

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND73.700

Giá mục tiêu

VND85.400

Tỷ suất cổ tức

5,65%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Hàng tiêu dùng

Ngày 22/08/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

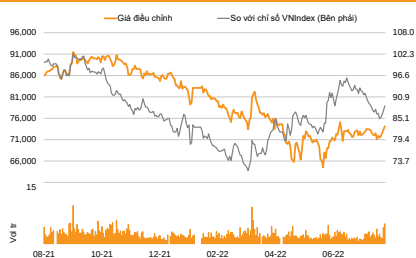
Consensus*: Mua:10 Giữ:3 Bán:2

Giá mục tiêu/Consensus: 2,3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Hạ dự phóng EPS 2022 xuống 15,7%
- Hạ dự phóng EPS 2023 xuống 11,6%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	91.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	64.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	147.902
Thị giá vốn (tỷ VND)	153.403
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	14,0
P/B hiện tại (x)	4,67

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: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Nửa cuối năm sẽ bớt khó khăn hơn

- Trong Q2/22, VNM ghi nhận doanh thu thuần giảm 5,0% svck, trong khi lợi nhuận ròng giảm 26,5% svck.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng tăng trưởng tích cực trong nửa cuối năm nhờ chi phí đầu vào giảm và doanh thu tăng trưởng trở lại.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 85.400đ/cp.

KQKD Q2/22: Tăng trưởng doanh thu thấp hơn kỳ vọng

VNM ghi nhận doanh thu nội địa giảm 5.9% svck trong Q2/22, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ phục hồi. Trong khi đó, doanh thu từ nước ngoài đi ngang, chủ yếu nhờ đóng góp từ các công ty con tại nước ngoài (Driftwood và Angkormilk). Biên LN gộp ghi nhận mức giảm 2,9đ % do chi phí bột sữa nguyên liệu tăng cao. Do đó, LN ròng Q2/22 giảm 26,5% svck xuống 2.083 tỷ đồng. Nhìn chung, doanh thu thuần của VNM trong 6T22 giảm 0,3% svck, trong khi LN ròng giảm 19,6% svck, hoàn thành 40% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Kỳ vọng vào sự phục hồi từ doanh thu và biên LN gộp trong nửa cuối năm

Do KQKD 6T22 thấp hơn kỳ vọng, chúng tôi hạ dự phóng LN ròng 2022-23 xuống 15,7%/11,6% nhằm phản ánh sản lượng hàng bán và biên LN gộp thấp hơn dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng DT nội địa sẽ tăng trưởng 9,8% svck nhờ những nỗ lực gần đây của VNM, bao gồm: đẩy mạnh các hoạt động khuyến mại và tái cấu trúc các kênh phân phối. Ban lãnh đạo cho biết, VNM đã ghi nhận tăng trưởng DT tăng 10% svck vào T7/2022. Bên cạnh đó, chúng tôi quan sát thấy xu hướng giá bột sữa nguyên kem đang hạ nhiệt từ mức đỉnh vào T3/2022 sẽ giúp giảm áp lực về chi phí lên biên LN gộp vào nửa cuối năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng DT 2022 tăng 5,0% svck trong khi LN ròng giảm 12,6% svck. Trong 2023, chúng tôi kỳ vọng DT của VNM tăng 3,8% svck và LN ròng cải thiện 12,8% svck nhờ áp lực chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 85.400đ/cp

Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 22,4% sau khi giảm EPS giai đoạn 2022-23. VNM đang được giao dịch ở mức 16,4x, thấp hơn 18,4% so với mức trung bình 3 năm. Chúng tôi vẫn ưa thích VNM nhờ vị trí dẫn đầu trong ngành sữa. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng đến từ việc tái cấu trúc kênh phân phối và mở rộng trong khu vực. Cùng với tỷ suất cổ tức 5,7%, VNM vẫn là một lựa chọn đầu tư phù hợp trong dài hạn.

Tiềm năng tăng giá là nhu cầu tiêu thụ sữa nội địa cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá bột sữa cao hơn dự kiến, 2) tiến độ hoàn thành các dự án trang trại lâu hơn dự kiến và 3) nhu cầu tiêu thụ sữa thấp hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	59.636	60.919	63.946	66.359
Tăng trưởng DT thuần	5,9%	2,2%	5,0%	3,8%
Biên lợi nhuận gộp	46,4%	43,1%	41,9%	43,6%
Biên EBITDA	26,6%	24,8%	21,2%	22,8%
LN ròng (tỷ)	11.099	10.532	9.200	10.379
Tăng trưởng LN ròng	4,9%	(5,1%)	(12,6%)	12,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.311	5.040	4.403	4.967
EPS điều chỉnh	4.770	4.546	3.962	4.470
BVPS	15.867	16.905	15.889	16.590
ROAE	35,6%	30,8%	26,9%	30,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

NỬA CUỐI NĂM SẼ BỚT KHÓ KHĂN HƠN
KQKD Q2/22 thấp hơn kỳ vọng

Hình 1: So sánh KQKD Q2/22

Tỷ VND	Q2/22	Q2/21	% svck	6T22	6T21	% svck	2022	% so với dự báo 2022	Chú thích
Doanh thu	14.930	15.715	-5,0%	28.808	28.906	-0,3%	64.738	44,5%	
Nội địa	12.471	13.252	-5,9%	24.129	24.430	-1,2%	53.967	44,7%	Chúng tôi cho rằng doanh thu nội địa ghi nhận tăng trưởng âm trong Q2/22 do 1) có sự thay đổi trong xu hướng tiêu dùng ngành sữa, 2) số lượng sản phẩm mới ra mắt còn hạn chế và chưa thực sự tạo được ấn tượng mạnh với người tiêu dùng trong bối cảnh thị trường có nhiều sản phẩm đa dạng đến từ các đối thủ cạnh tranh nội địa và nước ngoài, và 3) kết quả từ việc cắt giảm chi phí khuyến mại và quảng cáo cùng với nâng giá bán lẻ trong những quý gần đây. Trong khi đó, MCM ghi nhận doanh thu Q2/22 tăng 6,2% svck lên 839 tỷ đồng nhờ đẩy mạnh sản phẩm vào kênh siêu thị kết hợp với việc tung ra các sản phẩm mới.
Nước ngoài	2.459	2.464	-0,2%	4.679	4.476	4,5%	10.771	43,4%	
Xuất khẩu	1.415	1.607	-11,9%	2.554	2.772	-7,9%	6.618	38,6%	Doanh thu xuất khẩu giảm 11,9% svck do sức mua tại các thị trường xuất khẩu giảm trong ngắn hạn do lạm phát và giá cước vận chuyển vẫn neo ở mức cao. Bên cạnh đó, khách hàng nước ngoài cũng đã tích trữ một lượng lớn sản phẩm kể từ Q4/21.
Công ty con tại nước ngoài	1.045	858	21,8%	2.126	1.705	24,7%	4.153	51,2%	Các công ty con ở nước ngoài ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu tích cực, trong đó doanh thu của Driftwood tăng 40% svck và Angkormilk tăng 20% svck. Việc sở hữu nhà máy sản xuất tại nước ngoài giúp công ty hạn chế ảnh hưởng của chi phí vận chuyển cao đến giá bán sản phẩm, từ đó đảm bảo sức mua ổn định tại các nước này.
Lợi nhuận gộp	6.077	6.854	-11,3%	11.701	12.609	-7,2%	28.329	41,3%	
Nội địa	5.201	5.743	-9,4%	9.980	10.601	-5,9%	23.638	42,2%	
Nước ngoài	876	1.112	-21,2%	1.722	2.009	-14,3%	4.815	35,8%	
Biên LNG	40,7%	43,6%	-2,9đ %	40,6%	43,6%	-3,0đ %	43,8%	-3,2 đ%	
Nội địa	41,7%	43,3%	-1,6đ %	41,4%	43,4%	-2,0đ %	43,6%	-2,2 đ%	Biên LN gộp trong nước giảm 1,6đ % svck do chi phí nguyên liệu tăng cao (bao gồm giá bột sữa nguyên liệu và đường nguyên liệu) tăng sau theo xu hướng tăng giá hàng hóa toàn cầu ảnh hưởng bởi cuộc xung đột Nga-Ukraine.
Nước ngoài	35,6%	45,1%	-9,5đ %	36,8%	44,9%	-8,1đ %	44,7%	-7,9 đ%	Biên LN gộp từ thị trường nước ngoài giảm mạnh chủ yếu do biên LN gộp mảng xuất khẩu giảm 5,1đ % svck trong bối cảnh chi phí vận chuyển tăng trong Q2/22. Ngoài ra, các mặt hàng xuất khẩu chính của VNM là sữa bột - sử dụng nguyên liệu chính là bột sữa nhập khẩu. Do đó, giá bột sữa nguyên kem giảm đã ảnh hưởng mạnh đến biên LN gộp mảng xuất khẩu trong Q2/22.
Chi phí bán hàng và QLDN	3.693	3.575	3,3%	6.698	6.528	2,6%	15.622	42,9%	
% chi phí BH & QLDN so với doanh thu	24,7%	22,7%	2,0đ %	23,3%	22,6%	0,7đ %	24,1%	-0,9 đ%	
Chi phí bán hàng	3.316	3.186	4,1%	5.952	5.771	3,1%	13.784	43,2%	
% CPBH/DT	22,2%	20,3%	1,9đ %	20,7%	20,0%	0,7đ %	21,3%	-0,6 đ%	% Chi phí bán hàng/doanh thu tăng 1,9đ % chủ yếu do chi phí khuyến mại/doanh thu tăng 1,5đ % (chiếm 68% chi phí bán hàng). Chúng tôi cho rằng việc công ty tăng chi phí khuyến mại nhằm bảo vệ thị phần trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt trên thị trường sữa nội địa.
Chi phí quản lý DN	377	389	-3,1%	746	757	-1,4%	1.838	40,6%	
% CPQLDN/DT	2,5%	2,5%	0,0đ %	2,6%	2,6%	0,0đ %	2,8%	-0,2 đ%	
EBIT	2.383	3.279	-27,3%	5.003	6.082	-17,7%	12.707	39,4%	
Biên EBIT	16,0%	20,9%	-4,9đ %	17,4%	21,0%	-3,7đ %	19,6%	-2,3 đ%	
LN trước thuế (LNTT)	2.576	3.493	-26,3%	5.340	6.647	-19,7%	13.565	39,4%	
Biên LNTT	17,3%	22,2%	-5,0đ %	18,5%	23,0%	-4,5đ %	21,0%	-2,4 đ%	
Thuế TNDN	474	631	-24,8%	950	1.188	-20,0%	2.404	39,5%	
Thuế suất TNDN	18,4%	18,1%	0,4đ %	17,8%	17,9%	-0,1đ %	17,7%	0,1 đ%	
LN ròng (LNR)	2.083	2.835	-26,5%	4.348	5.411	-19,6%	10.905	39,9%	
Biên LNR	14,0%	18,0%	-4,1đ %	15,1%	18,7%	-3,6đ %	16,8%	-1,8 đ%	
EPS pha loãng (VND)	877	1.212	-27,6%	1.851	2.313	-20,0%	4.696	39,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tăng trưởng doanh thu nội địa thấp hơn kỳ vọng

Trong Q2/22, doanh thu nội địa giảm 5,9% svck, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi, trong bối cảnh tổng mức tiêu dùng phục hồi trên mức nền thấp của năm 2021. Chúng tôi thấy một số yếu tố ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ sữa của VNM trong Q2/22 như sau:

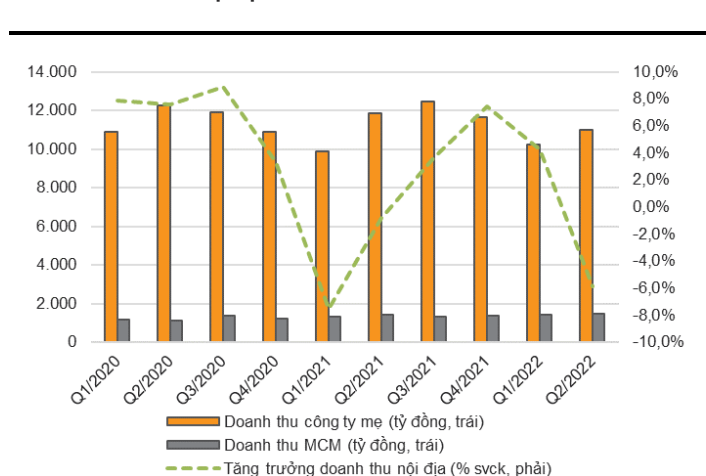
- Chúng tôi quan sát thấy có sự thay đổi trong xu hướng tiêu dùng của ngành sữa. Theo Kantar World Panel, tiêu thụ sữa ở khu vực nông thôn đã tăng đáng kể tuy nhiên khu vực bốn thành phố lớn lại ghi nhận sự sụt giảm. Chúng tôi cho rằng ở khu vực thành thị, người tiêu dùng có nhiều sự lựa chọn hơn bên cạnh các sản phẩm sữa nội địa và có thể tiếp cận các sản phẩm sữa nhập khẩu, xách tay dễ dàng hơn so với khu vực nông thôn. Do đó, thị phần của VNM tại khu vực thành thị có thể đã bị ảnh hưởng trong Q2/22.

Hình 2: Tăng trưởng giá trị tiêu thụ hàng tiêu dùng nhanh trong Q2/22 (đơn vị: % svck)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WEBSITE CÔNG TY

Hình 3: Doanh thu nội địa của VNM từ Q1/20 đến Q2/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

- Trong Q2/22 VNM đã cải tiến và nâng cấp các dòng sản phẩm. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy số lượng sản phẩm mới tung ra còn hạn chế và chưa thực sự tạo được ấn tượng mạnh với người tiêu dùng trong bối cảnh thị trường sữa có nhiều sản phẩm đa dạng đến từ các đối thủ nội địa và nước ngoài. Do đó, tốc độ tăng trưởng các sản phẩm mới còn hạn chế trong khi sản phẩm mới là yếu tố then chốt giúp VNM tăng trưởng doanh thu bên cạnh các sản phẩm chủ lực hiện có.
- Kể từ Q1/21, VNM bắt đầu cắt giảm chi phí bán hàng nhằm bảo toàn biên lợi nhuận ròng trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng doanh thu yếu. Trong những quý đầu tiên kể từ khi cắt giảm, biên lợi nhuận ròng của VNM đã thực sự được bảo toàn. Tuy nhiên, do việc giảm chi tiêu cho hoạt động khuyến mại kéo dài kết hợp với nhiều đợt tăng giá, một số nhà bán lẻ chuyển sang ưa thích các thương hiệu khác có chiết khấu hoặc khuyến mại cao hơn, làm ảnh hưởng đến doanh số bán hàng của VNM trong ngắn hạn. Công ty đã nhận thấy vấn đề này và mở rộng chiến dịch quảng cáo/khuyến mại từ đầu Q2/22.
- Ban lãnh đạo cũng thừa nhận có một số vấn đề trong khâu phân phối khi ở một số thời điểm, các cửa hàng nhỏ lẻ có xu hướng tìm nguồn hàng giá rẻ từ kênh siêu thị, nông thôn và bán lại thay vì nhập từ đại lý phân phối của VNM.

Triển vọng giai đoạn 2022-23: Cải thiện biên LN gộp và tái cấu trúc lại kênh phân phối

Doanh thu nội địa tăng trưởng 9,8% svck vào cuối năm

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng DT nội địa sẽ phục hồi vào nửa cuối 2022 nhờ:

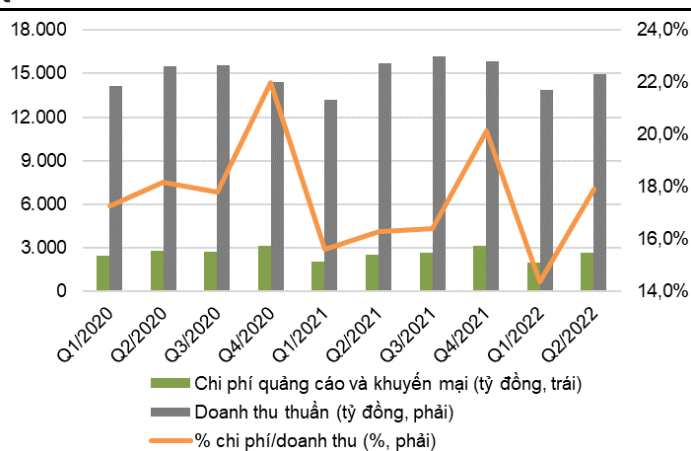
- Áp lực từ việc tăng giá bán sẽ giảm bớt khi các nhà bán lẻ và người tiêu dùng đã quen với mức giá mới. Xu hướng giảm của giá bột sữa nguyên kem cũng sẽ giúp công ty duy trì giá bán ổn định trong thời gian tới.
- Việc tăng chi phí đầu tư vào các chương trình khuyến mại sẽ bắt đầu có hiệu lực. Công ty mới đây tung ra chương trình khuyến mại kích cầu tiêu dùng - “Săn thẻ” cho phép khách hàng tích lũy điểm sau khi mua các sản phẩm của VNM (Yomilk và ADN) và đổi lấy nhiều quà tặng hấp dẫn như thẻ nạp di động, xe đạp, tai nghe. Theo quan điểm của chúng tôi, các chiến lược tiếp thị của công ty sẽ cần thời gian để có thể mang lại hiệu quả và thúc đẩy doanh thu nội địa tăng trở lại từ Q3/22. Theo ban lãnh đạo, doanh thu của VNM đã tăng 10% svck trong T7/2022.
- Ban lãnh đạo cho biết công ty đã tái cấu trúc hệ thống phân phối trong Q1-Q2/22, chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ mang lại những cải thiện nhất định về tăng trưởng doanh thu trong những quý tới.
- Nhu cầu tiêu thụ sữa ghi nhận mức tăng trưởng tích cực hơn trong nửa cuối năm do học sinh quay trở lại trường học sau kỳ nghỉ hè trong Q3/22 và Tết nguyên đán đến sớm sẽ thúc đẩy tiêu thụ các tháng cuối năm 2022.

Hình 4: Chương trình khuyến mại “Săn thẻ”



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WEBSITE CÔNG TY

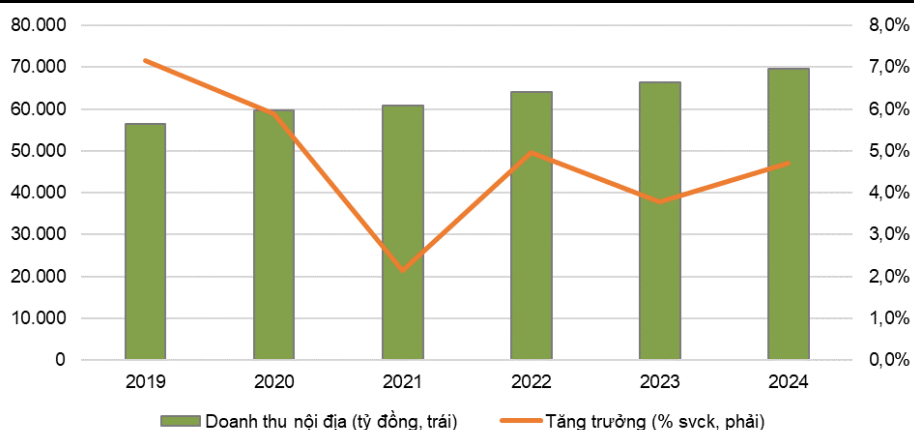
Hình 5: Chi phí khuyến mại và quảng cáo của Vinamilk từ Q1/20 đến Q2/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa tăng 9,8% svck trong 6 tháng cuối năm. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng MCM sẽ ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 7,5% svck trong 2022 (đóng góp 5,0% vào tổng doanh thu) nhờ 1) mảng sữa tươi và sữa chua tăng trưởng khả quan, 2) tăng số lượng điểm bán hàng với mục tiêu mở 70 cửa hàng vào cuối năm nay, và 3) tận dụng hệ thống phân phối có sẵn của VNM. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu nội địa sẽ tăng 3,5%/3,0% svck trong 2022/23.

Hình 6: Doanh thu nội địa Vinamilk trong giai đoạn 2019-24



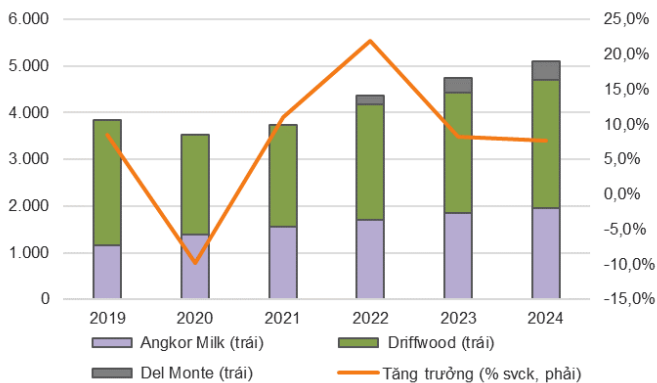
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Các công ty con tại nước ngoài duy trì mức tăng trưởng hai chữ số trong 2022

Chúng tôi kỳ vọng Driftwood ghi nhận doanh thu tăng 12,2% svck trong 2022 nhờ 1) nhu cầu tiêu thụ sữa phục hồi do trong nửa cuối năm 2021 các trường học ở Mỹ đóng cửa, 2) Driftwood sẽ mở rộng tệp khách hàng sang các khách sạn và nhà hàng. Theo VNM, Driftwood đã nhận được đơn đặt hàng từ các trường học tại Mỹ cho đến cuối T3/2023.

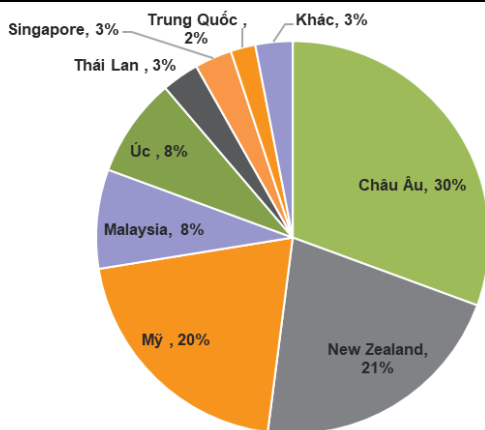
Ngoài ra, VNM cũng có kế hoạch thâm nhập thị trường Indonesia thông qua hoạt động mua bán và sáp nhập. Theo chúng tôi tìm hiểu, hiện vẫn chưa có công ty dẫn đầu trong ngành sữa Indonesia do các sản phẩm sữa chủ yếu được nhập khẩu. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ sữa ở Indonesia vẫn đang tăng lên, dự kiến sẽ tăng 7,4% svck trong 2022, theo USDA (Bộ nông nghiệp Hoa Kỳ). Do đó, chúng tôi cho rằng Indonesia sẽ là một thị trường tiềm năng cho VNM. Trong khi đó, với kinh nghiệm là công ty hàng đầu trong ngành sữa Việt Nam, doanh nghiệp sẽ nhanh chóng có được chỗ đứng vững chắc tại thị trường Indonesia. Tuy nhiên, hiện tại thông tin về kế hoạch M&A vẫn chưa rõ ràng, chúng tôi chưa phản ánh yếu tố này vào mô hình dự phóng và sẽ cập nhật thông tin trong báo cáo tiếp theo. Nhìn chung, chúng tôi ước tính tổng doanh thu từ các công ty con ở nước ngoài sẽ tăng 21,9%/8,3% svck trong năm 2022/23 nhờ 1) doanh thu từ Driftwood tăng 12,2%/5,0% svck và 2) doanh thu từ Angkor Milk tăng 10,2%/8,0% svck.

Hình 7: Doanh thu các công ty con tại nước ngoài trong giai đoạn 2019-24 (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Các nước xuất khẩu sữa sang Indonesia



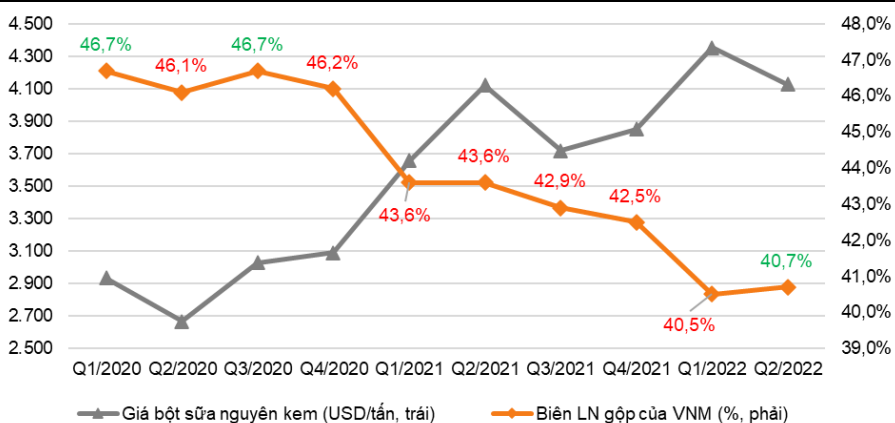
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, USDA

Giá bột sữa nguyên kem có khả năng đã đạt đỉnh trong Q2/22 giúp hạ bớt áp lực về chi phí đầu vào trong nửa cuối năm

Trong Q2/22, biên LN gộp của VNM giảm 2,9 điểm % svck do giá bột sữa nguyên kem tăng cao trong Q1/22 (trùng với thời điểm chốt giá sữa nguyên liệu cho quý 2 của công ty). Giá bột sữa nguyên kem đã tăng nhanh từ Q1/22 theo xu hướng tăng giá hàng hóa toàn cầu và đạt mức cao nhất vào T3/2022. Đây là mức giá cao nhất trong gần 5 năm trở lại đây. Tuy nhiên, chúng tôi quan sát thấy giá bột sữa nguyên kem đã quay trở lại mức trước khi có cuộc khủng hoảng Nga-Ukraine và giảm 28,2% trong ngày 16/8 so với mức đỉnh.

Theo Rabobank, tình trạng dư cung tại Trung Quốc đã khiến cho sản lượng nhập khẩu bột sữa tại nước này giảm do 1) nguồn cung sữa trong nước tăng trưởng 8% svck trong Q1/22, 2) nguồn dự trữ ở mức cao do Trung Quốc tăng sản lượng nhập khẩu trong năm ngoái và 3) nhu cầu yếu hơn do các chính sách Zero Covid. Do Trung Quốc là khách hàng lớn nhất trên thị trường nhập khẩu bột sữa, chúng tôi tin rằng điều này sẽ dẫn tác động khiến giá bột sữa toàn cầu hạ nhiệt trong sáu tháng cuối năm.

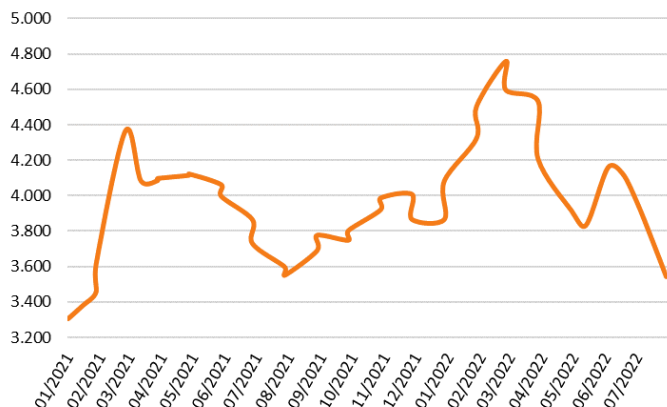
Hình 9: Biên LN gộp của VNM và giá bột sữa nguyên kem từ Q1/20 đến Q2/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

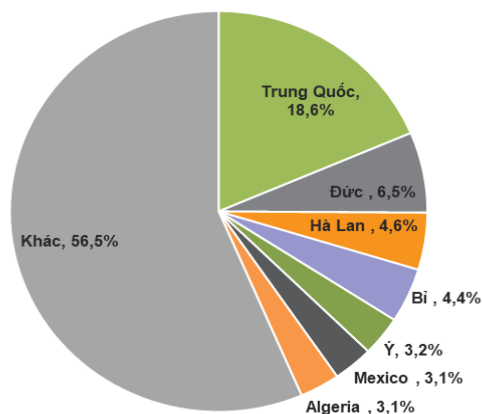
Theo ban lãnh đạo, VNM đã chốt giá bột sữa nguyên liệu đến T10/2022. Bên cạnh đó, công ty cũng đang đàm phán với các nhà cung cấp để chốt giá bột sữa nguyên liệu đến T1/2023. Chúng tôi kỳ vọng chi phí nguyên liệu đầu vào của VNM sẽ giảm đáng kể trong Q4/22 phù hợp với xu hướng giảm của giá bột sữa nguyên kem trong nửa cuối 2022. Tuy nhiên, chi phí sản xuất vẫn sẽ ở mức cao trong Q3/22 do trong T3/2022 VNM đã chốt hợp đồng giá bột sữa nguyên liệu T8/2022. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của VNM sẽ thu hẹp 1,3 điểm % trong 2022 xuống còn 41,9% và cải thiện 1,8 điểm % lên 43,6% trong 2023.

Hình 10: Giá bột sữa nguyên kem từ T1/2021 đến T7/2022 (đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GLOBAL DAIRY TRADE

Hình 11: Các quốc gia nhập khẩu bột sữa trong 2021 theo tỷ trọng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi dự báo giá bột sữa nguyên kem sẽ dao động trong khoảng 3.800-4.100 USD/tấn trong giai đoạn 2022-25. Tại mức giá này, biên LN gộp của VNM đạt trung bình ở mức 43,7% (cao hơn 0,6 điểm % so với năm 2021) trong giai đoạn 2022-25. Trong T7/2022, công ty đã đón 2.500 con bò sữa HF thuần chủng nhập khẩu từ Mỹ về để mở rộng đàn cho trang trại sinh thái Green Farm và tổ hợp trang trại Lao-Jagro. Dự án trang trại tại Lào (quy mô 8.000 con bò) dự kiến sẽ cho ra sản phẩm vào năm 2023. Chúng tôi ước tính dự án này sẽ giúp công ty tăng khả năng tự chủ về nguyên liệu sữa đầu vào lên 4% và giảm sự phụ thuộc của biên LN gộp vào giá bột sữa thế giới. So với các công ty sữa nội địa trong khu vực, VNM vẫn giữ biên LN gộp cao nhất, theo sau là IDP (39,0%), MCM (32,7%), và HNM (19,1%).

Chi phí khuyến mại tăng có thể gây áp lực lên lợi nhuận ròng

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần tăng 5,0%/3,8% svck trong 2022/23 nhờ 1) doanh thu nội địa tăng 3,5%/3,0% svck và 2) doanh thu từ nước ngoài tăng 12,6%/7,5% svck. Do tác động của việc tăng giá nguyên liệu trong 6T22, biên LN gộp VNM có thể thu hẹp 1,3 điểm % trong 2022 xuống còn 41,9% sau đó cải thiện 1,8 điểm % lên 43,6% trong 2023.

Ngoài ra, chúng tôi dự phóng chi phí bán hàng tăng 9,9%/5,7% svck trong 2022/23 do chi phí khuyến mại tăng 13,5%/3,8% svck. Chúng tôi dự phóng % chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp dự kiến đạt 25,2%/25,5% trong 2022-23, tương đương với mức tỷ lệ trong giai đoạn 2015-16 khi công ty tăng cường các chương trình quảng cáo, khuyến mại nhằm duy trì mức tăng trưởng doanh thu hai chữ số. Chúng tôi cho rằng việc tăng chi phí đầu tư vào các chương trình khuyến mại sẽ có hiệu quả giúp thúc đẩy doanh thu tăng 9,8% svck trong nửa cuối năm. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, việc công ty tăng chi phí khuyến mại để bảo vệ thị phần trong bối cảnh thị trường sữa cạnh tranh gay gắt sẽ gây áp lực lên biên LN ròng của VNM. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của VNM sẽ giảm 12,6% svck trong 2022 trước khi tăng 12,8% svck trong 2023.

Điều chỉnh dự phóng lợi nhuận giai đoạn 2022-23

Chúng tôi thay đổi dự phóng giai đoạn 2022-23 như sau:

- Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu nội địa lần lượt xuống 1,2%/3,7% trong 2022/23 phù hợp với KQKD nửa đầu năm đồng thời phản ánh sản lượng tiêu thụ thấp hơn kỳ vọng trong 6T22.
- Biên LN gộp dự phóng giảm 1,9 điểm %/0,8 điểm % trong 2022/23 so với dự phóng trước đó phản ánh mức tăng giá định giá bột sữa nguyên liệu lên 19,0%/8,0% do ảnh hưởng từ cuộc xung đột tại Ukraine.
- Chúng tôi tăng % chi phí bán hàng và quản lý DN/doanh thu lên 1,1 điểm %/0,9 điểm % so với dự phóng trước đó nhằm phản ánh mức tăng chi phí bán hàng lên 3,3%/1,6%. Chúng tôi cho rằng công ty sẽ tăng chi phí quảng cáo và khuyến mại để bảo vệ thị phần trong bối cảnh thị trường sữa nội địa cạnh tranh gay gắt.

Hình 12: Điều chỉnh dự phóng lợi nhuận giai đoạn 2022-23

Tỷ đồng	2021	2022			2023		
		Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi
Doanh thu	60.919	64.738	63.946	-1,2%	68.944	66.359	-3,7%
Nội địa	51.202	53.967	53.726	-0,4%	57.148	56.894	-0,4%
Nước ngoài	9.717	10.771	10.683	-0,8%	11.796	11.717	-0,7%
LN gộp	26.278	28.329	26.768	-5,5%	30.598	28.941	-5,4%
Biên LN gộp	43,1%	43,8%	41,9%	-1,9đ %	44,4%	43,6%	-0,8đ %
Chi phí BH&QLDN	14.518	15.622	16.135	3,3%	16.965	16.904	-0,4%
% chi phí BH&QLDN/doanh thu	23,8%	24,1%	25,2%	1,1đ %	24,6%	25,5%	0,9đ %
EBIT	11.760	12.706	10.633	-16,3%	13.634	12.036	-11,7%
Biên EBIT	19,3%	19,6%	16,6%	-3,0đ %	19,8%	18,1%	-1,7đ %
LN trước thuế	12.922	13.574	11.445	-15,7%	14.610	12.911	-11,6%
Biên LN trước thuế	21,2%	21,0%	17,9%	-3,1đ %	21,2%	19,5%	-1,7đ %
LN ròng	10.532	10.912	9.200	-15,7%	11.745	10.379	-11,6%
Biên LN ròng	17,3%	16,9%	14,4%	-2,5đ %	17,0%	15,6%	-1,4đ %
EPS (đồng)	4.546	4.700	3.962	-15,7%	5.058	4.470	-11,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

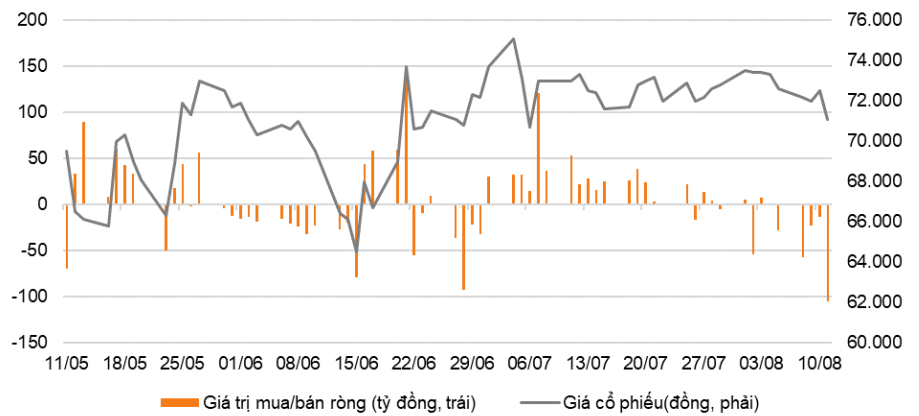
Luận điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan do:

- VNM vẫn duy trì vị thế dẫn đầu ngành sữa nội địa nhờ thương hiệu mạnh, mạng lưới phân phối rộng khắp và đội ngũ quản lý hàng đầu.
- Chúng tôi cho rằng giá nguyên liệu đầu vào tăng và biên LN gộp liên tục giảm đã phản ánh vào mức giá cổ phiếu VNM giảm 27% kể từ đầu năm 2021. Chúng tôi cho rằng giá bột sữa nguyên kem đã đạt đỉnh trong Q2/22 và hạ nhiệt trong nửa cuối năm, trong khi công ty đã thực hiện 2 đợt tăng giá trong 6T22 với mức tăng 5,5% svck. Giá đầu vào giảm trong khi giá bán không đổi sẽ giúp VNM cải thiện biên lợi nhuận gộp hàng quý. Trong Q2/22, biên LN gộp của VNM đánh dấu sự phục hồi kể từ Q3/20, chúng tôi tin rằng biên LN gộp sẽ tiếp tục cải thiện và tăng 2,6 điểm % trong 6 tháng cuối năm so với 6T22.
- VNM hiện được giao dịch ở mức P/E là 16,4x, thấp hơn 18,4% so với bình quân 3 năm của VNM. Chúng tôi cho rằng mức thị giá cổ phiếu gần đây là cơ hội tích lũy cổ phiếu vốn hóa lớn như VNM.
- Công ty cũng có mức cổ tức ổn định từ 4-5%/năm.

Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy nhà đầu tư nước ngoài cũng đang quay trở lại mua VNM với giá trị mua ròng gần đây trong 3 tháng gần đây đạt 288,5 tỷ đồng.

Hình 13: Giá trị mua/bán ròng của VNM từ ngày 11/5 đến 11/8



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng tương đương giữa phương pháp định giá DCF (WACC 10,3%, COE 11,6% và LTG 3,0%) và phương pháp định giá P/E với P/E mục tiêu là 19,6x. Chúng tôi dự báo LN ròng của VNM giảm 12,6% svck trong 2022 trước khi tăng 12,8% svck trong 2023 trong khi các doanh nghiệp sữa nội địa khác trong khu vực vẫn có thể duy trì mức tăng trưởng LN ròng khả quan trong 2022. Do đó, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% trên P/E trung bình của các nhà sản xuất sữa cùng ngành để phản ánh mức tăng trưởng LN ròng kém khả quan trong 2022.

Tiềm năng tăng giá là nhu cầu tiêu thụ sữa nội địa cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá bột sữa cao hơn dự kiến, 2) tiến độ hoàn thành các dự án trang trại lâu hơn dự kiến và 3) nhu cầu tiêu thụ sữa thấp hơn dự kiến.

Hình 14: Định giá theo phương pháp DCF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	89.988
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	80.319
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	170.307
Nợ ròng (tỷ đồng)	13.916
Giá trị vốn (tỷ đồng)	184.223
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
Giá trị vốn/CP (VND)	88.158
WACC	10,0%
Chi phí vốn	11,6%
Tăng trưởng dài hạn	3,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Định giá theo phương pháp P/E

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS năm 2022 (tỷ đồng)	9.200
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
EPS pha loãng 2022 (VND)	4.216
P/E trung bình của các nhà sản xuất sữa khu vực (lần)	21,8
Mức chiết khấu phản ánh LN ròng tăng trưởng kém khả quan	-10%
Hệ số P/E mục tiêu (lần)	19,6
Định giá 2022 (VND)	82.723

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Tóm tắt định giá (Đơn vị: VND)

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	88.158	50%	44.079
P/E	82.723	50%	41.361
Giá trung bình (VND)			85.440
Giá mục tiêu 2022 (Làm tròn)			85.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Mô hình chiết khấu dòng tiền (Đơn vị: Tỷ đồng)

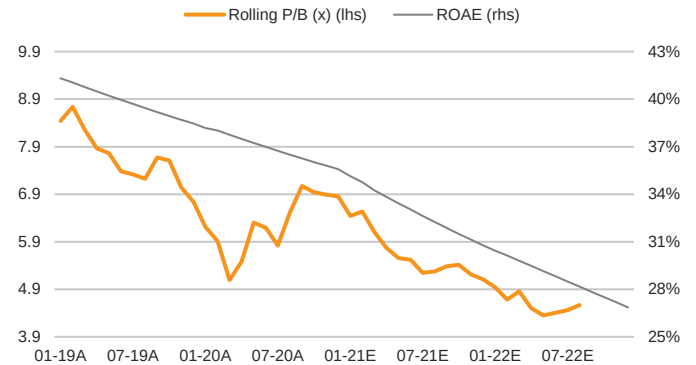
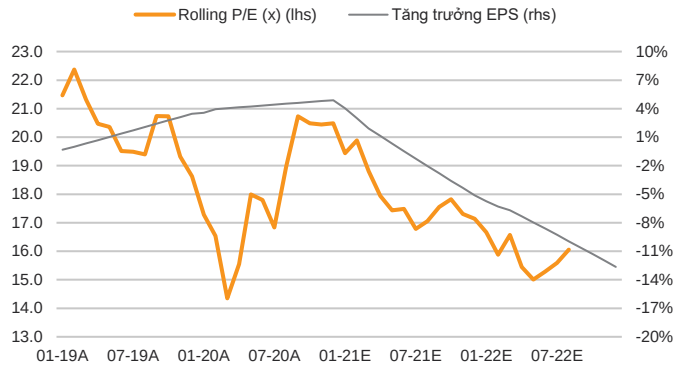
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	12.263	11.760	10.633	12.036	13.260	14.082	14.904	15.685	16.506	17.341	18.215	19.130	20.089
Khấu hao	2.209	2.121	1.745	1.797	1.861	1.931	2.008	2.089	2.177	2.270	2.369	2.474	2.585
Đầu tư tài sản cố định	(1.265)	(1.531)	(1.311)	(1.725)	(1.807)	(1.893)	(2.004)	(2.114)	(2.231)	(2.353)	(2.482)	(2.618)	(2.761)
Thay đổi vốn lưu động	(2.624)	(2.563)	(881)	(218)	(283)	(300)	(386)	(384)	(406)	(425)	(449)	(474)	(501)
Dòng tiền tự do	10.583	9.787	10.185	11.889	13.031	13.821	14.521	15.276	16.046	16.833	17.653	18.512	19.412
Chi phí thuế	(2.283)	(2.290)	(2.028)	(2.288)	(2.517)	(2.672)	(2.828)	(3.004)	(3.166)	(3.329)	(3.500)	(3.679)	(3.867)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	8.300	7.498	8.157	9.601	10.514	11.148	11.693	12.272	12.880	13.503	14.153	14.833	15.545
Giá trị năm cuối mô hình													209.172
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8.300	7.498	8.157	8.725	8.682	8.366	7.974	7.605	7.253	6.910	6.581	6.268	5.969
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình													80.319

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: So sánh với công ty cùng ngành (dữ liệu ngày 22/08/2022)

			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 (%)	
Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị					2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH	N/a	11,7	N/a	2.371	21,5	24,0	21,0	2,0	1,8	8,3	8,8	3,0	3,3
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK	N/a	33,2	N/a	16.735	20,7	20,0	16,5	2,8	2,4	14,1	15,2	5,7	6,5
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH	N/a	36	N/a	33.744	10,8	22,1	18,8	4,3	3,9	20,5	21,5	10,1	11,1
MEIJI Holdings Co Ltd	2269 JP	N/a	6.780	N/a	7.327	13,5	17,0	16,9	1,4	1,3	8,5	8,1	5,5	5,4
Universal Robina Corp	URC PM	N/a	125,3	N/a	4.870	44,3	25,6	21,9	2,5	2,4	10,0	11,2	7,1	8,0
Trung bình					13.010	22,2	21,7	19,0	2,6	2,4	12,3	12,9	6,3	6,9
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	KQ	73.700	85.400	6.652	1,0	18,8	16,7	4,6	4,4	26,9	30,6	17,1	18,9
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH														

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	60.919	63.946	66.359
Giá vốn hàng bán	(34.641)	(37.179)	(37.419)
Chi phí quản lý DN	(1.567)	(1.901)	(1.858)
Chi phí bán hàng	(12.951)	(14.234)	(15.046)
LN hoạt động thuần	11.760	10.633	12.036
EBITDA thuần	13.882	12.377	13.833
Chi phí khấu hao	(2.121)	(1.745)	(1.797)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	11.760	10.633	12.036
Thu nhập lãi	1.215	1.340	1.423
Chi phí tài chính	(202)	(482)	(501)
Thu nhập ròng khác	195	(2)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	(45)	(45)	(45)
LN trước thuế	12.922	11.445	12.911
Thuế	(2.290)	(2.028)	(2.288)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(100)	(217)	(244)
LN ròng	10.532	9.200	10.379
Thu nhập trên vốn	10.532	9.200	10.379
Cổ tức phổ thông	(8.046)	(8.046)	(8.046)
LN giữ lại	2.486	1.154	2.333

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	2.349	2.421	2.620
Đầu tư ngắn hạn	21.026	22.062	23.757
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.822	6.067	6.296
Hàng tồn kho	6.773	7.674	7.963
Các tài sản ngắn hạn khác	162	241	250
Tổng tài sản ngắn hạn	36.131	38.463	40.885
Tài sản cố định	13.837	12.839	12.067
Tổng đầu tư	740	772	773
Tài sản dài hạn khác	2.625	2.097	2.167
Tổng tài sản	53.332	54.171	55.892
Vay & nợ ngắn hạn	9.382	9.848	10.219
Phải trả người bán	4.214	4.423	4.590
Nợ ngắn hạn khác	3.472	3.527	3.660
Tổng nợ ngắn hạn	17.068	17.798	18.469
Vay & nợ dài hạn	76	79	82
Các khoản phải trả khác	338	2.600	2.182
Vốn điều lệ và	20.900	20.900	20.900
LN giữ lại	7.594	7.828	9.123
Vốn chủ sở hữu	35.326	33.204	34.668
Lợi ích cổ đông thiểu số	524	490	490
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	53.332	54.171	55.892

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	12.922	11.445	12.911
Khấu hao	2.367	2.471	1.756
Thuế đã nộp	(2.357)	(2.028)	(2.288)
Các khoản điều chỉnh khác	(937)	(788)	(850)
Thay đổi VLĐ	(2.563)	(881)	(218)
LC tiền thuần HKKD	9.432	10.219	11.310
Đầu tư TSCĐ	(1.531)	(1.311)	(1.725)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	134	15	16
Các khoản khác	(3.536)	(1.068)	(1.696)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1.000	(204)	(34)
LC tiền từ HĐĐT	(3.933)	(2.569)	(3.439)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	318	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	2.046	469	375
Dòng tiền từ HĐTC khác	(4)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(7.621)	(8.046)	(8.046)
LC tiền thuần HĐTC	(5.261)	(7.577)	(7.672)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.111	2.349	2.421
LC tiền thuần trong năm	237	72	199
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.349	2.421	2.620

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	17,3%	14,4%	15,6%
Vòng quay TS	1,20	1,19	1,21
ROAA	20,7%	17,1%	18,9%
Đòn bẩy tài chính	1,49	1,57	1,62
ROAE	30,8%	26,9%	30,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	26,2	25,9	25,9
Số ngày nắm giữ HTK	71,4	75,3	77,7
Số ngày phải trả tiền bán	44,4	43,4	44,8
Vòng quay TSCĐ	4,24	4,79	5,33
ROIC	23,2%	21,1%	22,8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,2	2,2
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	1,7	1,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,4	1,4	1,4
Vòng quay tiền	53,1	57,8	58,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	2,2%	5,0%	3,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(4,1%)	(9,6%)	13,2%
Tăng trưởng LN ròng	(5,1%)	(12,6%)	12,8%
Tăng trưởng EPS	(5,1%)	(12,6%)	12,8%

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>