

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THÀNH CÔNG

VNM – ĐỊNH GIÁ BẮT ĐẦU HẤP DẪN VÀ THỜI CƠ TRONG NGẮN HẠN

TPHCM, NGÀY 10 THÁNG 05 NĂM 2021



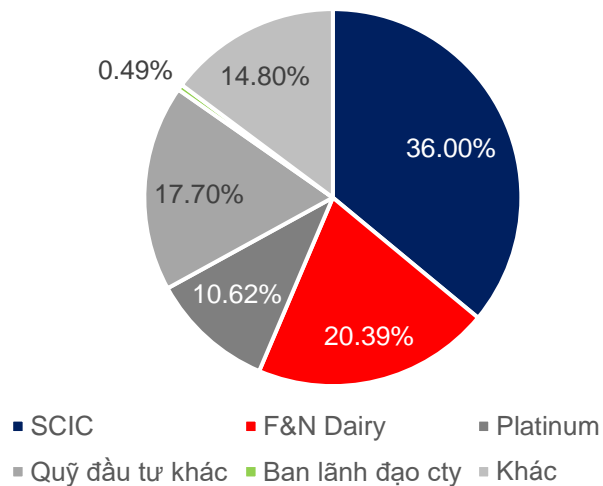
1. VNM là một trong những doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất Việt Nam. Tính đến ngày 07/05/2021, giá trị vốn hóa của VNM khoảng 181.000 tỷ đang đứng vị trí thứ 5 tại Việt Nam (đứng sau VIC, VCB, VHM và HPG), VNM cũng là doanh nghiệp chiếm hơn 50% thị phần sữa của VN hiện tại.
2. Trong thời gian vừa qua, với việc bán mạnh của các nhà đầu tư nước ngoài và kết quả kinh doanh quý 1.2021 kém khả quan (DT và LNST giảm gần 7% so với cùng kỳ 2020) đã làm cho mức định giá của VNM dần trở nên hấp dẫn hơn. Với mức giá đóng cửa vào ngày 07/05/2021, VNM đang giao dịch tại mức định giá thấp hơn gần 30% so với mức định giá bình quân 5 năm và chiết khấu hơn 40% so với các doanh nghiệp sữa khác trong ngành tại khu vực Châu Á.
3. Việc giá cổ phiếu giảm cũng làm cho mức tỷ suất cổ tức (dividend yield) dần trở nên hấp dẫn hơn với mức gần 5% với giá cp quanh 87.000 đồng, chúng tôi thống kê mức tỷ suất cổ tức trong 5 năm qua, chúng tôi thấy rằng mức tỷ suất cổ tức hiện tại đang gần như cao nhất trong 5 năm trở lại đây.
4. VNM vẫn là một trong những doanh nghiệp có sức khỏe tài chính rất tốt khi có gần 1 tỷ USD tiền mặt và vay nợ rất ít và với lãi suất rất thấp. Hoạt động kinh doanh theo chúng tôi vẫn an toàn và bền vững với mức tạo ra dòng tiền hoạt động (CFO) mỗi năm quanh 10.000 tỷ, đồng thời mức ROE luôn cao hơn 30% và net margin luôn quanh mức 20%.
5. Xét về mặt kỹ thuật, chúng tôi thấy rằng VNM đang trade tại mức quá bán quá lớn với RSI đã chạm mức thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây và cũng đang gần bằng với mức tại COVID 19 vào tháng 4 năm 2020, chúng tôi cho rằng chỉ báo này là một trong những tín hiệu giao dịch tốt trong ngắn hạn cho VNM.
6. Về rủi ro của VNM, chúng tôi cho rằng VNM hiện tại có 3 rủi ro lớn là giá hàng hóa thế giới đang gia tăng và giá đầu vào của VNM cũng không nằm ngoài xu hướng đó, điều này sẽ ảnh hưởng đến gross margin của cty trong thời gian tới. Rủi ro thứ hai là chưa có dấu hiệu nước ngoài sẽ dừng bán và rủi ro thứ ba đến từ kết quả kinh doanh của VNM rất khó để quay trở lại mức tăng trưởng 2 con số khi thị phần đã quá lớn và ngành sữa VN dường như đang bước vào giai đoạn bão hòa.
7. Tóm lại, chúng tôi vẫn thích VNM tại vùng giá dưới 85.000 đồng/cp, với mức ổn định của kinh doanh, tín hiệu kỹ thuật cũng đang ủng hộ cho chúng ta, theo dõi và quan sát giao dịch của nước ngoài sẽ là thời điểm tốt để có thể đầu tư VNM trong thời gian tới.

Chi tiết hơn về số liệu khách hàng có thể xem những slide bên dưới

TỔNG QUAN CÔNG TY

Ngành nghề	Sữa
VĐL	20,899.6
Giá thị trường	87,000
Vốn hóa	181,826.5
Tăng trưởng DT 3 năm	9.4%
Tăng trưởng LNST 3 năm	9.6%
Cổ tức tiền mặt	40.0%
PE Trailing	16.2

Cơ cấu cổ đông



Lịch sử hình thành

Công ty cổ phần Sữa Việt Nam được thành lập **ngày 01/10/2003** của Bộ Công nghiệp về việc chuyển Doanh nghiệp Nhà nước Công ty Sữa Việt Nam trực thuộc Bộ Công nghiệp thành công ty cổ phần Sữa Việt Nam.

Cổ phiếu của công ty chính thức giao dịch trên trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh vào **ngày 19/01/2006** với khối lượng niêm yết là 159 triệu cổ phiếu.

Đến nay VNM là một trong những doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất VN (với giá trị hơn 181.826 tỷ) và luôn giữ thị phần sữa hơn 50% tại Việt Nam.

Những điểm nhấn kinh doanh 2020

59.723

TỶ ĐỒNG
TỔNG DOANH THU
(HỢP NHẤT)

13.519

TỶ ĐỒNG
LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ
(HỢP NHẤT)

11.236

TỶ ĐỒNG
LỢI NHUẬN SAU THUẾ
(HỢP NHẤT)

229.443

TỶ ĐỒNG
VỐN HÓA
THỊ TRƯỜNG
(tại ngày 31/12/2020)

↑0,3%

TỔNG THỊ PHẦN
TOÀN NGÀNH SỮA
CỦA VINAMILK
TẠI VIỆT NAM

55

SỐ NƯỚC XUẤT KHẨU
LŨY KẾ

9.361

SỐ LƯỢNG
NHÂN VIÊN

240.000

ĐIỂM BÁN LẺ
KÊNH TRUYỀN THÔNG

5.400

ĐIỂM BÁN LẺ
KÊNH SIÊU THỊ

2.400

ĐIỂM BÁN LẺ
KÊNH CỬA HÀNG TIỆN LỢI

12

TRANG TRẠI
CHUẨN GLOBAL G.A.P

132.000

TỔNG ĐÀN BÒ
KHAI THÁC⁽¹⁾

VNM đang về vùng định giá thấp nhất trong 5 năm trở lại đây

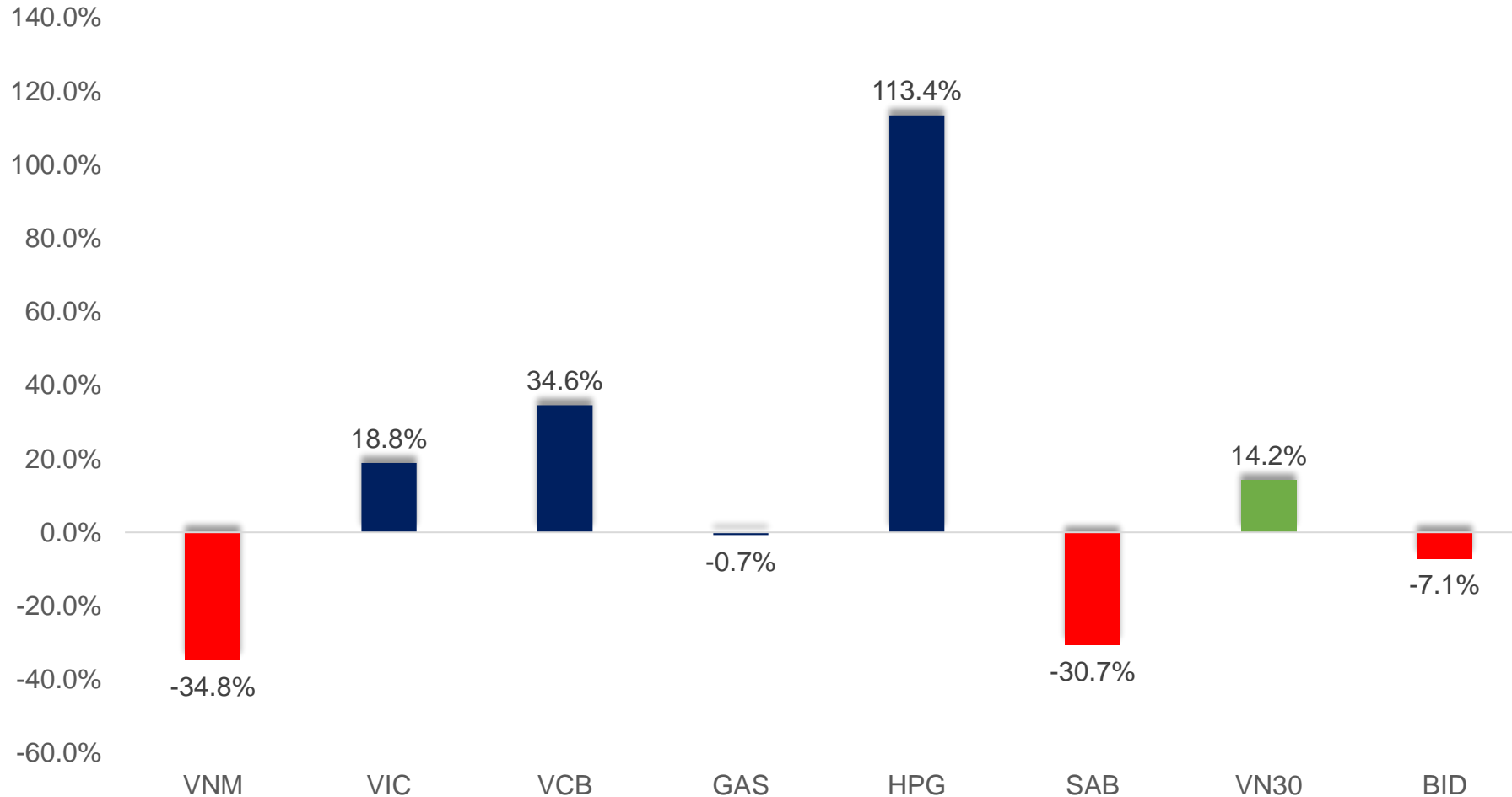
Tỷ suất sinh lời của VNM và VN30 trong 3 năm qua



Nếu xét từ đỉnh của thị trường vào tháng 4.2018 đến nay, VNM là một trong những cổ phiếu trong top 10 có tỷ suất sinh lời kéo nhất, tiêu biểu là dù cho chỉ số VN30 đã tăng trở lại khoảng 14.4% trong 3 năm qua, nhưng với VNM đã giảm gần 35% so với đỉnh của quá khứ (tương ứng mức underperform khoảng 45%) – cũng là mức underperform nặng nhất so với những cổ phiếu trong nhóm VN30 trong 3 năm qua.

VNM đang về vùng định giá thấp nhất trong 5 năm trở lại đây

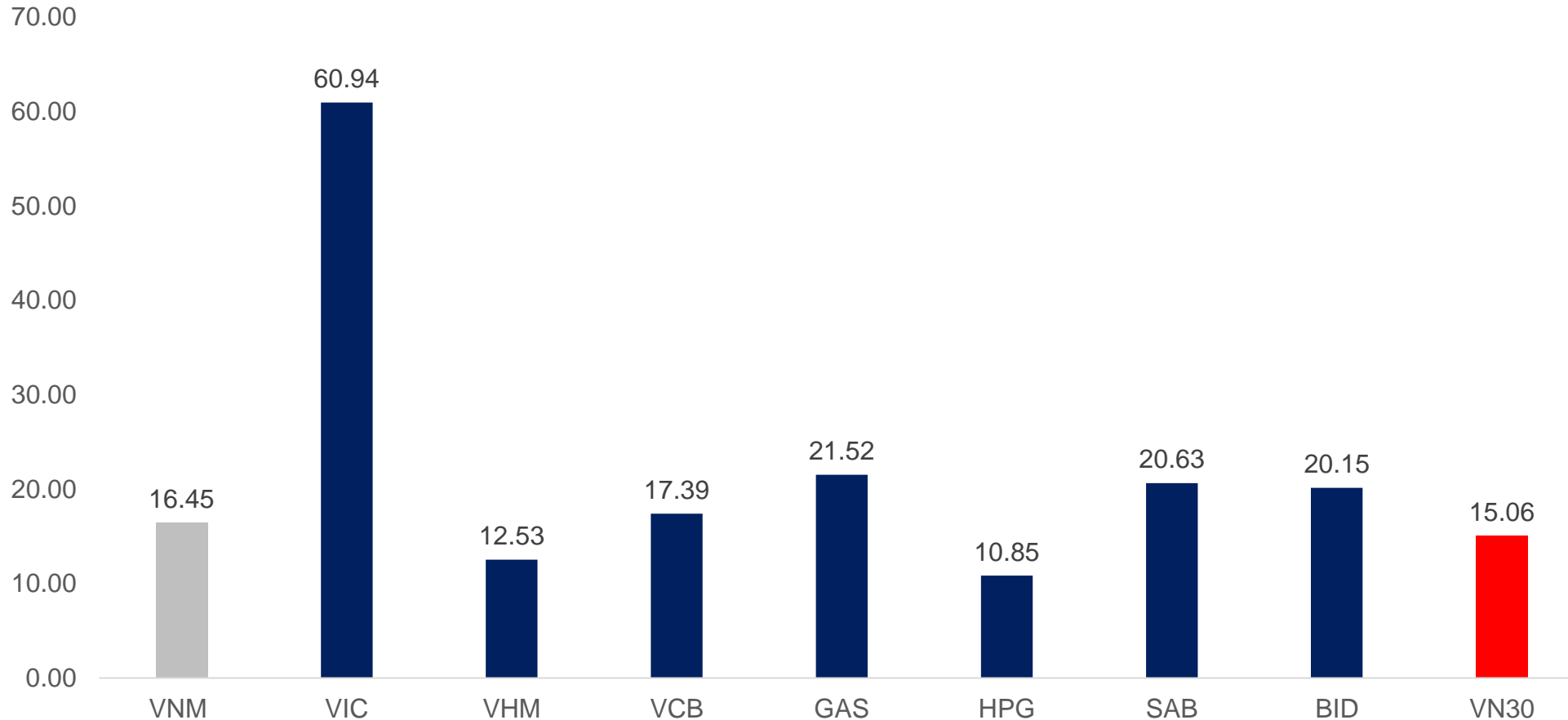
Diễn biến tỷ suất sinh lời của top 10 kể từ đỉnh tháng 4.2018 đến nay



Bên phải là diễn biến tỷ suất sinh lời của một số cổ phiếu tiêu biểu trong top 10 vốn hóa lớn nhất VN kể từ đỉnh năm 2018 đến nay, trong đó VNM và SAB là một trong 2 cổ phiếu có hiệu quả sinh lời kém nhất trong nhóm VN30, với mức tăng trưởng âm lần lượt là 35% và 31%, so với mức tăng của VN30 là 14.2%.

VNM đang về vùng định giá thấp nhất trong 5 năm trở lại đây

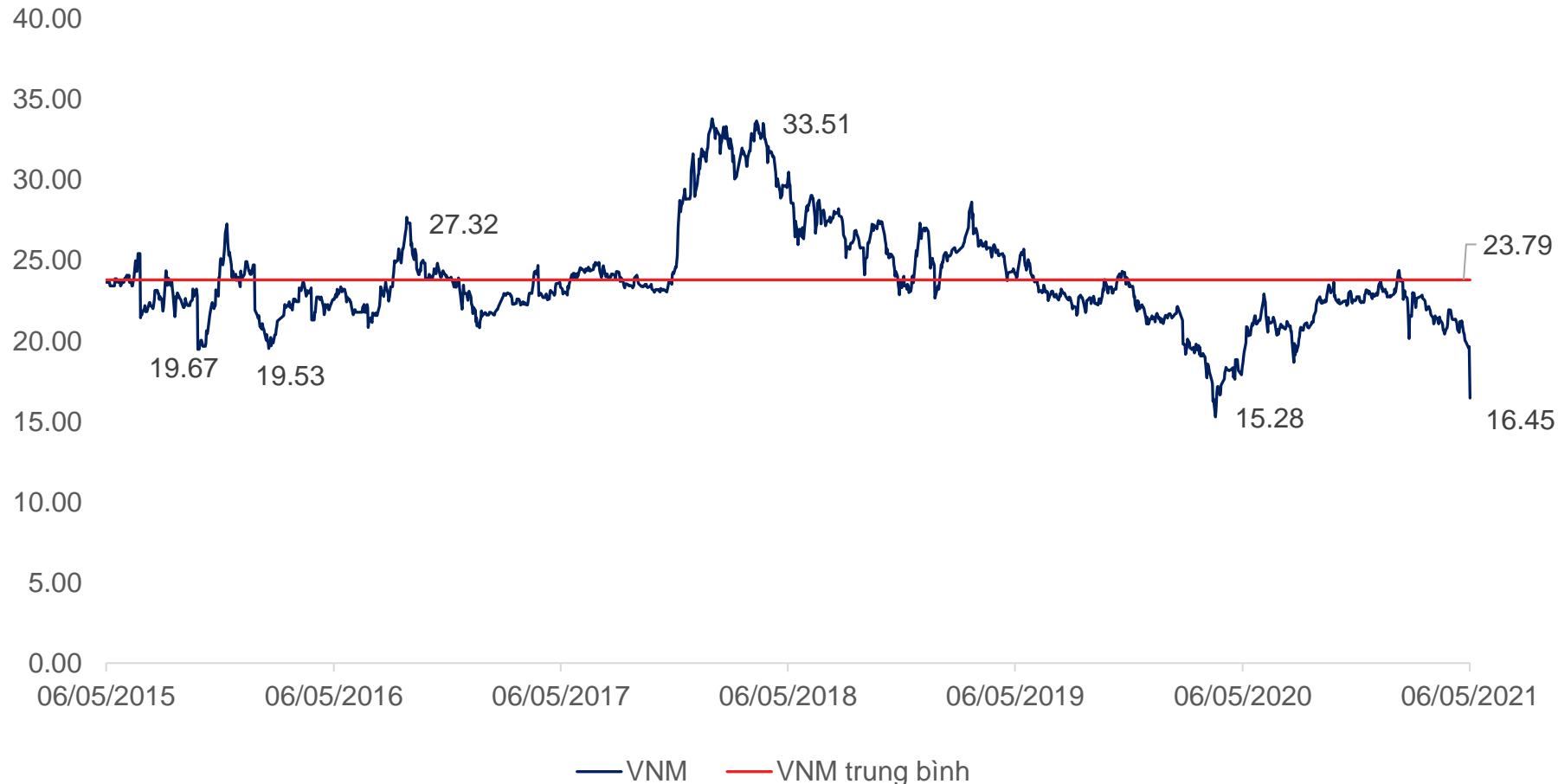
Định giá P/E trailing của một số DN trong top vốn hóa



Xét trong top những doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất VN hiện tại, VNM đang được định giá ở mức P/E trailing khoảng 16.45 (tại giá cp ngày 07/05/2021 là 87.000 đồng), chỉ cao hơn 2 doanh nghiệp khác trong nhóm này là HPG trong ngành vật liệu xây dựng và VHM trong ngành bất động sản.

VNM đang về vùng định giá thấp nhất trong 5 năm trở lại đây

Định giá P/E của VNM trong 5 năm qua



Nếu xét về định giá trong quá khứ của VNM, VNM hiện tại đang giao dịch thấp hơn mức định giá P/E trung bình 6 năm khoảng gần 24 lần, hiện tại với giá thị trường 87.000 đồng, VNM đang trade tại mức P/E 16.45, cao hơn mức 15.28 vào tháng 4.2020 bởi ảnh hưởng của COVID 19, nhưng đang discount hơn khoảng 30% so với mức bình quân trong quá khứ.

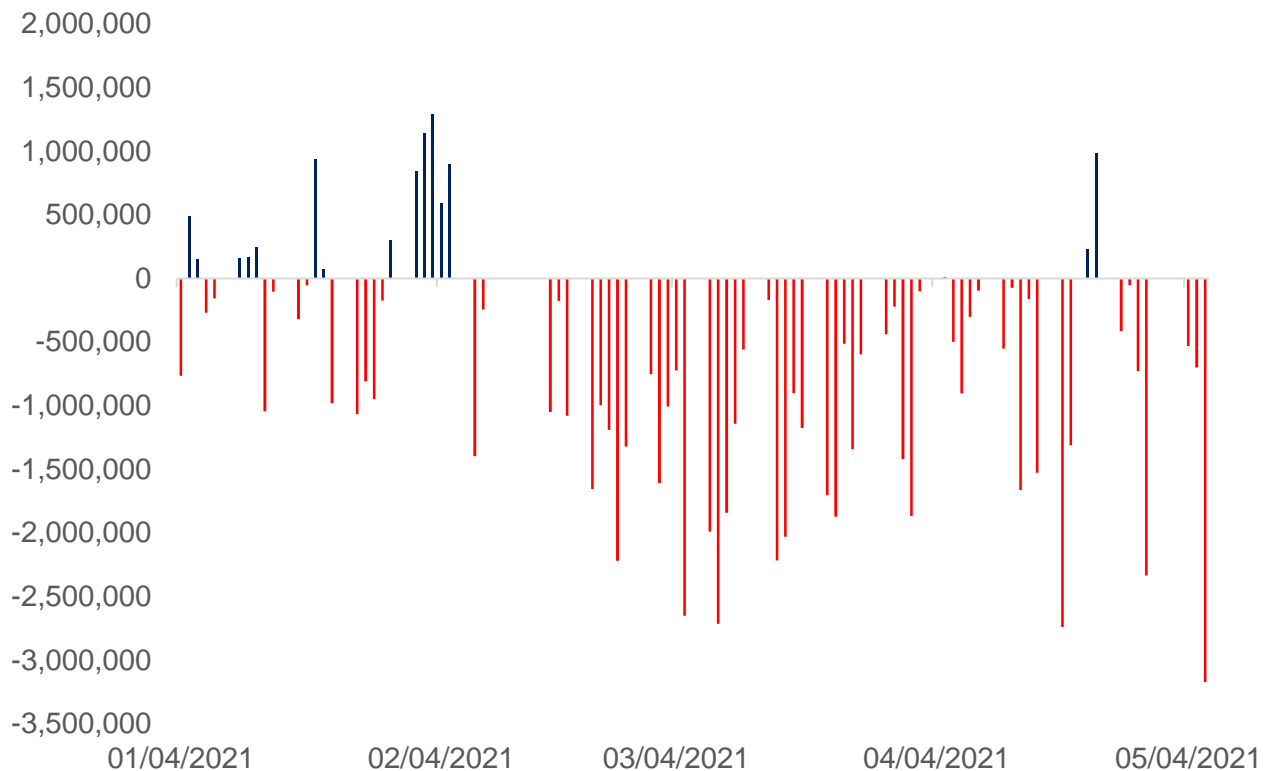
VNM đang về vùng định giá thấp nhất trong 5 năm trở lại đây

Ticker	Vốn hóa (triệu USD)	Giá cổ phiếu (USD)	Tăng trưởng doanh thu 2020	Tăng trưởng EPS 2020	P/E trailing	ROE
Trung vị	8,100.7	4.20	7.50	12.29	28.16	20.11
VNM VN Equity	8,119.1	3.88	5.89	4.39	16.45	31.97
3799 HK Equity	8,284.8	0.60	-1.93	0.20	13.78	22.82
603517 CH Equity	8,082.2	13.28	2.01	-14.00	59.87	18.03
TATACONS IN Equity	8,165.4	8.86	33.40	-20.23	130.94	4.50
FB PM Equity	8,131.1	1.38	-10.13	-32.74	31.85	13.78
151 HK Equity	8,886.8	0.74	-2.98	7.35	14.85	28.82
CPF TB Equity	7,674.9	0.91	10.73	46.79	9.09	11.54
NESZ MK Equity	7,738.9	33.00	-1.92	-16.25	58.89	69.15
600298 CH Equity	7,379.1	8.95	16.73	53.09	31.62	26.37
603345 CH Equity	8,567.0	35.05	32.25	57.24	76.61	17.55
ICBP IJ Equity	6,927.5	0.59	10.27	30.92	15.05	24.02
1579 HK Equity	9,770.0	9.33	25.16	20.67	66.92	29.68
PEP MK Equity	6,434.7	4.52	-10.42	15.43	20.14	5.82
322 HK Equity	10,296.2	1.83	9.10	48.95	16.40	20.21
URC PM Equity	6,052.1	2.75	-0.77	9.15	24.69	12.83
600872 CH Equity	5,563.9	6.98	9.59	29.10	41.82	20.01

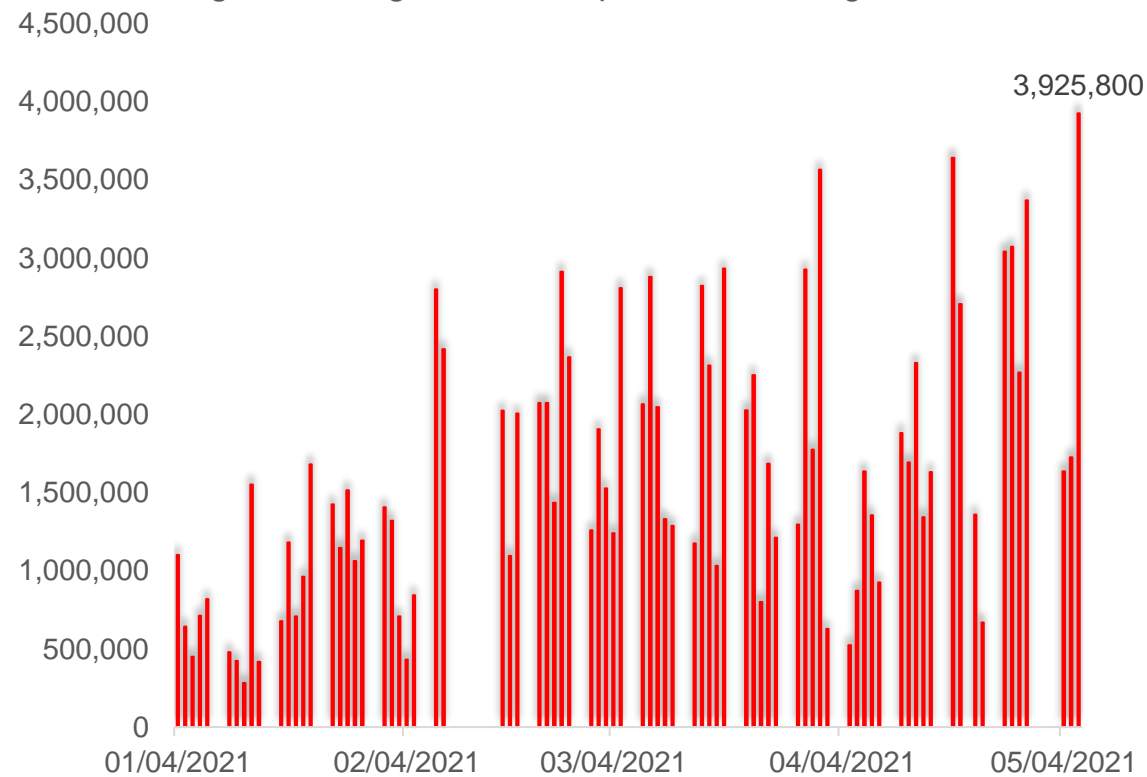
Với các doanh nghiệp có vốn hóa tương đương trong khu vực, VNM cũng đang được giao dịch discount hơn so với trung vị của các doanh nghiệp này khoảng 40%, trong khi đó VNM là một trong những doanh nghiệp có mức ROE thuộc top so với các doanh nghiệp khác và mức dividend yield thuộc top cao nhất với quanh mức gần 5%.

Nước ngoài đang liên tục bán ròng có thể là thời cơ trong ngắn hạn đối với VNM

Tổng khối lượng mua bán ròng



Tổng khối lượng bán của cổ phiếu VNM trong năm 2021



Tính từ đầu năm 2021 đến nay, nước ngoài đã bán ròng tổng cộng hơn 58 triệu cổ phiếu VNM, với giá trị hơn 5,910 tỷ đồng, đây là con số rất lớn, tương ứng với tỷ lệ khoảng 3% vốn của VNM.

Nếu chỉ tính riêng khối lượng bán, mỗi ngày nước ngoài bán VNM gần 4 triệu cp trong những phiên gần đây. Nếu tính tổng cộng khối lượng bán từ đầu 2021 đến nay thì số lượng cp VNM bán ra của nước ngoài khoảng gần 132 triệu cp, tương ứng hơn 6% với của VNM.

Cổ tức cũng bắt đầu hấp dẫn hơn với VNM khi giá cổ phiếu tiếp tục giảm

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EPS	6,060	6,470	6,450	7,080	5,860	6,060	5,380
Cổ tức tiền mặt	4,000	6,000	6,000	5,000	4,500	4,500	4,100
Cổ tức cổ phiếu	20%	20%	0%	20%	0%	20%	0%
Payout Ratio	66.0%	92.7%	93.0%	70.6%	76.8%	74.3%	76.2%
Giá cổ phiếu cuối năm	100,000	128,000	125,600	208,600	120,000	116,500	87,000
Dividend Yield	4.00%	4.69%	4.78%	2.40%	3.75%	3.86%	4.71%

Cổ tức năm 2020 là 4.100 đồng (trong đã tạm ứng 3.000 đồng, còn lại 1.100 đồng dự kiến sẽ chia vào ngày 08/06/2021), tương ứng mức dividend yield khoảng 4.7% (nếu tính giá cp khoảng 87.000 đồng), năm 2021 VNM đặt kế hoạch cổ tức tối thiểu 50% LNST, nhưng nhiều khả năng VNM sẽ chia mức khoảng 4.000 đồng như năm 2020 (VNM có kế hoạch tạm ứng vào ngày 08/09/2021 là 1.500 đồng và 1.400 đồng vào 31/12/2020).

Xét về Cổ tức trong 7 năm qua của VNM, nếu mua VNM hiện tại với giá 87.000 đồng/cp, mức dividend yield chúng ta nhận được là gần như cao nhất trong lịch sử và cao nhất trong 4 năm trở lại đây.

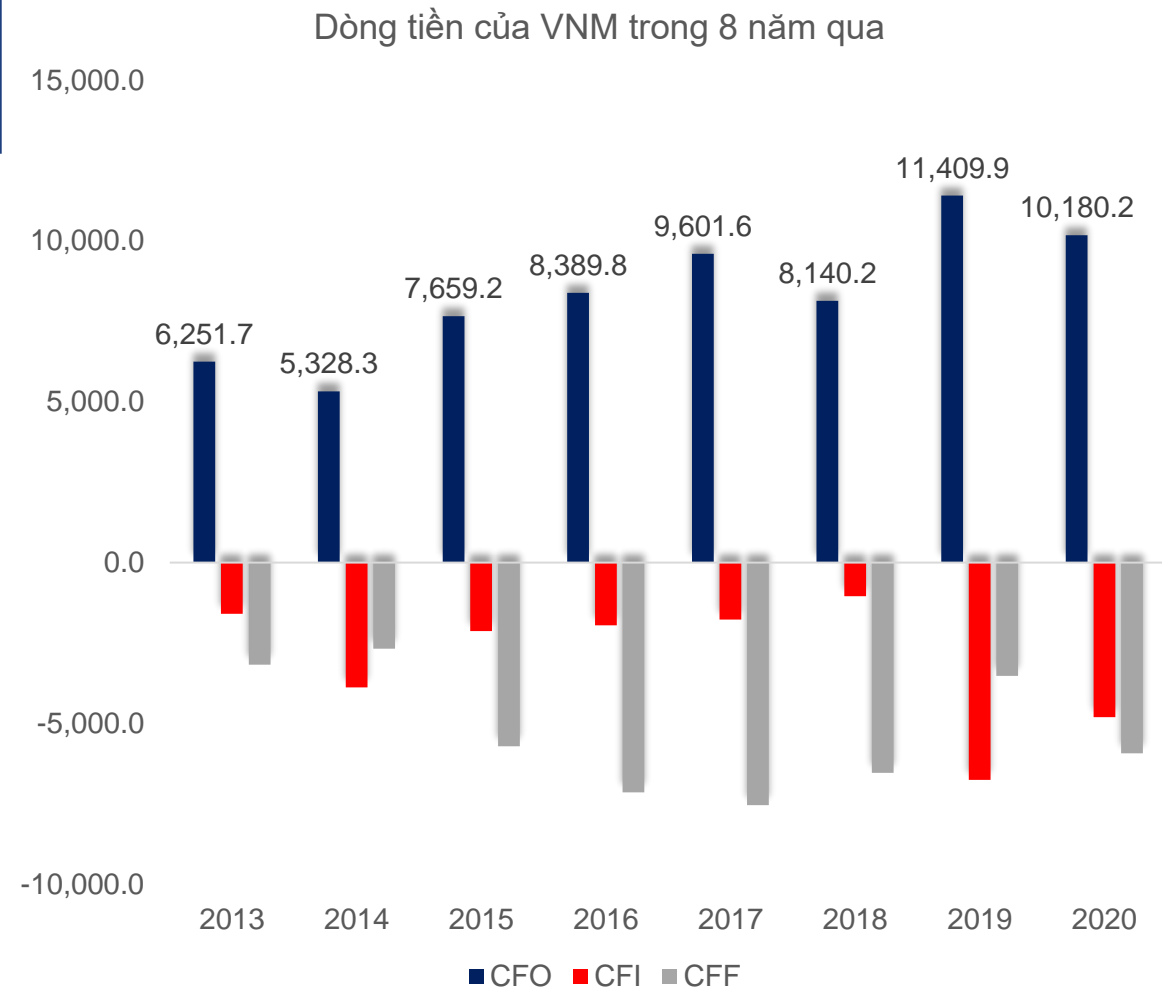
VNM vẫn là một trong những top weight của các quỹ ETFs và xu hướng dòng tiền nước ngoài quay lại mua ròng trong tương lai

Các quỹ ETF vẫn là xu hướng đầu tư trong tương lai, hiện tại VNM hầu như đều nằm ở vị trí top đầu trong danh mục đầu tư của các quỹ ETFs tại Việt Nam. Bên dưới là thống kê về tỷ trọng và vị trí trong danh mục đầu tư của các quỹ ETFs tại Việt Nam:

	Vị trí trong danh mục	% Sở hữu của quỹ	Số lượng cp nắm giữ
Vaneck VNM	4	6.57%	34,023,450
VFMVN30	4	8.30%	6,568,029
Fubon ETF	4	9.70%	4,000,000
FTSE Vietnam Swap UCITS	3	14.10%	16,513,207
KINDEX Vietnam VN30	1	9.64%	4,177,001

Một bảng cân đối kế toán rất tốt với tiền mặt lớn vay nợ ít và khả năng tạo tiền tốt

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tiền mặt	10,027.1	11,109.1	11,525.0	10,196.5	15,100.9	19,424.9
Tiền mặt/Cổ phiếu	8.4	7.7	7.9	5.9	8.7	9.3
Tiền/Tổng tài sản	36.5%	37.8%	33.2%	27.3%	33.8%	40.1%
Nợ vay ngắn và dài hạn	1,843.6	1,659.7	543.0	1,275.8	5,474.5	7,483.9
Nợ vay/Tổng tài sản	6.7%	5.6%	1.6%	3.4%	12.2%	15.5%



Về mặt kỹ thuật, VNM đang trong vùng quá bán lớn thông qua chỉ số RSI



RSI của VNM đã gần chạm mức 20, đây được xem là mức quá bán lớn của VNM. Trong quá khứ VNM đã có thời điểm mức RSI giảm về 20 là vào thời điểm COVID 19, nhưng sau đó giá cp VNM đã phục hồi mạnh trở lại.

Sự quay trở lại của giá hàng hóa làm cho giá nguyên liệu đầu vào của VNM tăng

Giá nguyên liệu đầu vào WMP và SMP trong 10 năm qua



Giá hàng hóa thế giới đang có xu hướng tăng khá mạnh kể từ đầu năm 2021 tới nay, thực tế giá WMP và SMP trung bình 3 tháng đầu năm 2021 **giảm nhẹ gần 5%** so với cùng kỳ năm 2020. Tuy nhiên diễn biến giá trong tháng 3 năm 2021 đã tăng lại hơn 5% so với tháng trước đó, điều này lo ngại giá sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới và lập tức sẽ ảnh hưởng đến Gross margin của VNM trong tương lai.

Kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng âm như trong quý 1 năm 2021

	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021
Doanh thu	14,206.2	15,509.6	15,577.2	14,429.9	13,240.7
Tăng trưởng doanh thu	7.4%	6.2%	8.9%	1.2%	-6.8%
Lợi nhuận sau thuế	2,764.9	3,071.7	3,077.1	2,185.2	2,575.9
Tăng trưởng LNST	-0.9%	6.0%	14.4%	-0.7%	-6.8%

Kết quả kinh doanh trong quý 1 năm 2021 cũng là nguyên nhân dẫn đến ảnh hưởng không tốt đến tình hình thị trường đối với cổ phiếu VNM, doanh thu và LNST quý 1.2021 đã giảm gần 7% so với cùng kỳ năm 2020, nguyên nhân chủ yếu về sự sụt giảm này chủ yếu đến từ sức mua suy giảm của thị trường sữa trong quý 1 năm nay.

Bên cạnh sức mua thị trường trong nước khá yếu, tình hình thị trường nước ngoài cũng kém khả quan do số ca nhiễm COVID 19 tại thị trường Campuchia đã gia tăng trở lại kể từ đầu 2021 đến nay.

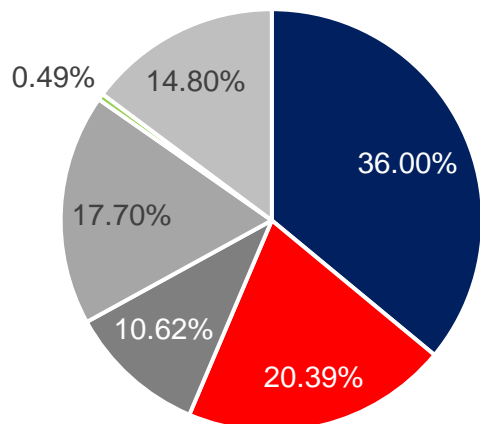
Về kết quả kinh doanh cho cả năm 2021, tại AGM vừa được tổ chức trong tháng 4 năm 2020, VNM đặt kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt là 62,160 tỷ và 11.240 tỷ, tương ứng mức tăng trưởng doanh thu là 4.1% và LNST không tăng trưởng. Với kết quả kinh doanh trên, Mức P/E của VNM vào khoảng 16 lần.

Số lượng quỹ đầu tư nắm số lượng lớn cổ phiếu VNM đang bán ra và không biết khi nào sẽ dừng lại

Như đã đề cập trên, theo thống kê của Fiinpro thì các quỹ đầu tư khác cũng đang nắm gần 18% VNM (tương ứng khoảng 370 triệu cp), đây cũng xem là rủi ro hiện tại của VNM khi đang bị các tổ chức nước ngoài bán ròng rất mạnh trong thời gian vừa qua

Tình hình kinh doanh khó có thể tăng trưởng cao trong tương lai do thị phần quá lớn và ngành cũng bắt đầu có dấu hiệu bão hòa => Định giá VNM sẽ **không thể quay lại mức valuation P/E khoảng 24 lần** như trước đây.

Cơ cấu cổ đông



■ SCIC ■ F&N Dairy ■ Platinum ■ Quỹ đầu tư khác ■ Ban lãnh đạo ctý ■ Khác

Hiện tại SCIC đang sở hữu tỷ lệ 36%, tiếp theo đó là 2 quỹ đầu tư lớn nhất là F&N Dairy từ Thái Lan (20.39%) và Platinum (10.62%). Bên cạnh đó theo thống kê của Fiinpro thì các quỹ đầu tư khác cũng đang nắm gần 18% VNM (tương ứng khoảng 370 triệu cp), đây cũng xem là rủi ro hiện tại của VNM khi đang bị các tổ chức nước ngoài bán ròng rất mạnh trong thời gian vừa qua.

BLĐ cũng chỉ nắm tỷ trọng cp nhỏ với tỷ lệ chỉ 0.49%, còn lại là freefloat bên ngoài thị trường với tỷ lệ 14.8%.

Hiện tại nước ngoài đang sở hữu khoảng 55.4% VNM.

Securities

THANHCÔNG

QUALITY MAKES DIFFERENCE

THANHCÔNG SECURITIES CO.

A: 2nd floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC

T: (+84 28) 3827 0527 | F: (+84 28) 3821 80 10

www.tcsc.vn