục tăng kể từ giữa năm 2020. Mặc dù tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm từ 22,4% trong Q1/2021 xuống 21,7% trong Q1/2022 do VNM tối ưu hóa các chi phí này, nhưng vẫn không thể bù đắp cho sự tăng vọt của chi phí đầu vào, dẫn đến biên LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số giảm -320 bps YoY xuống mức 16,3%.
- Trong Q1/2022, VNM hoàn thành 21,7% doanh thu và 23,5% LNST kế hoạch năm 2022.

### Triển vọng Quý 2 và cả năm 2022 – Động lực tăng trưởng đến từ các công ty con

Trong quý 2/2022, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST công ty mẹ lần lượt đạt 16,6 nghìn tỷ đồng (hay 703 tỷ USD, + 5,3% YoY, +19,3% QoQ) và 2,4 nghìn tỷ đồng (hoặc 102 tỷ USD, -14,9% YoY, +6,4% QoQ). Chúng tôi kỳ vọng doanh thu quý 2/2022 của VNM sẽ vẫn tăng trưởng khiêm tốn như trong quý 1 do giá bán bình quân tăng (+5% YTD) và mức tăng trưởng hai chữ số từ CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu (Upcom: MCM) và Driftwood. Tuy nhiên, tỷ suất LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số sẽ giảm xuống 14,6% từ 18,0% trong Q2/2021, do chi phí đầu vào và chi phí bán hàng & quản lý tăng.

Đối với cả năm, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNST công sẽ lần lượt đạt mức 65,1 nghìn tỷ đồng (hoặc 2.760 tỷ USD, + 6,0% YoY) và 10,3 nghìn tỷ đồng (hoặc 435 tỷ USD, -2,4% YoY). Doanh thu chủ yếu được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng hai chữ số của các công ty con, bao gồm CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu (độ phủ thương hiệu lớn hơn) và Driftwood (phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch). Tuy nhiên, lợi nhuận bị thu hẹp do giá đầu vào tăng cao hơn dự kiến.

### Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi cho rằng VNM không phải là một cơ hội đầu tư tốt trong 6T2022 do 1) doanh thu từ hoạt động kinh doanh cốt lõi sụt giảm; và 2) suy giảm lợi nhuận do giá đầu vào đắt đỏ. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng rằng hoạt động kinh doanh của VNM sẽ bắt đầu hồi phục kể từ quý 3/2022 nhờ đóng góp cao hơn từ các công ty con, từ đó giúp tổng doanh thu của VNM tăng trưởng khả quan.

Kết hợp FCF (50%) và so sánh bội số (PER) (50%), giá mục tiêu của chúng tôi cho VNM là **83.500 đồng**. Cộng thêm khoản cổ tức tiền mặt 3.850 đồng, tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng là **21%** so với giá đóng cửa ngày 30/6/2022. Chúng tôi cho rằng kỳ vọng tiêu cực về hiệu quả kinh doanh của Vinamilk đã phản ánh lên xu hướng giảm của cổ phiếu VNM. Dựa trên triển vọng khả quan trong năm năm tới và PER thấp hiện tại, chúng tôi khuyến nghị tốt hơn nên chờ đợi những tín hiệu tích cực về những cải thiện trong kết quả kinh doanh điều mà chúng tôi dự kiến sẽ xảy ra trong quý 3/2022, ví dụ như doanh số từ hoạt động kinh doanh cốt lõi sẽ tăng trưởng ở mức cao một con số, để **MUA** cổ phiếu này.

## MUA

**+21%**

Giá thị trường (VND)	72.200
Giá mục tiêu (VND)	83.500

Cổ tức tiền mặt (VND)\* 3.850

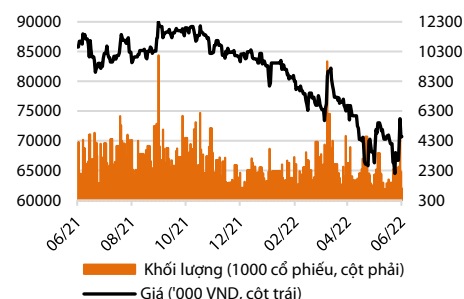
\*dự kiến nhận được trong 12 tháng tới

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng tiêu dùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	146.715
SLCPDLH	2.090
KLGD bình quân 20 phiên	2.402.213
Free Float (%)	35
Giá cao nhất 52 tuần	93.600
Giá thấp nhất 52 tuần	65.200
Beta	0,78

	FY2021	Hiện tại
EPS	4.517	4.390
Tăng trưởng EPS (%)	-5,3%	-11,6%
EPS điều chỉnh	4.517	4.390
P/E	18,8	16,1
P/B	5,0	4,6
EV/EBITDA	11,8	10,0
Tỷ suất cổ tức	4,5%	5,6%
ROE (%)	29,3%	28,9%

### Diễn biến giá



### Cổ đông lớn (%)

SCIC	36,0
F&N Dairy Inv. Pte Ltd	17,7
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	45,6

### Nguyễn Thị Ngọc An

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1541

[an.ntn@vdsc.com.vn](mailto:an.ntn@vdsc.com.vn)

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1/2021**

(Tỷ đồng)	Q1-FY22	Q4-FY21	+/- (qoq)	Q1-FY21	+/- (yoy)
Doanh thu	13.878	15.834	-12,4%	13.190	5,2%
Lợi nhuận gộp	5.625	6.725	-16,4%	5.755	-2,3%
Chi phí bán hàng và quản lý	3.005	4.287	-29,9%	2.953	1,8%
Thu nhập HĐKD	2.620	2.438	7,5%	2.820	-6,5%
EBITDA	3.328	3.245	2,6%	3.667	-9,2%
EBIT	2.620	2.438	7,5%	2.820	-6,5%
Chi phí tài chính	132	90	46,8%	6	1,962%
- Chi phí lãi vay	26	23	13%	13	100%
Khấu hao	537	534	0%	500	7,4%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	2.764	2.688	2,8%	3.154	-12,4%
Lợi nhuận sau thuế sau lợi ích CĐTS	2.266	2.196	3,2%	2.576	-12,1%
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh các khoản mục (*)	2.266	2.196	3,2%	2.576	-12,1%

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1/2021**

Chỉ tiêu	Q1-FY22	Q4-FY21	+/- (qoq)	Q1-FY21	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	40,5%	42,5%	-200 bps	43,6%	-310 bps
EBITDA/Doanh thu	24,0%	20,5%	350 bps	27,8%	-380 bps
EBIT/Doanh thu	18,9%	15,4%	350 bps	21,2%	-230 bps
TS lợi nhuận ròng sau lợi ích CĐTS	16,3%	13,9%	240 bps	19,5%	-320 bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh cho các khoản (*)	16,3%	13,9%	240 bps	19,5%	-320 bps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	5,0	5,9	-0,9	5,2	-0,2
-Khoản phải thu	14,5	14,3	0,2	15,3	-0,8
-Khoản phải trả	8,6	9,9	-1,3	7,8	0,8
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	51,2%	48,8%	240 bps	50,3%	90 bps

Nguồn: CTCK Rồng Việt (\*) thường niên hóa

**Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2/2022**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY22	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	16.554	19,3%	5,3%
Lợi nhuận gộp	6.704	19,2%	-2,2%
EBIT	2.664	1,7%	-18,8%
LNTT	2.411	6,4%	-14,9%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Luận điểm Q2/2022:**

- Doanh thu tăng 5,3% YoY được thúc đẩy từ mức tăng là +20% YoY và +2,5% YoY lần lượt từ kênh nước ngoài và nội địa. Trong đó, động lực chính là Driftwood (+30% YoY) và CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu (+10% YoY).
- Tỷ suất lợi nhuận gộp duy trì ở mức 40,5% trong quý 2, không đổi QoQ và thu hẹp 450 bps YoY do trong tháng 03/2022, VNM đã chốt các hợp đồng mua nguyên liệu sữa bột đến tháng 08/2022 với mức giá cao.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu là 21,8%, cao hơn Q1/2022 khoảng 9,5 bps vì VNM tăng cường thúc đẩy hoạt động bán hàng nhưng vẫn thấp hơn so với quý 2/2021 là 100 bps do công ty tiếp tục tối ưu hóa các chi phí này.

**Cập nhật**

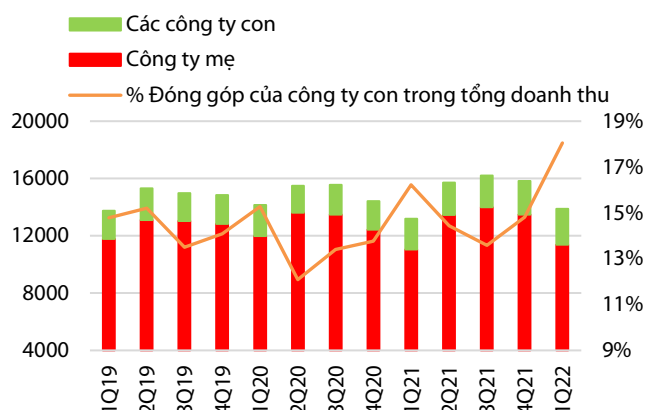
**Q1 2022: Giá sữa bột nguyên liệu tăng mạnh kéo biên lợi nhuận giảm**

**Tăng trưởng tổng doanh thu chủ yếu đến từ sự tăng trưởng mạnh mẽ của các công ty con (Driftwood và CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu)**

Trong Q1/2022, VNM công bố doanh thu thuần hợp nhất và LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số lần lượt là 13,9 nghìn tỷ đồng (hay 588 tỷ USD, + 5,2% YoY) và 2,27 nghìn tỷ đồng (hay 99 tỷ USD, -12% YoY). Theo đó, VNM đã hoàn thành lần lượt 21,7% doanh thu và 23,5% LNST cho kế hoạch năm 2022.

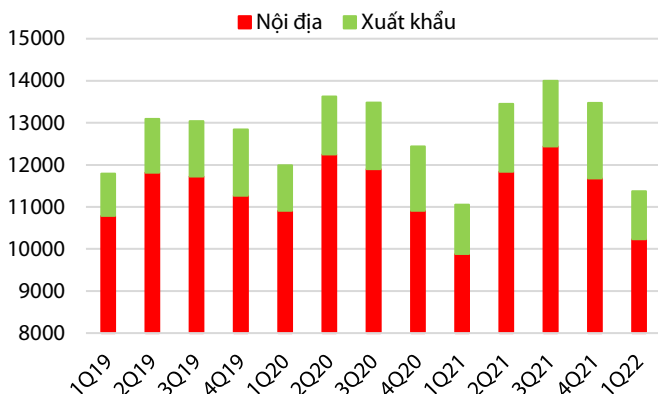
- Doanh thu từ các công ty con, bao gồm CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu, hay còn gọi là Mocchau Milk, (+8,6% YoY), Driftwood (+40% YoY) và Angkor Milk (+7,2% YoY), đã thúc đẩy tăng trưởng hợp nhất. Nhu cầu sữa liên tục tăng sau đại dịch Covid-19 để tăng cường hệ thống miễn dịch đã tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty này đẩy mạnh doanh số bán hàng.
- Công ty mẹ báo cáo doanh thu thuần đạt 11,4 nghìn tỷ đồng (hay 496 tỷ USD, + 2,9% YoY) trong Q1/2022. Tăng trưởng chủ yếu được hỗ trợ bởi giá bán trung bình cao hơn (ASP, ~+5% YoY) trong khi doanh thu xuất khẩu giảm 2,3% YoY xuống 1,14 nghìn tỷ đồng (hay 50 tỷ USD). Đối với thị trường xuất khẩu, do khách hàng đã tích trữ một lượng lớn các sản phẩm của Vinamilk trong quý 4/2021 nên sức mua giảm trong quý 1/2022.
- Do doanh thu từ các công ty con (cả trong và ngoài nước) chỉ chiếm 18,1% tổng doanh thu nên sự tăng trưởng mạnh của các công ty con không thể bù đắp cho mức tăng trưởng khiêm tốn của công ty mẹ. Nhìn chung, tăng trưởng doanh thu quý 1/2022 vẫn phù hợp với dự báo của chúng tôi.

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu thuần hàng quý (tỷ đồng, cột trái) và tỷ trọng doanh thu của các công ty con (% , cột phải)**



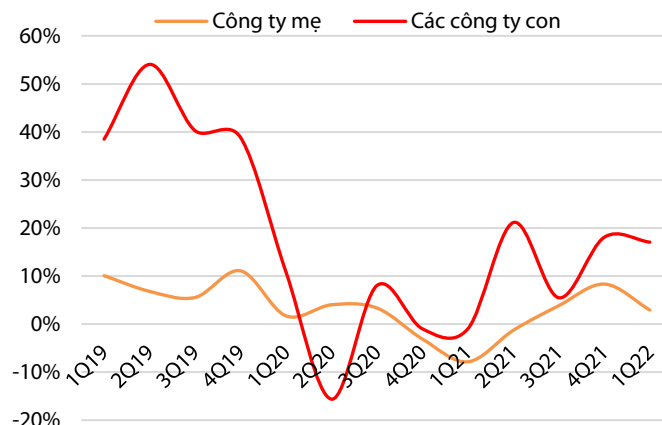
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Cơ cấu doanh số bán hàng của công ty mẹ theo địa lý (tỷ đồng)**



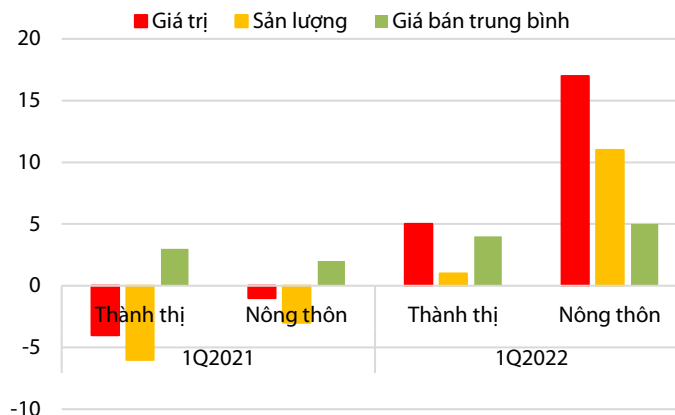
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Tăng trưởng doanh thu của công ty mẹ và các công ty con (YoY)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Sự thay đổi trong tiêu thụ sữa ở Việt Nam trong Q1/2022 (% YoY)**

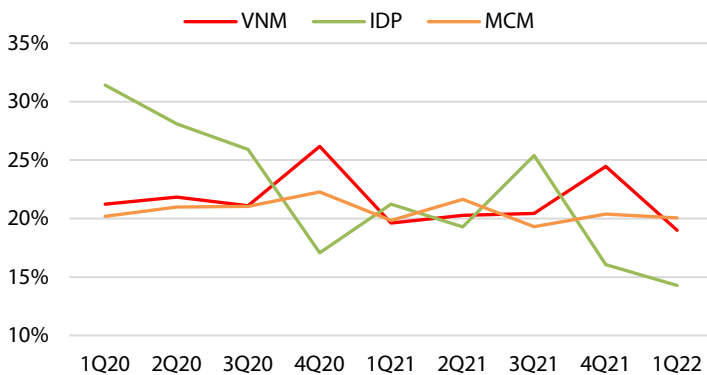


Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt

Theo công ty trình bày, trong Q1/2022, sản lượng tiêu thụ các sản phẩm sữa đặc và sữa bột công thức nội địa bị ảnh hưởng do sự cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm nhập khẩu và các đối thủ lớn như Friso. Một nguyên nhân khác dẫn đến xu hướng giảm của sữa bột công thức là do người tiêu dùng, đặc biệt là ở khu vực nông thôn đã chuyển từ sữa bột công thức sang sữa nước.

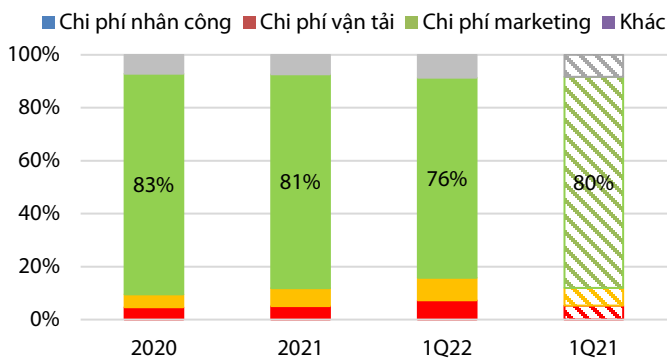
Đáng chú ý, khi so sánh tỷ lệ “chi phí bán hàng/doanh thu” giữa VNM, IDP và MCM, mặc dù VNM chi mạnh tay cho các hoạt động marketing, bằng chứng là tỷ lệ này cao nhất so với các công ty cùng ngành (Hình 5&7), nhưng doanh thu và thị phần của VNM không tăng mạnh trong những năm gần đây (Hình 8). Cùng với mức tăng trưởng doanh số khiêm tốn gần đây của ba công ty này (Hình 6), chúng tôi cho rằng môi trường cạnh tranh của ngành sữa Việt Nam đã đang và sẽ tiếp tục khắc nghiệt trong năm 2022 trở đi. Do VNM giữ vững vị trí đứng đầu Việt Nam về thị phần của ngành sữa trong nhiều năm, nên chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu trong tương lai của VNM sẽ thành công duy trì ở mức một con số, chủ yếu được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng của các công ty con và các dự án đầu tư mới (ví dụ: sản xuất thịt bò).

**Hình 5: Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu của VNM, IDP, MCM**



Nguồn: VNM, IDP, MCM, CTCK Rông Việt

**Hình 7: Chi phí tiếp thị chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí bán hàng của VNM**



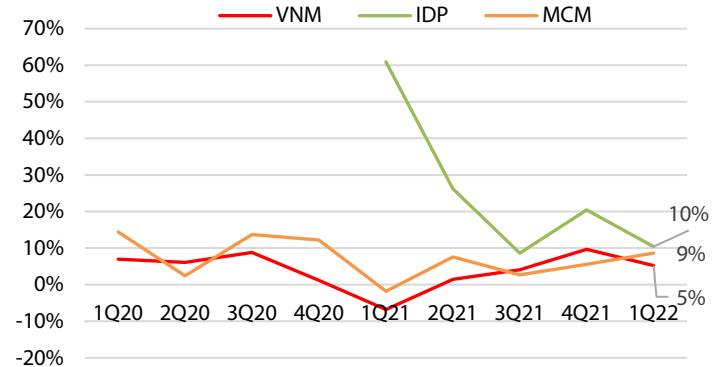
Nguồn: VNM, CTCK Rông Việt

### LNST giảm do giá sữa bột nguyên liệu tăng mạnh

Về lợi nhuận, nguyên nhân chủ yếu đến từ tổng chi phí tăng mạnh hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu do giá hàng tồn kho cao (Hình 9) vì chi phí đầu vào tăng mạnh nên biên lợi nhuận quý 1/2022 giảm mạnh, dẫn đến lợi nhuận tăng trưởng âm. Nguyên nhân chính làm tăng chi phí đầu vào là do xu hướng tăng cao của giá sữa bột nguyên liệu (Hình 10). Đến cuối năm 2021, giá sữa bột nguyên kem (WMP) đạt 3.867 USD/tấn (+20,5% YoY) trước khi tăng lên khoảng 4.757 USD/tấn (+9% YoY) vào đầu tháng 3/2022. Giá trung bình của WMP vào tháng 3/2022 là 4.677 USD/tấn (+10,5% YoY). Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) trong quý 1/2022 giảm mạnh xuống 40,5% - mức thấp nhất trong 5 năm qua. Đáng chú ý, tỷ suất lợi nhuận gộp của kênh xuất khẩu bị ảnh hưởng mạnh do các sản phẩm xuất khẩu chính của VNM là sữa bột công thức và sữa đặc - sử dụng nguyên liệu chính là bột sữa nhập khẩu, do đó tỷ suất lợi nhuận của kênh này bị ảnh hưởng mạnh hơn so với các kênh khác cái có bán thêm các sản phẩm sữa nước (Hình 11).

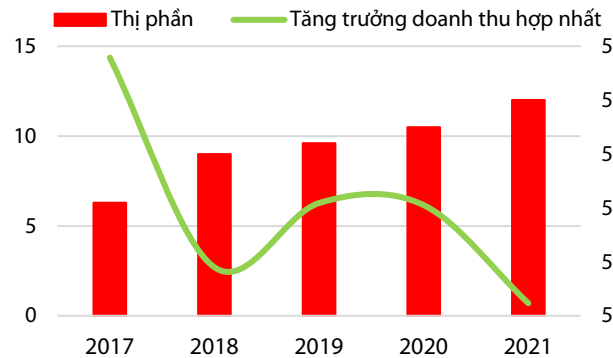
Mặc dù tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu giảm xuống 19,0% từ 19,6% trong Q1/2021 và doanh thu hoạt động tài chính tăng 12,4% YoY lên 320 tỷ đồng nhưng không thể bù đắp cho sự tăng mạnh của chi phí đầu vào, dẫn đến LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số giảm. Bên cạnh đó,

**Hình 6: Tăng trưởng doanh thu của VNM, IDP, MCM**



Nguồn: VNM, CTCK Rông Việt

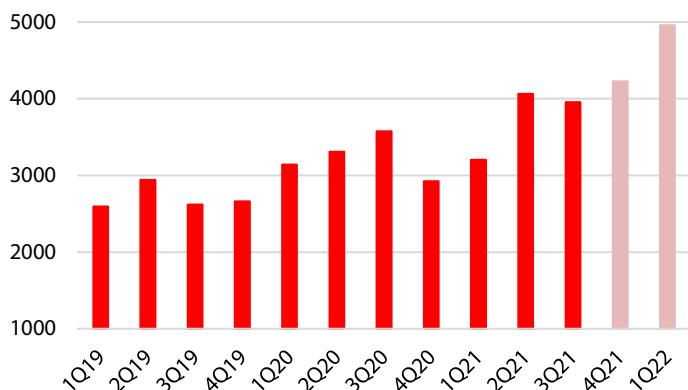
**Hình 8: Thị phần của VNM theo giá trị (% , cột phải) và tăng trưởng doanh thu bán hàng nội địa hợp nhất (% YoY, cột trái)**



Nguồn: VNM, CTCK Rông Việt

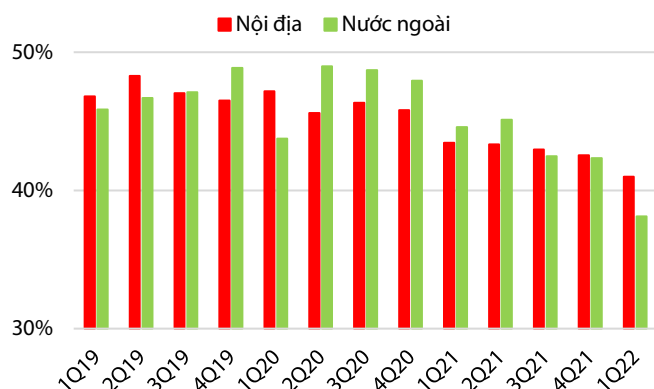
biên LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số trong Q1/2022 cũng giảm xuống 16,3% từ mức 19,5% trong Q1/2021. Tỷ suất lợi nhuận dưới mức dự báo của chúng tôi.

**Hình 9: Giá trị nguyên liệu thô của VNM (tỷ đồng)**



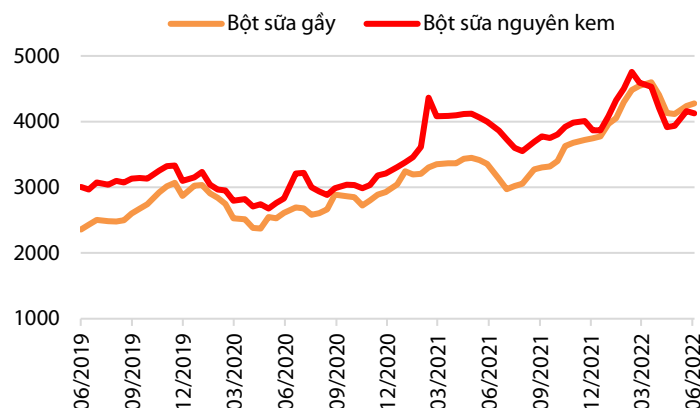
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 11: Tỷ suất lợi nhuận gộp hợp nhất theo thị trường (%)**



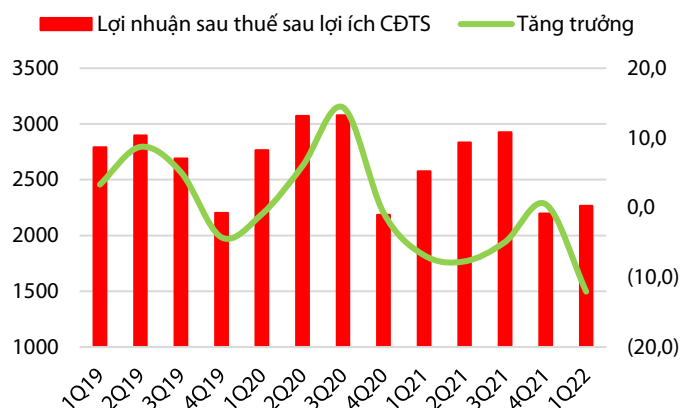
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 10: Giá bột sữa nguyên kem và sữa gầy (USD/MT)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 12: LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng, cột trái) và tăng trưởng (% YoY, cột phải) của VNM**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

## Triển vọng quý 2 và cả năm 2022 – Động lực tăng trưởng đến từ các công ty con

### Quý 2/2022: Biên lợi nhuận duy trì ở mức thấp do VNM đã chốt giá sữa bột nguyên liệu ở mức cao cho đến tháng 08/2022

Do Q1 thường là mùa thấp điểm của VNM (Hình 1), chúng tôi kỳ vọng tổng doanh thu trong Q2 sẽ cao hơn so với Q1. Tuy nhiên, từ phía công ty, chúng tôi được biết doanh số bán hàng trong tháng 4 và tháng 5 năm 2022 không tăng nhiều so với quý 1 năm 2022, mặc dù vẫn cao hơn cùng kỳ năm ngoái. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng doanh thu tháng 06/2022 của VNM sẽ tăng mạnh nhờ giá bán lẻ một số sản phẩm sữa bột như Vinamilk ColosGold tăng giá kể từ cuối tháng 05/2022; và các hoạt động ngoài trời như du lịch hay giải trí sôi động hơn nhờ kỳ nghỉ hè.

Ngoài ra, các trang trại của Lao-Jargo sẽ không cung cấp sữa tươi nguyên liệu cho đến quý 4/2023, chậm hơn một năm rưỡi so với kế hoạch trước đó. Dự kiến, tỷ lệ sữa tươi nguyên liệu tự cung cấp của VNM sẽ tăng lên, do đó phần nào bù đắp cho sự gia tăng liên tục của giá sữa nguyên liệu ngay khi dự án này đi vào hoạt động. Vì vậy, sự chậm trễ này làm giảm mức kỳ vọng của chúng tôi trong việc cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp của VNM trong Quý 2.

Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST công ty mẹ lần lượt đạt 16,6 nghìn tỷ đồng (hay 703 tỷ USD, +5,3% YoY, +19,3% QoQ) và 2,4 nghìn tỷ đồng (hoặc 102 tỷ USD, -14,9% YoY, +6,4 QoQ).

Doanh thu sẽ duy trì mức tăng trưởng khiêm tốn YoY bằng với con số của Quý 1/2022 do:

- Giá bán bình quân tăng 5% YTD, bù đắp một phần cho sản lượng tiêu thụ giảm. Như đã đề cập ở trên, trong quý 1/2022, sản lượng sữa bột tăng trưởng âm hai con số trong khi doanh số bán sữa đặc gần như không đổi. Chúng tôi cho rằng kết quả này sẽ tiếp tục

lập lại trong quý 2 do công ty chưa có bất kỳ chiến lược mạnh mẽ nào để giải quyết khó khăn này. Bởi vì Vinamilk đã tăng ASP trong tháng 3 và tháng 5/2022 lên khoảng ~5% so với mức giá của tháng 12/2022, chúng tôi kỳ vọng rằng giá bán cao hơn sẽ bù đắp một phần cho sản lượng tiêu thụ giảm, dẫn đến tổng giá trị bán hàng tăng trưởng dương ở mức khiêm tốn.

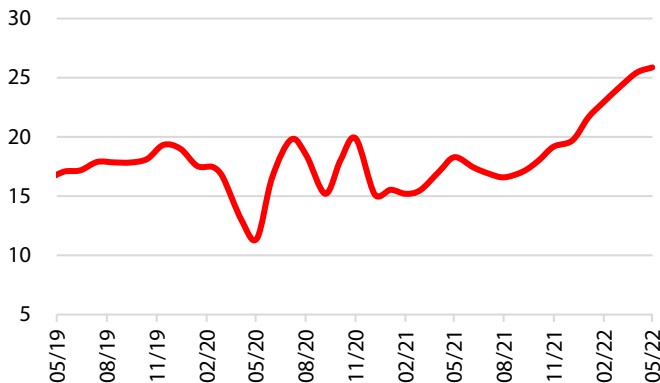
- Doanh thu của Mocchau Milk (UpCOM: MCM) và Driftwood (công ty con ở Mỹ) tăng trưởng cao. Chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu của MCM sẽ tăng 10% YoY, cao hơn mức tăng 8,6%YoY của quý 1/2022. Động lực tăng trưởng đến từ (1) Hoàn thành nâng cấp năng suất sản xuất vào tháng 5/2022 và (2) Tăng độ phủ thương hiệu ở thị trường miền Bắc. Đối với Driftwood, theo Vinamilk, cả sản lượng và giá bán đều tăng nhờ nhu cầu sữa phục hồi mạnh sau đại dịch Covid-19. Chúng tôi kỳ vọng rằng Driftwood sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong Quý 2/2022 trở đi, với doanh thu quý 2/2022 tăng trưởng 30% YoY.

Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp quý 2/2022 vẫn ổn định ở mức thấp tương đương với quý 1/2022 (40,5%) do ba nguyên nhân:

- Trong tháng 3/2022, VNM đã chốt hợp đồng bột sữa nguyên liệu đến tháng 8/2022 với mức giá cao.
- Dự án trang trại của Lao-Jargo, dự kiến bổ sung thêm 8.000 con bò mới để giúp tăng tỷ lệ sữa tươi nguyên liệu tự chủ, đang bị trì hoãn. Giá thành sữa tươi nguyên liệu tự chủ rẻ hơn 20% so với mua từ nông dân trong nước và cao hơn 10% so với nhập khẩu. Do đó, với việc tăng tỷ lệ sữa tươi nguyên liệu tự chủ lên, VNM có thể chủ động quản lý tỷ lệ “chi phí nguyên liệu/doanh thu”, giúp phần nào ổn định được biên lợi nhuận gộp trong tương lai.
- Chúng tôi kỳ vọng sữa chua và sữa nước sẽ tiếp tục là động lực chính cho tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của VNM trong quý 2/2022. Tuy nhiên, sản phẩm sữa nước lại có tỷ suất lợi nhuận thấp nhất so với các sản phẩm sữa khác. Do đó, tỷ trọng đóng góp cao hơn từ mảng kinh doanh này không thể thúc đẩy tổng tỷ suất lợi nhuận gộp của Vinamilk.

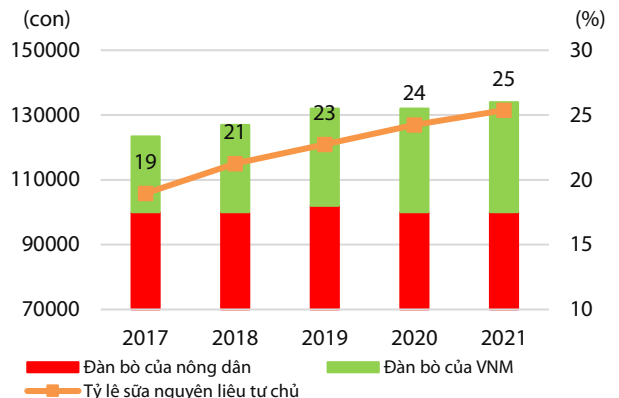
Biên LNST công ty mẹ quý 2/2022 sẽ giảm xuống 14,6% từ 18,0% trong quý 2/2021. Chúng tôi kỳ vọng rằng VNM sẽ phải đẩy mạnh hoạt động bán hàng từ quý 2 để đối phó với tình hình cạnh tranh ngày càng gay gắt của ngành sữa Việt Nam, dẫn đến chi phí bán hàng & quản lý cao hơn. Chúng tôi cho rằng sẽ mất thời gian để các chiến lược tiếp thị của Vinamilk phát huy hiệu quả và chúng tôi tin rằng các chiến dịch tiếp thị này sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng tăng từ quý 3/2022.

**Hình 13: Giá bán sữa nước trung bình tại thị trường Hoa Kỳ (USD/cwt)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 14: Đàn bò của VNM và nông dân liên kết - không bao gồm MCM – (con, cột trái) và tỷ lệ sữa tươi nguyên liệu tự chủ (% , cột phải)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

### Triển vọng 2022: Động lực tăng trưởng đến từ các công ty con

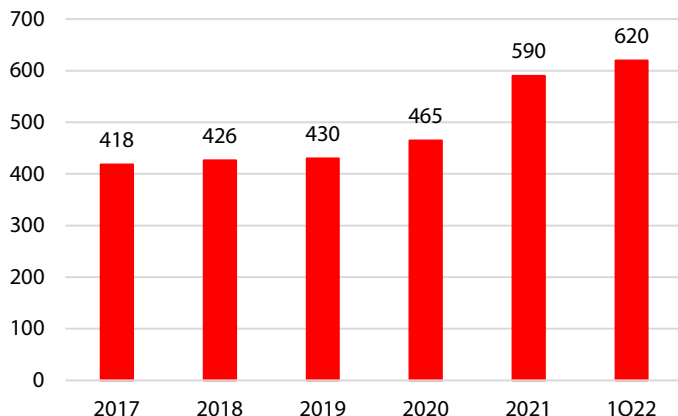
Chúng tôi dự báo doanh thu thuần hợp nhất năm 2022 của VNM và LNST sau lợi ích CĐTTS sẽ lần lượt là 65,1 nghìn tỷ đồng (hoặc 2.760 tỷ USD, +6,0% YoY) và 10,3 nghìn tỷ đồng (hoặc 435 tỷ USD, -2,4% YoY). Doanh thu chủ yếu được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng của các công ty con, trong khi lợi nhuận bị kéo xuống do giá đầu vào tăng cao hơn dự kiến.

Chúng tôi kỳ vọng rằng doanh số bán hàng của công ty mẹ sẽ phục hồi từ quý 3 năm 2022 nhờ các chiến dịch marketing tích cực của VNM và việc mở rộng quy mô chuỗi cửa hàng “Giấc Mơ Sữa Việt” (GMSV) (dự kiến đạt 1.000 cửa hàng vào năm 2023 từ 620 cửa hàng trong quý 1/2022). Theo Vinamilk, kênh thương mại hiện đại (bao gồm chuỗi GMSV) sẽ là động lực tăng trưởng chính cho doanh số của Vinamilk trong thời gian tới. Bên cạnh đó, dựa trên các chiến dịch marketing gần đây của VNM tập trung vào sữa chua và sữa nước (Hình 16), chúng tôi kỳ vọng hai mảng này sẽ là trụ cột dẫn dắt doanh thu của VNM vào năm 2022.



Với quan điểm thận trọng do chưa thấy tín hiệu tích cực nào từ các chiến dịch marketing của Vinamilk như doanh số bán hàng tăng trong tháng 5, chúng tôi dự báo doanh thu của công ty mẹ sẽ khó tăng trưởng mạnh vào năm 2022. Ngược lại, chúng tôi cho rằng các công ty con của VNM sẽ tăng trưởng cao vào năm 2022, đóng góp cho sự tăng trưởng doanh số của toàn tập đoàn.

**Hình 15: Số lượng cửa hàng “Giấc Mơ Sữa Việt” (cửa hàng)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 16: Các quảng cáo gần đây của Vinamilk tập trung vào sữa nước (nhãn hiệu ADM) và sữa chua uống**

HOẠT ĐỘNG NỔI BẬT



Thẻ lệ chương trình khuyến mại siêu hấp dẫn “QUÉT MÃ LIÊN TAY...”

Đơn vị tổ chức: Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam 1.  
Tên chương trình: QUÉT MÃ LIÊN TAY – SẴN QUÀ ĐÌNH 2...



Thẻ lệ chương trình khuyến mại siêu hấp dẫn “CHÀO HÈ ADM...”

Công ty cổ phần sữa Việt Nam (Vinamilk) kính gửi đến Quý Khách Hàng thông tin về Chương trình khuyến mại cho sản phẩm Sữa...



Chương trình khuyến mại hấp dẫn từ Yomilk “Sẵn thẻ liên tay, quay...”

I. THÔNG TIN CHƯƠNG TRÌNH: 1. Tên chương trình: Sẵn thẻ liên tay, Quay ngay 100% trùng. 2. Đối tượng tham gia: áp dụng cho...

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

### Mocchau Milk (UpCOM: MCM) – Tăng trưởng cao hơn nhờ độ phủ thương hiệu lớn hơn tại thị trường miền Bắc

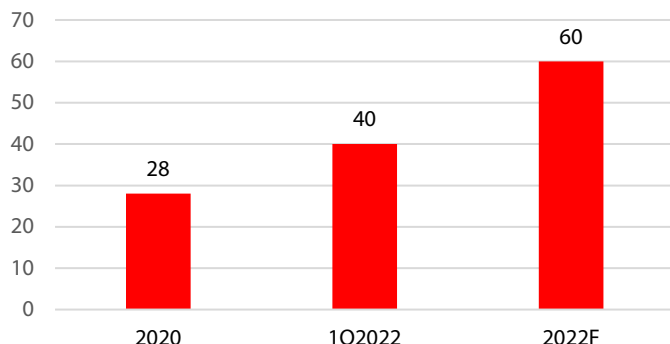
Theo MCM, công ty sẽ triển khai một số chiến dịch nhằm nâng cao nhận thức về thương hiệu “Mộc Châu Milk” tại thị trường miền Bắc. Chẳng hạn, công ty sẽ mở rộng chuỗi cửa hàng “Sữa Mộc Châu” với 20 cửa hàng mới cũng như tung ra các sản phẩm mới trong nửa cuối năm 2022 (Hình 17 & 18). Ngoài ra, công ty đã ký nhiều hợp đồng tiếp thị để giới thiệu sản phẩm sữa Mộc Châu tại các tòa nhà lớn trên địa bàn thành phố Hà Nội. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng dự báo sản lượng bán ra của MCM sẽ tăng trưởng một con số cho cả năm 2022 do ngành sữa Việt Nam đang cạnh tranh rất gay gắt và kết quả kinh doanh cơ sở cao trong 6 tháng cuối năm 2021, với doanh thu thuần năm 2022 là 3.171 tỷ đồng (+8,4% YoY).

### Driftwood – Tăng trưởng mạnh về cả sản lượng tiêu thụ và giá thành

Chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu của Driftwood sẽ ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhất trong số các công ty con và công ty mẹ. Cụ thể, doanh thu năm 2022 của Driftwood dự tính đạt 4.002 tỷ đồng (hay 174 tỷ USD, +40% YoY). Với hai lý do chính hỗ trợ cho quan điểm này.

- Thứ nhất, các trường học ở Hoa Kỳ đóng cửa kể từ 2H2021 do đại dịch Covid-19 (Hình 20). Vì đây là kênh phân phối chính của Driftwood, chúng tôi kỳ vọng nguồn doanh thu này sẽ phục hồi mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2022. Trên thực tế, Driftwood đã nhận được đơn đặt hàng từ các trường học cho đến hết tháng 6/2023. Ngoài ra, theo Vinamilk, Driftwood sẽ mở rộng tệp khách hàng sang kênh HORECA (Khách sạn, Nhà hàng và Dịch vụ ăn uống) trong tương lai, báo hiệu doanh thu tương lai sẽ tăng cao.
- Thứ hai, giá bán lẻ trung bình của các sản phẩm sữa ở Hoa Kỳ đang tăng mạnh. Trong tháng 5/2022, giá bán sữa nước trung bình tăng 41,4% YoY, đạt 25,9 USD/cwt. Vì vậy, chúng tôi cho rằng Driftwood cũng được hưởng lợi thế này.

**Hình 17: Số lượng cửa hàng “Sữa Mộc Châu” (cửa hàng)**



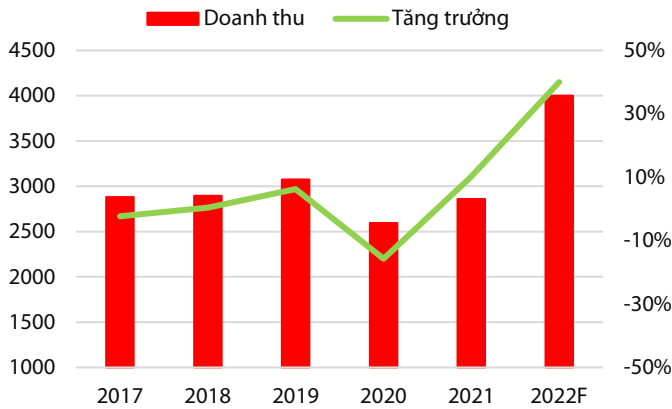
Nguồn: MCM, CTCK Rồng Việt

**Hình 18: Một trong những sản phẩm mới của Mộc Châu Milk**



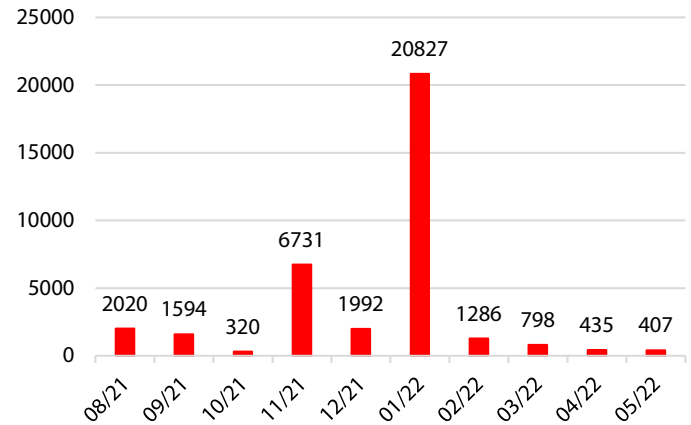
Nguồn: MCM, CTCK Rồng Việt

**Hình 19: Doanh thu (tỷ đồng, cột trái) và tăng trưởng (% YoY, cột phải) của Driftwood**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 20: Số trường học đóng cửa do đại dịch Covid-19 ở Mỹ (trường)**



Nguồn: Burbio, CTCK Rồng Việt

LNST sau lợi ích CĐTS năm 2022 dự kiến giảm -2,4% YoY xuống 10,3 nghìn tỷ đồng (tương đương 435 tỷ USD) do sự tăng mạnh của giá vốn hàng bán (vì giá sữa nguyên liệu tăng cao) và chi phí bán hàng & quản lý cao hơn.

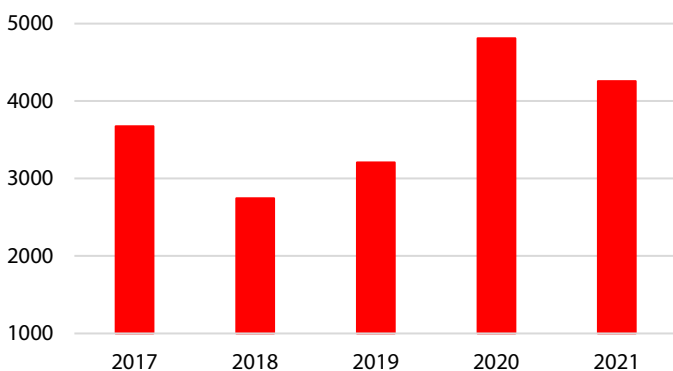
- Trong kịch bản thận trọng của chúng tôi, chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên liệu trong bốn tháng cuối năm 2022 sẽ dao động ở mức đỉnh của năm 2022 với giả định rằng (1) Trung Quốc sẽ nới lỏng chính sách Zero-Covid-19, thúc đẩy nhu cầu bột sữa nguyên liệu và (2) Căng thẳng Ukraine và Nga vẫn chưa được giải quyết.
- Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu năm 2022 sẽ đạt 23,4%, tăng hơn 174,7 bps so với tỷ lệ trong quý 1 năm 2022 do công ty sẽ ngày càng đẩy mạnh các chiến dịch tiếp thị để thúc đẩy doanh số bán hàng trong nửa cuối năm 2022. Mùa cao điểm của VNM đối với chi phí bán hàng & quản lý thường vào Q4 (Hình 5)

### **Dòng tiền mạnh và cơ cấu vốn vững chắc tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở rộng kinh doanh trong tương lai**

Theo quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng dư địa để đạt được mức tăng trưởng doanh số hai con số đối với Vinamilk trên thị trường sữa trong nước thật sự rất hạn chế. Trong giai đoạn 2018-2021, thị phần của VNM chỉ tăng trung bình 1%/năm. Mặc dù Vinamilk đã mua lại Mocchau Milk vào năm 2020 để cải thiện thị phần tại thị trường miền Bắc nhưng tổng thị phần của Vinamilk không tăng mạnh. Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt của ngành sữa Việt Nam, với thị phần cao (thị phần hiện tại của VNM xấp xỉ 60%), chúng tôi kỳ vọng VNM phải mở rộng sang lĩnh vực kinh doanh ngoài ngành sữa để tăng trưởng mạnh hơn trong tương lai. Hoặc là, công ty cần phải thâm nhập ra các thị trường nước ngoài có nhu cầu về sữa đang tăng mạnh như Indonesia.

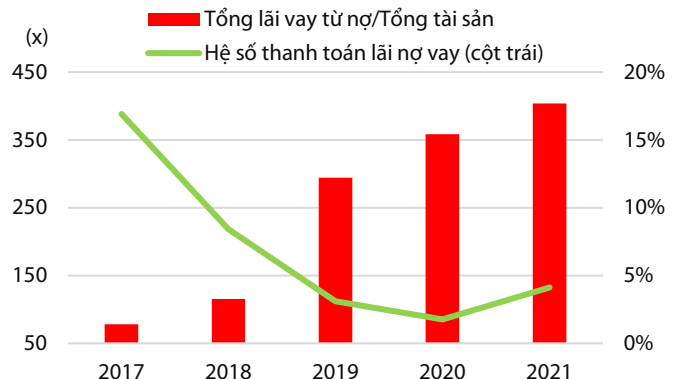
Dựa trên dòng tiền mạnh và cấu trúc vốn khỏe của VNM, chúng tôi tin rằng công ty có thể mở rộng hoạt động kinh doanh theo cả hai chiến lược này, hướng đến ROE tăng trong năm năm tới. Trên thực tế, tỷ lệ dòng tiền tự do/cổ phiếu (FCF/cổ phiếu) của VNM có xu hướng tăng trong 4 năm qua, trong khi công ty vẫn gia tăng đầu tư vào việc mở rộng hoạt động kinh doanh (Hình 21). Ngoài ra, các chỉ số về khả năng thanh toán của công ty cũng duy trì ở mức an toàn trong cùng thời điểm xem xét (Hình 22).

**Hình 21: Tỷ lệ FCF/cổ phiếu của VNM (đồng)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 22: Các hệ số khả năng thanh toán của VNM**



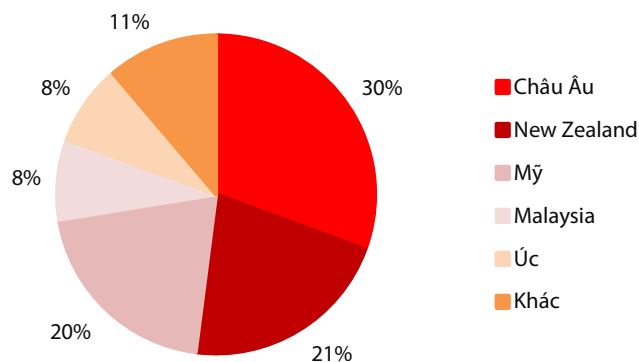
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt



Trong buổi gặp gỡ với chuyên viên phân tích vào tháng 5/2022, VNM cho biết rằng công ty đang nhắm đến mục tiêu thôn tóm một công ty sữa ở Indonesia. Điều này sẽ mang lại cơ hội tăng trưởng tiềm năng mạnh mẽ cho Vinamilk trong vài năm tới. Tại Indonesia, theo USDA, vào năm 2021, khoảng 81% tổng sản phẩm sữa tiêu thụ được nhập khẩu do các nhà sản xuất sữa trong nước không thể sản xuất các sản phẩm chất lượng tốt (Hình 23). Trong khi đó, nhu cầu đối với các sản phẩm sữa ở Indonesia đang tăng, dự kiến sẽ tăng trên 10%/năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng nếu Vinamilk mua lại thành công một công ty sữa Indonesia và tái cơ cấu công ty này, VNM sẽ nắm bắt được xu hướng tăng của tiêu thụ sữa tại Indonesia, và thậm chí sẽ chiếm lĩnh thị trường này do không có công ty dẫn đầu trong lĩnh vực này. Bên cạnh đó, liên doanh gần đây mang tên Del Monte - Vinamilk Inc. tại Philippines cũng là một vũ khí khác giúp VNM khai thác dài hạn các thị trường nước ngoài mới.

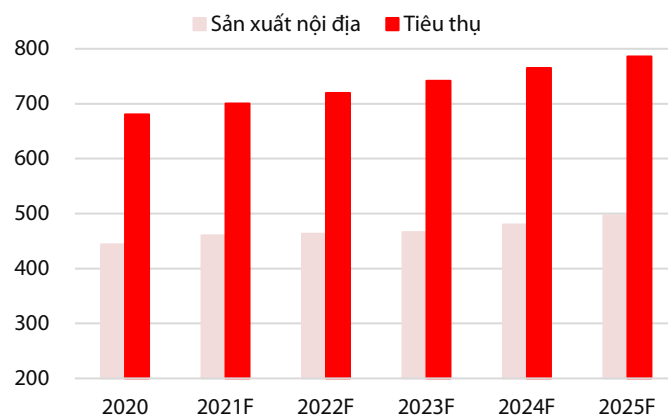
Về mảng kinh doanh ngoài sữa, VNM thông báo Vilico sẽ chính thức bắt đầu kinh doanh các sản phẩm từ thịt bò từ năm 2024 với doanh thu mục tiêu trong năm hoạt động đầu tiên là 1.500 tỷ đồng. Cụ thể, Vinamilk hợp tác với Sojitz - công ty hàng đầu Nhật Bản về nhập khẩu và bán thịt bò - để chế biến và bán các sản phẩm thịt bò tại thị trường Việt Nam và cả xuất khẩu. Thịt bò ban đầu sẽ được nhập khẩu từ Nhật Bản để phân phối cho các siêu thị và nhà hàng tại Việt Nam với doanh thu dự kiến 100 tỷ đồng vào năm 2022. Nhu cầu đối với các sản phẩm thịt bò có thương hiệu tại Việt Nam ngày càng tăng do nhu cầu về thực phẩm chất lượng cao trong khi hầu hết các thương hiệu thịt bò đều là hàng nhập khẩu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ đạt được mức doanh thu mục tiêu này.

**Hình 23: Xuất khẩu các sản phẩm sữa toàn cầu sang Indonesia (8T2021)**



Nguồn: VNM, CTCK Rống Việt

**Hình 24: Sản xuất và tiêu thụ thịt bò của Việt Nam ('000 tấn)**



Nguồn: OECD, CTCK Rống Việt

## Dự phóng 2021F – 2022F

Bảng 1: Dự phóng 2022 IS Forecast

Đơn vị: Tỷ đồng	2021A	2022F	% YoY thay đổi	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>60.919</b>	<b>65.136</b>	<b>6,9%</b>	
- Công ty mẹ	51.967	54.743	5,3%	Trong năm 2022, chúng tôi dự báo giá bán bình quân tăng (+<5% YoY) và đóng góp cao hơn từ thị trường xuất khẩu sẽ thúc đẩy tăng trưởng tổng doanh thu của công ty mẹ.
+ Doanh thu xuất khẩu / tổng doanh thu bán hàng của công ty mẹ	11,8%	12,8%	100 bps	
- Công ty con	8.952	10.393	16,1%	Năm 2022, chúng tôi dự báo cả sản lượng bán và giá đều tăng. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của MCM sẽ tăng trưởng cao hơn nhờ giá bán bình quân cao hơn (+<5% YoY), năng suất sản xuất cao hơn và độ phủ thương hiệu lớn hơn tại thị trường miền Bắc. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của Driftwood sẽ tăng trưởng mạnh mẽ nhờ việc mở cửa trở lại các trường học đã đóng cửa trong thời kỳ đại dịch Covid-19 và giá bán cao hơn.
+ Mộc Châu Milk	2.926	3.171	8,4%	
+ Driftwood	2.858	4.002	40%	
+ Khác	3.168	3.220	1,6%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>26.278</b>	<b>26.547</b>	<b>1,0%</b>	
Chi phí SG&A	(14.518)	(15.252)	5,1%	Chúng tôi kỳ vọng chi phí SG&A/doanh thu trong năm 2022 sẽ là 23,4%, thấp hơn so với mức 23,8% trong năm 2021 do VNM tối ưu hóa các chi phí này.
<b>EBIT</b>	<b>11.760</b>	<b>11.295</b>	<b>-4,0%</b>	
Thu nhập thuần từ hoạt động kinh doanh	1.162	1.426	22,7%	Chúng tôi dự báo thu nhập lãi sẽ tăng 12,1% YoY trong năm 2022 dựa vào tiền gửi ngân hàng cao hơn.
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>10.532</b>	<b>10.277</b>	<b>-2,4%</b>	
Biên lợi nhuận gộp	43,1%	40,8%	-230 bps	
SG&A/Doanh thu	23,8%	23,4%	-40 bps	
Biên EBIT	19,3%	17,3%	-200 bps	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	17,2%	15,7%	-150 bps	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Định giá

Chúng tôi cho rằng cổ phiếu VNM rõ ràng không phải là một cơ hội đầu tư tốt trong nửa đầu năm 2022 do 1) tăng trưởng doanh thu từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty giảm dần; và 2) lợi nhuận bị thu hẹp do giá đầu vào đắt đỏ. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng rằng hoạt động kinh doanh của VNM sẽ bắt đầu phục hồi kể từ Q3/2022 nhờ đóng góp đáng kể từ các công ty con, giúp doanh thu của VNM tăng trưởng khả quan. Do VNM đang chịu chi phí đầu vào tăng cao hơn dự kiến, nên chúng tôi hạ mức lợi nhuận gộp ước tính năm 2022 xuống -8,2% so với dự báo gần nhất (28.915 tỷ đồng), dẫn đến LNST sau lợi ích CĐTS dự kiến thấp hơn, xuống còn 10.277 tỷ đồng từ mức 11.346 tỷ đồng.

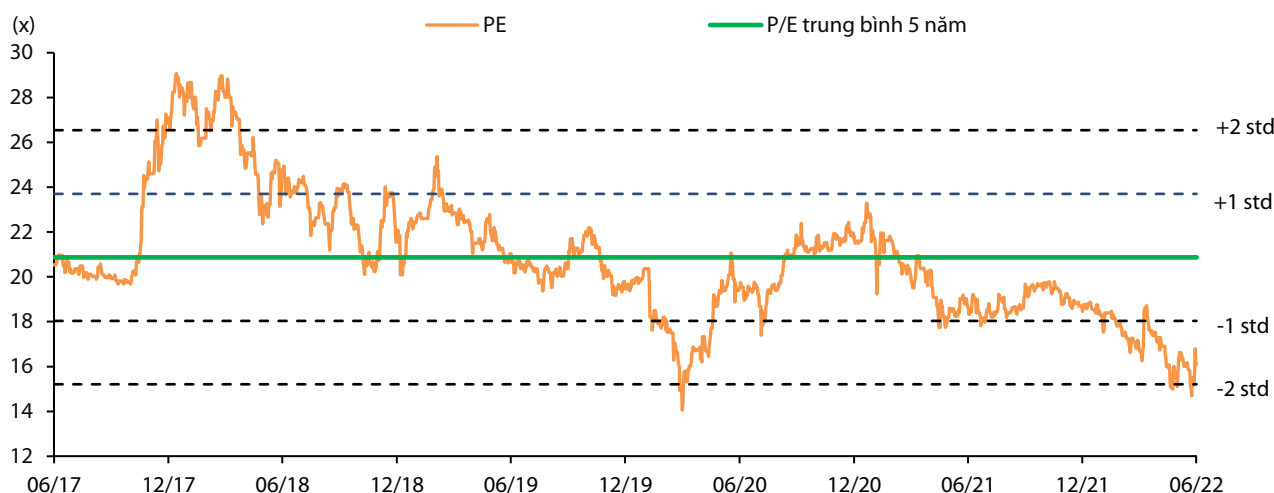
Chúng tôi kết hợp mô hình định giá FCFF (50%) và so sánh bội số P/E (50%) với mức P/E áp dụng là 17,5 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi cho VNM là **83.500 đồng**, thấp hơn 16,5% so với giá mục tiêu gần nhất (100.000 đồng) vào tháng 10/2021. Cộng thêm mức cổ tức tiền mặt 3.850 đồng, tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng là **21%** so với giá đóng cửa ngày 30/6/2022. Chúng tôi cho rằng kỳ vọng tiêu cực về hiệu quả kinh doanh của Vinamilk đã phản ánh vào xu hướng giảm của cổ phiếu VNM, được minh chứng bằng mức P/E thấp hiện tại với biên độ 16,0x – 18,0x – mức thấp nhất trong vòng 5 năm (Hình 25). Dựa trên triển vọng khả quan trong năm năm tới, chúng tôi khuyến nghị rằng tốt hơn nên chờ xem những tín hiệu tích cực về những cải thiện trong hoạt động kinh doanh mà chúng tôi dự kiến sẽ xảy ra trong Quý 3/2022, chẳng hạn như doanh số từ hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng ở mức một con số cao, nhằm **MUA** cổ phiếu này.

**Bảng 2: Tóm tắt định giá VNM**

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá (đồng/cp)
FCFF (WACC: 11,8%, g: 1,0%, EV/EBITDA: 12,7x)	50%	89.500
Bội số P/E	50%	77.500
<b>Tổng cộng</b>	<b>100%</b>	<b>83.500</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 25: Lịch sử PE của VNM**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: So sánh các công ty cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (Triệu USD)	ROE (%)	Tăng trưởng doanh thu lũy kế (% YoY)	Tăng trưởng EPS (% YoY)	Biên lợi nhuận gộp (%)	Biên LN ròng (%)	P/E hiện tại (%)	P/E trung bình 5 năm
<b>VNM</b>	<b>VN</b>	<b>6.356</b>	<b>28,9</b>	<b>5,0</b>	<b>-5,3</b>	<b>43,1</b>	<b>17,3</b>	<b>16,1</b>	<b>23,7</b>
<b>Nội địa</b>									
MCM	VN	208	18,6	3,6	-23,4	30,7	10,9	15,2	-
IDP	VN	420	77,9	25,8	59,4	43,2	17,0	11,9	-
<b>Thế giới</b>									
Danone S.A.	FR	35.303	11,5	2,8	-0,4	47,4	7,9	17,1	19,2
China Mengniu Dairy Ltd.,	HK	18.641	14,4	15,9	42,0	36,7	5,7	24,8	32,7
Dutch Lady Milk Industries B.H.D.	MY	482	85,8	6,0	238,1	35,3	21,9	8,4	27,3
Ultrajaya Milk Industry & Trading Co.	ID	1.133	22,2	18,2	22,0	35,9	19,2	12,6	18,3
Megmilk Snow Brand Co. Ltd.,	JP	930	6,0	-9,2	-19,0	16,0	2,2	10,0	13,3
<b>Trung bình</b>		<b>7.934</b>	<b>33,2</b>	<b>8,5</b>	<b>39,2</b>	<b>36,0</b>	<b>12,8</b>	<b>14,5</b>	<b>23,1</b>
<b>Trung vị</b>		<b>1.031</b>	<b>20,4</b>	<b>5,5</b>	<b>10,8</b>	<b>36,3</b>	<b>14,0</b>	<b>13,9</b>	<b>23,1</b>

Nguồn: Bloomberg, theo số liệu ngày 23/06/2022

	Tỷ đồng			
KQ HKKD	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F
Doanh thu thuần	59.636	60.919	65.136	69.669
Giá vốn	31.968	34.641	38.589	40.732
<b>Lãi gộp</b>	<b>27.669</b>	<b>26.278</b>	<b>26.547</b>	<b>28.938</b>
Chi phí bán hàng	13.447	12.951	13.611	15.394
Chi phí quản lý	1.958	1.567	1.641	1.756
Thu nhập từ HĐTC	1.581	1.215	1.362	1.441
Chi phí tài chính	309	202	207	164
Lợi nhuận khác	-17	150	271	271
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>13.519</b>	<b>12.922</b>	<b>12.721</b>	<b>13.335</b>
Thuế TNDN	2.283	2.290	2.285	2.395
Lợi ích cổ đông thiểu số	137	100	159	244
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>11.099</b>	<b>10.532</b>	<b>10.277</b>	<b>10.696</b>
EBIT	12.263	11.760	11.295	11.788
EBITDA	14.472	13.882	12.815	13.360

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	5,9	2,2	6,9	7,0
Lợi nhuận HKKD	0,7	-4,1	-4,0	4,4
EBIT	2,4	-4,1	-7,7	4,2
Lợi nhuận sau thuế	6,5	-5,4	-1,8	4,8
Tổng tài sản	8,4	10,1	2,8	2,9
Vốn chủ sở hữu	13,2	6,5	3,0	4,6

#### Khả năng sinh lợi

LN gộp / Doanh thu	46,4	43,1	40,8	41,5
EBITDA/ Doanh thu	24,3	22,8	19,7	19,2
EBIT/ Doanh thu	20,6	19,3	17,3	16,9
LNST/ Doanh thu	18,8	17,5	15,8	15,4
ROA	24,1	20,9	19,4	19,6
ROE	35,5	30,6	31,1	31,4

#### Hiệu quả hoạt động

Vòng quay kh. phải thu	12,3	11,1	11,2	12,7
Vòng quay HTK	6,5	5,9	5,7	6,4
Vòng quay kh. phải trả	4,3	5,1	5,4	4,4

#### Khả năng thanh toán

Hiện hành	2,1	2,1	2,3	2,3
Nhanh	1,7	1,7	0,9	0,9

#### Cấu trúc tài chính

Tổng nợ/ Vốn CSH	42,2	47,6	51,4	48,9
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	42,2	47,6	46,1	45,1

	Tỷ đồng			
BẢNG CĐKT	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F
Tiền	2.111	2.349	2.271	2.336
Đầu tư tài chính ngắn hạn	17.314	21.026	22.383	21.962
Các khoản phải thu	5.187	5.822	5.488	5.733
Tồn kho	4.905	6.773	6.406	6.408
Tài sản ngắn hạn khác	148	141	148	155
Tài sản cố định hữu hình	13.571	12.515	13.479	15.239
Tài sản cố định vô hình	3.195	2.900	2.652	2.391
Đầu tư tài chính dài hạn	973	744	744	744
Tài sản dài hạn khác	758	769	769	769
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>48.164</b>	<b>53.037</b>	<b>54.520</b>	<b>56.099</b>
Tiền hàng phải trả & ứng trước	6.337	7.179	9.276	9.054
Vay và nợ ngắn hạn	7.316	9.382	6.451	7.045
Vay và nợ dài hạn	167	76	938	479
Khoản phải trả ngắn hạn khác	405	338	338	338
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	559	507	507	507
Quỹ khoa học công nghệ	-	-	-	-
<b>TỔNG NỢ</b>	<b>14.785</b>	<b>17.482</b>	<b>17.511</b>	<b>17.424</b>
Vốn đầu tư của CSH	20.900	20.934	20.934	20.934
Cổ phiếu quỹ	(12)	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	6.910	7.594	7.770	8.280
Khoản thu nhập khác	213	203	-	-
Quỹ đầu tư phát triển	3.286	4.352	5.380	6.450
<b>TỔNG VỐN</b>	<b>31.297</b>	<b>33.083</b>	<b>34.084</b>	<b>35.663</b>
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>2.350</b>	<b>2.767</b>	<b>2.962</b>	<b>3.011</b>

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F
EPS (đồng/cp)	4.770	4.517	4.426	4.606
P/E (x)	17,5	18,5	18,9	18,1
BV (đồng/cp)	14,975	15,830	16,308	17,064
P/B (x)	5,6	5,3	5,1	4,9
DPS (đồng/cp)	4,100	3,850	3,850	3,850
Tỷ suất cổ tức (%)	3,5	4,5	5,4	5,4

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	89.500	50%	44.800
P/E	77.500	50%	38.700
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>			<b>83.500</b>

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	Giá	Khuyến nghị	Thời gian
10/2021	100.000	TÍCH LŨY	Dài hạn
06/2022	83.500	MUA	Dài hạn



## 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%

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, 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.

## TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

### Nguyễn Thị Phương Lam Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1313)  
• Thị trường  
• BĐS Khu công nghiệp

### 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

### Nguyễn Thị Ngọc An Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1541)  
• Thực phẩm & Đồ uống  
• Ô tô & Phụ tùng

### Trần Kỳ Anh Senior Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1544)  
• Thị trường  
• Bất động sản  
• Xây dựng

### Nguyễn Hồng Loan Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1531)  
• Dệt may  
• Thủy sản  
• Thực phẩm & Đồ uống

### Nguyễn Ngọc Thành Analyst

thanh.nn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1535)  
• Ngân hàng  
• Bảo hiểm  
• Chứng khoán

### Nguyễn Ngọc Thảo Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)  
• Tiện ích công cộng  
• Cảng biển  
• Logistics

### Trần Thị Ngọc Hà Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

### Bernard Lapointe Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

### Trần Thị Hà My Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006  
• Kinh tế vĩ mô

### Cao Ngọc Quân Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (2223)  
• Công nghệ thông tin

### Trần Ngọc Thảo Trang Assistant

trang.tnt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1522)



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, 2022.**