

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND88.600

Giá mục tiêu

VND116.000

Tỷ suất cổ tức

4,52%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Hàng tiêu dùng

Ngày 17/11/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

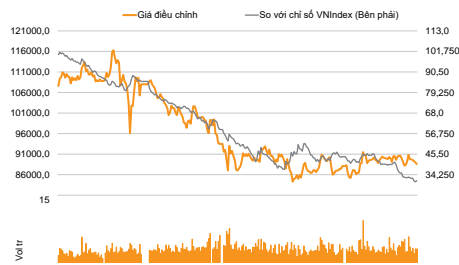
Consensus*: Mua:14 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 9,3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng giá mục tiêu 5,5%
- Tăng EPS 2022/23 1,4%/0,8%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	116.300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	84.300
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	298.072
Thị giá vốn (tỷ VND)	186.006
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	16,7
P/B hiện tại (x)	5,58

Cơ cấu sở hữu

SCIC	36,0%
F&N Dairy Investment Pte, Ltd	20,0%
Platinum Victory Pte Ltd	10,6%
Khác	33,4%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

Bình minh sẽ đến

- VNM ghi nhận doanh thu thuần/ lợi nhuận ròng giảm 0,2%/6,5% svck trong 9T21, lần lượt hoàn thành 71,6% và 74,7% dự phóng cả năm.
- Giá bột sữa dần hạ nhiệt sẽ giảm bớt áp lực lên biên LN gộp từ năm 2022.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan và nâng giá mục tiêu lên 116.000đ/cp do đổi năm cơ sở định giá sang và nâng dự phóng EPS 2022-23.

KQKD Q3/21 bị ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu đầu vào tăng

VNM ghi nhận DT thuần tăng 4,1% svck trong Q3/21 nhờ 1) DT nội địa tăng 3,7% svck chủ yếu do giá bán bình quân tăng 2% svck và sản lượng bán cải thiện 1-2% svck và 2) DT từ thị trường nước ngoài tăng 6,2% svck. Tuy nhiên, biên LN gộp giảm đáng kể 3,8 điểm % do giá bột sữa tăng cao (đã chốt giá sữa nguyên liệu từ Q1/21). Kết quả, LN ròng giảm 4,9% svck. Trong 9T21, DTT/LN ròng giảm 0,2%/6,5% svck, lần lượt lần lượt hoàn thành 71,6% và 74,7% dự phóng cả năm.

Áp lực lên biên LN gộp có khả năng giảm bớt từ năm 2022

Chúng tôi dự phóng biên LN gộp sẽ giảm 2,8 điểm % trong năm 2021 do giá bột sữa tăng cao (+21,5% kể từ đầu năm). Chúng tôi cho rằng giá bột sữa sẽ giảm nhẹ nhưng vẫn neo ở mức cao trong năm 2022. Do đó, biên LN gộp có khả năng tăng trở lại 1,7 điểm % trong 2022 do 1) giá bột sữa giảm 8,0% svck 2) mức độ tự chủ về sữa nguyên liệu tăng 4% sau khi hai dự án trang trại bò sữa tại Quảng Ngãi và Lào được đưa vào khai thác từ T11/21 và Q1/22 và 3) công ty vẫn có khả năng tăng giá bán 3-5%/năm để bù đắp cho chi phí đầu vào tăng.

Lợi nhuận ròng dự phóng tăng 7,0%/11,1% svck trong 2022/23

Chúng tôi dự phóng DT thuần tăng 5,7%/6,5% svck trong 2022/23, đóng góp bởi 1) DT nội địa tăng 4,9%/5,9% svck và 2) mức tăng 12,9%/10,8% svck từ các công ty con tại nước ngoài. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của VNM sẽ cải thiện 1,7/1,1 điểm % trong năm 2022/23 sau khi giảm 2,8 điểm % trong năm 2021. Kết quả, LN ròng dự kiến sẽ tăng 7,0%/11,1% svck trong 2022/23 sau khi đi ngang trong năm 2021 (+0,6% svck).

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 116.000đ/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên cao hơn nhằm phản ánh 1) mức EPS dự phóng năm 2022-23 cao hơn 2) chuyển năm cơ sở sang 2022 và 3) P/E mục tiêu 21,8 lần áp dụng trên EPS dự phóng 2022. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với VNM do chúng tôi cho rằng thời điểm khó khăn nhất đã qua và LN ròng của VNM sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép là 7,0% trong 2022-24 sau khi đi ngang trong năm 2021. Tiềm năng tăng giá là sức tiêu thụ sữa tại thị trường nội địa tăng mạnh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến và 2) giá bột sữa cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	59.636	62.927	66.584	70.900
Tăng trưởng DT thuần	5,9%	5,5%	5,8%	6,5%
Biên lợi nhuận gộp	46,4%	43,6%	45,3%	46,4%
Biên EBITDA	26,6%	25,1%	25,3%	26,1%
LN ròng (tỷ)	11.099	11.162	11.948	13.271
Tăng trưởng LN ròng	4,9%	0,6%	7,0%	11,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.311	5.342	5.717	6.351
EPS điều chỉnh	4.770	4.818	5.146	5.716
BVPS	15.867	15.695	16.460	17.818
ROAE	35,6%	33,8%	35,6%	37,1%

Nguồn: VND RESEARCH

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích VNM vì:

- Vị thế dẫn đầu ngành sữa giúp công ty tăng trưởng trên sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng sau đại dịch.
- Sau khi chiếm lĩnh thị trường nội địa, VNM đang dần dịch chuyển sang thị trường nước ngoài thông qua xuất khẩu và các công ty con tại Mỹ, Cambodia, Philippines,... Chúng tôi cho rằng thị trường nước ngoài sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu của VNM trong những năm tới khi tốc độ tăng trưởng của thị trường nội địa chậm lại.
- Biên LN gộp có khả năng phục hồi trong 2022-23 nhờ 1) Giá bột sữa sẽ hạ nhiệt từ năm 2022, 2) Hai dự án trang trại mới đi vào hoạt động từ Q4/21 sẽ giúp VNM tăng mức độ tự chủ về nguồn nguyên liệu sữa đầu vào và 3) Doanh nghiệp vẫn có khả năng tăng giá bán để bù đắp cho chi phí nguyên liệu đầu vào cao.
- VNM hiện đang giao dịch ở mức P/E là 17,8 lần, thấp hơn so với mức trung bình của các công ty cùng ngành là 25,9% và thấp hơn 20,5% so với mức P/E trung bình trong 2 năm. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu giảm thời gian gần đây là cơ hội để tích lũy một cổ phiếu chất lượng cao như VNM.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan và nâng giá mục tiêu lên 116.000đ/cp dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa hai phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền 10 năm và định giá P/E.

- Chúng tôi nâng định giá chiết khấu dòng tiền thêm 8,1% dựa trên việc chuyển năm cơ sở sang 2022 với WACC là 11,1%, chi phí vốn 11,3%, tăng trưởng dài hạn 5,0% và tăng EPS năm 2022-23 1,4%/0,8%.
- Chúng tôi nâng định giá P/E tăng thêm 2,7% do chuyển định giá sang năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi hạ P/E mục tiêu từ 22,7 lần xuống 21,8 lần trong dự báo trước đó theo P/E trung bình của các công ty trong ngành.

Tiềm năng tăng giá là sức tiêu thụ sữa trong thị trường nội địa mạnh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến và 2) giá bột sữa cao hơn dự kiến.

Hình 2: Định giá theo phương pháp DCF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	113.323
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	121.236
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	234.559
Nợ ròng (tỷ đồng)	15.512
Giá trị vốn (tỷ đồng)	250.071
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
Giá trị vốn/CP (VND)	119.669
WACC	11,1%
Chi phí vốn	11,3%
Tăng trưởng dài hạn	5,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 3: Định giá theo phương pháp P/E

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS năm 2022 (tỷ đồng)	10.753
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
EPS pha loãng 2022 (VND)	5.146
P/E trung bình của các nhà sản xuất sữa khu vực (lần)	21,8
Mức chiết khấu phản ảnh độ rủi ro của thị trường	0%
Hệ số P/E mục tiêu (lần)	21,8
Định giá 2022 (VND)	112.177

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Tóm tắt định giá (Đơn vị: VND)

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	119.669	50%	59.834
P/E	112.177	50%	56.088
Giá trung bình (VND)			115.923
Giá mục tiêu 2022 (Làm tròn)			116.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Mô hình chiết khấu dòng tiền (Đơn vị: Tỷ đồng)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	13.612	14.780	16.329	17.304	19.035	20.938	23.028	25.330	27.863	30.645	33.699
Khấu hao	2.962	3.362	3.776	4.226	4.690	5.197	5.748	6.243	6.687	7.182	7.722
Đầu tư tài sản cố định	(4.192)	(3.762)	(4.450)	(4.472)	(4.875)	(5.314)	(5.792)	(4.643)	(5.061)	(5.517)	(6.013)
Thay đổi vốn lưu động	75	36	(47)	302	(44)	213	(41)	751	48	52	62
Dòng tiền tự do	12.457	14.416	15.609	17.359	18.806	21.035	22.943	27.680	29.537	32.362	35.471
Chi phí thuế	(2.594)	(2.825)	(3.137)	(3.345)	(3.693)	(4.023)	(4.420)	(4.858)	(5.343)	(5.872)	(6.452)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	9.863	11.591	12.472	14.014	15.114	17.012	18.523	22.822	24.194	26.491	29.018
Giá trị năm cuối mô hình											348.797
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	9.863	11.591	11.151	11.205	10.805	10.874	10.587	11.663	11.056	10.824	10.602
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình											127.432

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh với công ty cùng ngành (dữ liệu ngày 16/11/2021)

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)	
							2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	KKN	48,1	N/a	24.390	21,6	29,0	23,9	4,1	3,6	14,4	15,6	6,4	7,2
Bright dairy & food Co Ltd-A	600597 CH	KKN	14,5		2.783	2,9	26,4	23,2	2,6	2,4	10,0	10,7	3,6	3,9
Inner Mongolia Yili Indus-A	600887 CH	KKN	42,3	N/a	40.314	7,3	27,8	23,7	7,1	6,2	26,4	27,0	11,7	12,8
Meiji Holdings Co Ltd	2269 JP	KKN	6.990	N/a	9.341	2,7	16,2	14,2	1,7	1,6	11,4	10,9	6,5	6,5
Universal Robina Corp	URC PM	KKN	132,4	N/a	5.792	1,0	25,3	24,0	2,9	2,7	11,7	11,5	7,0	7,9
Trung bình					16.524	7,1	24,9	21,8	3,7	3,3	14,8	15,1	7,0	7,6
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	KQ	88.600	116.000	8.175	2,7	18,4	17,2	5,6	5,3	33,8	35,6	23,6	25,3

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

BÌNH MINH SẼ ĐẾN

KQKD Q3/21: Áp lực giảm biên lợi nhuận gộp do giá nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh

Hình 7: Kết quả kinh doanh Q3/21

Tỷ VND	Q3/21	Q3/20	% svck	9T21	9T20	% svck	% so với dự báo 2021	Chú thích
Doanh thu	16.194	15.563	4,1%	45.100	45.211	-0,2%	71,7%	
<i>Nội địa</i>	13.752	13.264	3,7%	38.182	38.720	-1,4%	72,0%	DT nội địa tăng 3,7% svck trong Q3/21 nhờ giá bán bình quân tăng 2% svck cùng với sản lượng tiêu thụ cải thiện 1-2% svck, theo ước tính của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng sự bùng phát mạnh mẽ của dịch Covid-19 tại các tỉnh phía Nam vào T6-7 đã làm tăng nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm từ sữa do người bệnh cần bổ sung chất dinh dưỡng để nâng cao sức đề kháng. Ngoài ra, việc sở hữu hệ thống nhà máy phủ rộng khắp cả nước cũng giúp công ty đảm bảo được nguồn cung trong thời gian giãn cách xã hội. Theo quan điểm của chúng tôi, đây là yếu tố cạnh tranh giúp VNM mở rộng thị phần thêm 1 điểm % trong 9T21.
<i>Nước ngoài</i>	2.442	2.299	6,2%	6.918	6.491	6,6%	70,0%	
<i>Xuất khẩu</i>	1.556	1.576	-1,3%	4.328	4.027	7,5%	72,1%	Doanh thu xuất khẩu đi ngang ở mức 1.556 tỷ đồng trong Q3/21, trong đó Trung Đông tiếp tục là thị trường đóng góp chính cho doanh thu xuất khẩu và nhu cầu sữa tại thị trường này vẫn ổn định.
<i>Công ty con tại nước ngoài</i>	886	724	22,4%	2.591	2.465	5,1%	66,9%	Các công ty con tại nước ngoài ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 22,4% svck trong Q3/21 chủ yếu nhờ Driftwood phục hồi gần 30% svck khi các trường học tại Mỹ dần mở cửa trở lại. Trong khi đó, doanh thu của Angkor Milk cũng quay về mức tăng trưởng hai con số nhờ tình hình Covid được kiểm soát tốt ở Campuchia sau khi quốc gia này đạt tỷ lệ tiêm chủng cao.
Lợi nhuận gộp	6.944	7.267	-4,4%	19.552	21.010	-6,9%	70,4%	
<i>Nội địa</i>	5.907	6.147	-3,9%	16.507	17.945	-8,0%	71,6%	
<i>Nước ngoài</i>	1.038	1.120	-7,3%	3.046	3.065	-0,6%	64,7%	
Biên LNG	42,9%	46,7%	-3,8đ %	43,4%	46,5%	-3,1đ %	-0,8đ %	Biên LN gộp giảm 3,8% do chi phí đầu vào tăng do giá đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu và chính sách thuế chống bán phá giá đối với một số nguyên liệu nhập khẩu (đường). Trong đó, giá bột sữa bình quân tăng 22,8% svck trong Q3/21. Theo ban lãnh đạo, VNM mua đường từ các nhà sản xuất trong nước (khẩu đường thô để sản xuất). Do đó, công ty cũng bị ảnh hưởng gián tiếp bởi thuế chống bán phá giá đối với đường trong Q3/21. Bên cạnh đó, việc áp dụng các tiêu chuẩn "ba tại chỗ" cũng khiến chi phí sản xuất tăng lên trong Q3/21.
<i>Nội địa</i>	43,0%	46,3%	-3,4đ %	43,2%	46,3%	-3,1đ %	-0,2đ %	
<i>Nước ngoài</i>	42,5%	48,7%	-6,2đ %	44,0%	47,2%	-3,2đ %	-3,6đ %	
Chi phí bán hàng và QLDN	3.702	3.743	-1,1%	10.230	10.894	-6,1%	68,5%	
<i>% chi phí BH & QLDN so với doanh thu</i>	22,9%	24,1%	-1,2đ %	22,7%	24,1%	-1,4đ %	-1,1đ %	
<i>Chi phí bán hàng</i>	3.308	3.284	0,7%	9.080	9.672	-6,1%	69,6%	
<i>% CPBH/DT</i>	20,4%	21,1%	-0,7đ %	20,1%	21,4%	-1,3đ %	-0,6đ %	
<i>Chi phí quản lý DN</i>	394	459	-14,1%	1.151	1.222	-5,9%	60,4%	
<i>% CPQLDN/DT</i>	2,4%	2,9%	-0,5đ %	2,6%	2,7%	-0,2đ %	-0,5đ %	
EBIT	3.242	3.524	-8,0%	9.322	10.116	-7,9%	72,7%	
<i>Biên EBIT</i>	20,0%	22,6%	-2,6đ %	20,7%	22,4%	-1,7đ %	0,3đ %	
LN trước thuế (LNTT)	3.587	3.777	-5,0%	10.234	10.847	-5,6%	74,6%	
<i>Biên LNTT</i>	22,1%	24,3%	-2,1đ %	22,7%	24,0%	-1,3đ %	0,9đ %	
Thuế TNDN	626	639	-2,0%	1.814	1.847	-1,8%	75,5%	
<i>Thuế suất TNDN</i>	17,5%	16,9%	0,5đ %	17,7%	17,0%	0,7đ %	0,2đ %	
LN ròng (LNR)	2.926	3.077	-4,9%	8.336	8.914	-6,5%	74,7%	Theo sát dự phóng của chúng tôi
<i>Biên LNR</i>	18,1%	19,8%	-1,7đ %	18,5%	19,7%	-1,2đ %	0,8đ %	
EPS pha loãng (VND)	1.262	1.323	-4,6%	3.574	3.834	-6,8%	74,2%	

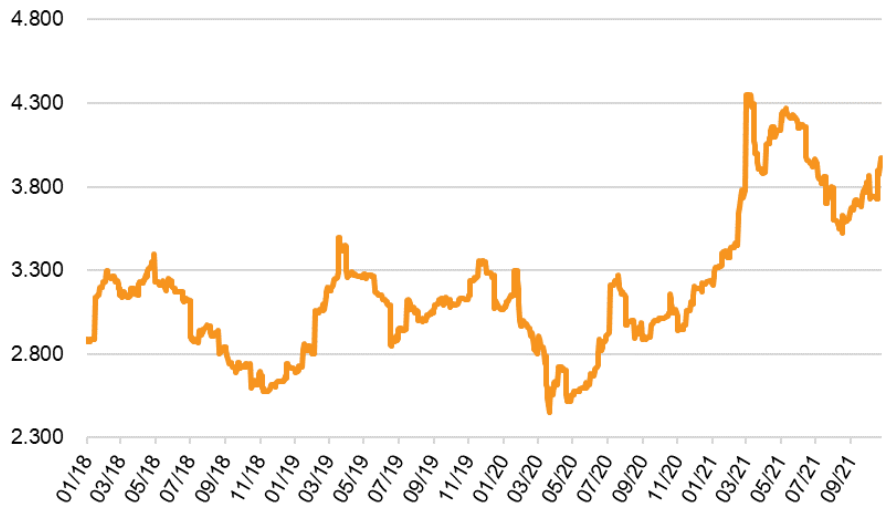
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng tươi sáng hơn trong 2022-23

Áp lực chi phí đầu vào sẽ giảm dần trong năm 2022 nhờ giá bột sữa nguyên liệu giảm

Theo ban lãnh đạo, giá bột sữa nguyên liệu sẽ có thể giảm nhẹ từ năm 2022 nhưng vẫn sẽ ở mức cao. Tuy nhiên, thời điểm khó khăn trong Q3/21 đã trôi qua và biên LN gộp sẽ ít bị ảnh hưởng hơn từ Q4/21-Q1/22. Giá bột sữa nguyên liệu tăng 22,8% svck trong Q3/21, tuy nhiên đã giảm 9,8% so với Q2/2021. Chúng tôi cho rằng công ty đã tận dụng thời điểm giá bột sữa giảm nhẹ vào Q3/21 để chốt giá bột sữa nguyên liệu đến Q1/22. Bên cạnh đó, hai dự án trang trại bò sữa tại Quảng Ngãi và Lào dự kiến sẽ được đưa vào hoạt động lần lượt vào T11/21 và Q1/22. Theo ước tính của chúng tôi, hai dự án này sẽ cung cấp cho VNM khoảng 64tr lít sữa/năm, giúp công ty tăng mức tự chủ về nguyên liệu sữa đầu vào lên 4%. Hiện nay, hơn 60% bột sữa nguyên liệu của VNM được nhập khẩu từ Mỹ, châu Âu và châu Đại Dương. Cùng với chiến lược tăng giá bán thêm 5% trong T5/21, chúng tôi dự báo biên LN gộp của VNM sẽ cải thiện 1,7/1,1 điểm % trong năm 2022-23 sau khi giảm 2,8 điểm % trong năm 2021.

Hình 8: Giá bột sữa nguyên kem giảm nhẹ trong Q3/21 (Đơn vị USD/tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Doanh thu nội địa tăng trưởng ổn định trong năm 2022-23

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sữa của Việt Nam tăng trưởng ổn định 7,0% về giá trị trong năm 2022-23, được thúc đẩy bởi 1) nhu cầu tiêu thụ ổn định ở khu vực nông thôn, dự kiến tăng 13%/14% svck (theo ước tính của chúng tôi) và 2) thay đổi xu hướng của người tiêu dùng sang các sản phẩm dinh dưỡng và tăng cường hệ miễn dịch do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19. Chúng tôi cũng nhận thấy sự thay đổi trong hành vi của người tiêu dùng, ưa thích mua sắm trên các kênh bán lẻ hiện đại hơn so với kênh thương mại truyền thống. Theo quan điểm của chúng tôi, VNM có đủ lợi thế để tận dụng xu hướng này nhờ danh mục sản phẩm phong phú và mạng lưới phân phối rộng khắp ở tất cả các kênh. VNM có hơn 500 cửa hàng - "Giấc mơ sữa Việt" cùng với trang web và ứng dụng mua sắm trực tuyến có sẵn, giúp trải nghiệm mua sắm của khách hàng được xuyên suốt giữa các nền tảng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa lần lượt tăng 4,9% svck và 5,9% svck trong năm 2022-23.

Các chi nhánh tại nước ngoài: Tiềm năng tăng trưởng từ các dự án mới

Vào T10/2021, công ty liên doanh Del Monte - Vinamilk đã ra mắt thương hiệu với 4 dòng sản phẩm đầu tiên. Danh mục sản phẩm hiện tại đã có mặt tại các cửa hàng ở Philippines và nhận được phản hồi tích cực từ người tiêu dùng về hương vị, sự đa dạng và mẫu mã bao bì. Các sản phẩm này hiện được phân phối tại các siêu thị lớn nhất nhì của quốc gia này như Puregold và SVI Group,

cũng như tại cửa hàng chính thức của Del Monte trên Shopee và Lazada. Chúng tôi kỳ vọng công ty liên doanh mới sẽ là động lực tăng trưởng cho doanh thu từ các công ty con ở nước ngoài của VNM trong những năm tới với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 50% trong trung hạn (theo ban lãnh đạo). Chúng tôi hiện đã đưa yếu tố này vào mô hình định giá của mình. Nhìn chung, chúng tôi ước tính tổng doanh thu từ các công ty con ở nước ngoài sẽ tăng 12,9%/10,8% svck trong năm 2022/23 nhờ 1) Del Monte sẽ đóng góp hơn 200 tỷ đồng trong năm đầu tiên và tiếp tục tăng trưởng 50% svck trong năm 2023 và 2) doanh thu của Angkor Milk tăng trưởng 20,0%/18,0% svck trong năm 2022/23.

Thay đổi dự phóng năm 2022-23

Chúng tôi thay đổi dự phóng của mình cho VNM như sau:

- Chúng tôi tăng doanh thu 0,3%/0,4% so với báo cáo trước sau khi tăng doanh thu từ các chi nhánh ở nước ngoài lên 4,9%/6,8% nhờ thêm đóng góp từ liên doanh mới của VNM - The Del Monte.
- Chúng tôi cho rằng biên LN gộp giảm 0,6/0,4/0,3 điểm % trong năm 2021-23 so với báo cáo trước do biên LN gộp mảng kinh doanh tại nước ngoài giảm 3,6/2,7/1,8 điểm % bị ảnh hưởng bởi chi phí vận chuyển cao hơn trong năm 2021 và dần cải thiện trong năm 2022-23 (chúng tôi chưa cập nhật yếu tố này trong mô hình của mình tại báo cáo trước).
- Chi phí bán hàng và quản lý DN giảm 2,3%/1,1% trong năm 2022-23 do chúng tôi cho rằng công ty sẽ tiếp tục duy trì chi phí marketing ở mức thấp nhằm bảo toàn biên lợi nhuận ròng trong bối cảnh giá nguyên vật liệu tăng cao.

Hình 9: Thay đổi dự phóng 2022-23

Tỷ VND	2020			2021F			2022F			2023F		
	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi
Doanh thu	59.636	62.927	62.927	0,0%	66.377	66.584	0,3%	70.590	70.900	0,4%		
Nội địa	50.842	53.045	53.045	0,0%	55.665	55.665	0,0%	58.953	58.953	0,0%		
Nước ngoài	8.795	9.881	9.881	0,0%	10.711	10.918	1,9%	11.637	11.947	2,7%		
Lợi nhuận gộp	27.668	27.764	27.417	-1,2%	30.384	30.191	-0,6%	32.956	32.885	-0,2%		
Biên LNG	46,4%	44,1%	43,6%	-0,6đ %	45,8%	45,3%	-0,4đ %	46,7%	46,4%	-0,3đ %		
Nội địa	46,2%	43,5%	43,5%	0,0đ %	45,4%	45,4%	0,0đ %	46,5%	46,5%	0,0đ %		
Nước ngoài	47,4%	47,6%	44,1%	-3,5đ %	47,5%	44,9%	-2,7đ %	47,5%	45,7%	-1,8đ %		
Chi phí bán hàng và QLDN	15.406	14.945	14.586	-2,4%	16.647	16.257	-2,3%	17.636	17.446	-1,1%		
% chi phí BH & QLDN so với doanh thu	25,8%	23,8%	23,2%	-0,6đ %	25,1%	24,4%	-0,7đ %	25,0%	24,6%	-0,4đ %		
EBIT	12.263	12.819	12.831	0,1%	13.737	13.933	1,4%	15.320	15.439	0,8%		
Biên EBIT	20,6%	20,4%	20,4%	0,0đ %	20,7%	20,9%	0,2đ %	21,7%	21,8%	0,1đ %		
LN trước thuế (LNNT)	13.519	13.724	13.736	0,1%	14.625	14.823	1,4%	16.342	16.465	0,8%		
Biên LNNT	22,7%	21,8%	21,8%	0,0đ %	22,0%	22,3%	0,2đ %	23,1%	23,2%	0,1đ %		
LN ròng (LNR)	11.099	11.152	11.162	0,1%	11.788	11.948	1,4%	13.172	13.271	0,8%		
Biên LNR	18,6%	17,7%	17,7%	0,0đ %	17,8%	17,9%	0,2đ %	18,7%	18,7%	0,1đ %		
EPS pha loãng (VND)	4.770	4.814	4.818	0,1%	5.077	5.146	1,4%	5.673	5.716	0,8%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Lợi nhuận ròng tăng trở lại sau khi đi ngang trong 2021

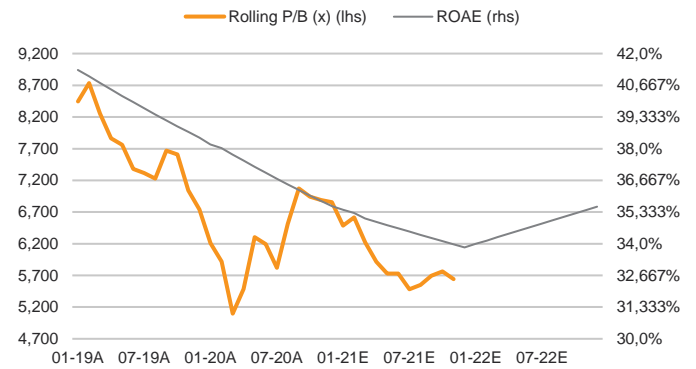
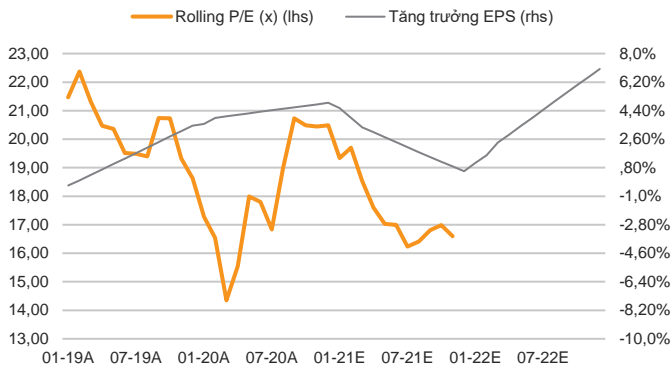
Chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa trong Q4/21 sẽ khả quan hơn và tăng 15-20% svck nhờ 1) mức doanh thu thấp trong Q4/20 do ảnh hưởng của đợt lũ lịch sử ở miền Trung Việt Nam, 2) các kênh phân phối truyền thống mở cửa trở lại cùng với hoạt động mạnh mẽ của kênh thương mại hiện đại và các cửa hàng của Vinamilk sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng trong Q4/21 và 3) nhu cầu về các sản phẩm sữa cao hơn trong bối cảnh đại dịch phức tạp.

Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy VNM đang kiểm soát tốt chi phí bán hàng và quản lý DN để duy trì biên lợi nhuận ròng ở mức 17-18% và sẽ duy trì việc này

trong Q4/21. Theo khảo sát của chúng tôi, chi phí bán hàng trong quý 4 thường cao hơn các quý khác từ 15-33% do công ty tăng đầu tư cho hoạt động quảng cáo và tiếp thị trong thời gian cận Tết. Ngoài ra trong Q4/20, VNM quyết định khấu trừ toàn bộ chi phí phân bổ lợi thế thương mại còn lại của Driftwood (chiếm 2% doanh thu Q4/20) khiến chi phí bán hàng Q4/20 tăng 7,9% svck. Do đó, chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng và quản lý DN sẽ giảm mạnh trong Q4/21, giúp công ty đảm bảo thực hiện kế hoạch kinh doanh 2021.

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần tăng 5,7%/6,5% svck trong 2022-23, nhờ vào 1) doanh thu nội địa tăng 4,9%/5,9% svck và 2) doanh thu từ các công ty nước ngoài tăng 12,9%/10,8% svck. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của VNM sẽ cải thiện 1,7/1,1 điểm % trong năm 2022-23 sau khi giảm 2,3 điểm % trong năm 2021 do áp lực chi phí có khả năng giảm bớt từ năm 2022. Do đó, lợi nhuận ròng của 2022-23 dự báo sẽ tăng 7,0%/11,1% svck sau khi đi ngang trong năm 2021 (+0,5% svck).

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	62.927	66.584	70.900
Giá vốn hàng bán	(35.509)	(36.393)	(38.015)
Chi phí quản lý DN	(1.726)	(2.081)	(2.217)
Chi phí bán hàng	(12.860)	(14.177)	(15.229)
LN hoạt động thuần	12.831	13.933	15.439
EBITDA thuần	14.721	15.875	17.455
Chi phí khấu hao	(1.890)	(1.942)	(2.016)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	12.831	13.933	15.439
Thu nhập lãi	1.164	1.033	1.176
Chi phí tài chính	(268)	(152)	(159)
Thu nhập ròng khác	(2)	(2)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	10	10	10
LN trước thuế	13.736	14.823	16.465
Thuế	(2.404)	(2.594)	(2.881)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(170)	(281)	(312)
LN ròng	11.162	11.948	13.271
Thu nhập trên vốn	11.162	11.948	13.271
Cổ tức phổ thông	(9.405)	(9.405)	(9.405)
LN giữ lại	1.757	2.543	3.866

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	4.277	6.172	7.942
Đầu tư ngắn hạn	12.585	13.317	14.180
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.554	5.877	6.258
Hàng tồn kho	6.757	7.150	7.613
Các tài sản ngắn hạn khác	237	251	267
Tổng tài sản ngắn hạn	29.410	32.766	36.260
Tài sản cố định	13.964	13.055	12.936
Tổng đầu tư	779	780	781
Tài sản dài hạn khác	2.063	1.573	1.665
Tổng tài sản	46.216	48.174	51.643
Vay & nợ ngắn hạn	1.321	1.332	1.418
Phải trả người bán	3.376	3.572	3.803
Nợ ngắn hạn khác	6.912	7.314	7.788
Tổng nợ ngắn hạn	11.609	12.217	13.009
Vay & nợ dài hạn	29	31	33
Các khoản phải trả khác	1.291	1.038	876
Vốn điều lệ và	20.900	20.900	20.900
LN giữ lại	7.573	8.921	11.461
Vốn chủ sở hữu	32.797	34.397	37.234
Lợi ích cổ đông thiểu số	490	490	490
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	46.216	48.174	51.643

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	13.736	14.823	16.465
Khấu hao	2.879	2.479	1.981
Thuế đã nộp	(2.404)	(2.594)	(2.881)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.124)	(1.166)	(1.302)
Thay đổi VLĐ	1.173	(118)	(139)
LC tiền thuần HKĐK	14.260	13.425	14.124
Đầu tư TSCĐ	(1.290)	(1.365)	(2.127)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	16	14	16
Các khoản khác	4.923	(732)	(864)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(204)	(54)	(63)
LC tiền từ HĐĐT	3.445	(2.137)	(3.038)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(6.134)	13	88
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(9.405)	(9.405)	(9.405)
LC tiền thuần HĐTC	(15.539)	(9.392)	(9.316)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.111	4.277	6.172
LC tiền thuần trong năm	2.166	1.895	1.770
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.277	6.172	7.942

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	17,7%	17,9%	18,7%
Vòng quay TS	1,33	1,41	1,42
ROAA	23,6%	25,3%	26,6%
Đòn bẩy tài chính	1,44	1,40	1,39
ROAE	33,8%	35,6%	37,1%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	23,5	23,5	23,5
Số ngày nắm giữ HTK	69,5	71,7	73,1
Số ngày phải trả tiền bán	34,7	35,8	36,5
Vòng quay TSCĐ	4,36	4,93	5,46
ROIC	32,2%	33,0%	33,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,5	2,7	2,8
Khả năng thanh toán nhanh	2,0	2,1	2,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,5	1,6	1,7
Vòng quay tiền	58,2	59,4	60,1
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	5,5%	5,8%	6,5%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	4,6%	8,6%	10,8%
Tăng trưởng LN ròng	0,6%	7,0%	11,1%
Tăng trưởng EPS	0,6%	7,0%	11,1%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: hien.hathu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>