

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND80.600

Giá mục tiêu

VND110.000

Tỷ suất cổ tức

4,41%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Hàng tiêu dùng

Ngày 21/02/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

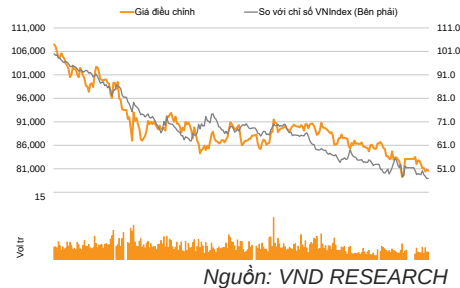
Consensus*: Mua:13 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 1,8%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Hạ dự phóng EPS xuống 8,5%/11,5%

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	108.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	79.200
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	162.049
Thị giá vốn (tỷ VND)	168.868
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	16,0
P/B hiện tại (x)	4,77

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
www.vndirect.com.vn

Kỳ vọng phục hồi trong năm 2022

- VNM ghi nhận doanh thu tăng 2,2% svck trong năm 2021 nhưng LN ròng giảm 5,1% svck do biên LN gộp bị ảnh hưởng bởi giá sữa bột tăng cao.
- Chúng tôi ước tính LN ròng của VNM tăng 3,5%/7,3% svck trong 2022-23.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn ở mức 110.000 đồng/cp do điều chỉnh hạ EPS 2022/23 xuống 8,7%/11,5%.

Biên LN gộp bị ảnh hưởng bởi giá sữa nguyên liệu tăng

VNM ghi nhận doanh thu (DT) nội địa tăng 7,4% svck trong Q4/21 nhờ 1) giá bán bình quân tăng 2% svck và 2) sản lượng bán tăng 5,4% svck (theo ước tính của chúng tôi). DT từ thị trường nước ngoài tăng trưởng ấn tượng 21,6% svck nhờ 1) DT xuất khẩu tăng 23,2% svck chủ yếu đến từ thị trường Trung Đông và 2) DT từ các công ty con tại nước ngoài tăng 29,8% svck nhờ hoạt động phân phối hiệu quả tại Angkormilk. Tuy nhiên, biên LN gộp bị thu hẹp 3,6 điểm % svck trong Q4/21 do giá sữa bột nguyên liệu tăng cao. Bên cạnh đó, chi phí bán hàng giảm đáng kể 5,0% svck do công ty cắt giảm chi phí để bảo toàn biên LN ròng ổn định, do đó LN ròng tăng 0,5% svck trong Q4/21, cao hơn mức giảm 4,9% trong Q3/21. Nhìn chung, VNM ghi nhận DT thuần năm 2021 tăng 2,2% svck trong khi LN ròng giảm 5,1% svck, hoàn thành 92,9% dự báo của chúng tôi.

Hạ dự phóng LN ròng giai đoạn 2022-23 xuống 8,7%/11,5%

Chúng tôi hạ dự phóng DT nội địa năm 2022-23 xuống 3,1%/3,1% nhằm phản ánh nhu cầu tiêu dùng phục hồi chậm hơn dự kiến. Bên cạnh đó, chúng tôi giảm dự phóng biên LN gộp 2022-23 xuống 1,5/2,0 điểm % do tăng giả định giá sữa bột nguyên liệu lên 15,0%/20,0% và giá đường lên 2,0%/1,0% svck do thuế chống bán phá giá. Do vậy, chúng tôi ước tính VNM sẽ ghi nhận DT và LN ròng lần lượt tăng trưởng 6,3%/6,5% svck và 3,6%/7,6% svck trong năm 2022-23.

Liệu VNM còn hấp dẫn sau một năm giá cổ phiếu đi ngang?

Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu sẽ tiếp tục chịu áp lực khi giá sữa bột nguyên liệu vẫn còn cao trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng VNM vẫn phù hợp để nắm giữ trong dài hạn nhờ 1) kết quả kinh doanh ổn định, 2) bảng cân đối tài chính lành mạnh và 3) tỷ suất cổ tức ổn định. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sữa sẽ tăng 6% svck trong 2022. Nhờ đó, VNM với vị thế dẫn đầu ngành sữa sẽ tăng trưởng trên sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng sau đại dịch. Do vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị với VNM.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 110.000 đồng/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu của VNM sau khi giảm EPS năm 2022-23 xuống 8,7%/11,5% và giữ nguyên P/E mục tiêu áp dụng cho EPS 2022 là 21,8 lần. 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	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	59.636	60.919	64.738	68.944
Tăng trưởng DT thuần	5,9%	2,2%	6,3%	6,5%
Biên lợi nhuận gộp	46,4%	43,1%	43,8%	44,4%
Biên EBITDA	26,6%	24,8%	24,2%	24,4%
LN ròng (tỷ)	11.099	10.532	10.905	11.737
Tăng trưởng LN ròng	4,9%	(5,1%)	3,5%	7,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.311	5.040	5.218	5.617
EPS điều chỉnh	4.770	4.546	4.696	5.055
BVPS	15.867	16.905	16.500	17.695
ROAE	35,6%	30,8%	31,2%	32,9%

Nguồn: VND RESEARCH

KỶ VỌNG PHỤC HỒI TRONG NĂM 2022

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực về VNM trong năm 2022-23 nhờ:

- Vị trí dẫn đầu trong ngành sữa với tổng thị phần 54% về giá trị và 60% về sản lượng.
- Dự phóng LN ròng của VNM sẽ đạt mức tăng trưởng kép là 7,5% trong 2022-25. Chúng tôi cho rằng đây là mức tăng trưởng ổn định đối với một doanh đã đạt mức lợi nhuận lớn từ 10.000-11.000 tỷ đồng như VNM.
- VNM có bảng cân đối tài chính lành mạnh với chỉ số ROE vượt trội là 41,6%-31,4% trong giai đoạn 2018-22. Công ty luôn duy trì vị trí dẫn đầu trong top các doanh nghiệp có sức khỏe tài chính hàng đầu với biên LN ròng ấn tượng 17-18%, lượng tiền mặt lớn với 23.374 tỷ đồng bao gồm tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn.
- Công ty cũng đưa ra mức cổ tức ổn định hàng năm từ 4-5%.

VNM hiện đang giao dịch ở mức P/E 16,1 lần, thấp hơn 24,9% so với P/E trung bình trong hai năm mặc dù VNM là một doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh rõ ràng, lợi nhuận tăng trưởng ổn định và bảng cân đối kế toán lành mạnh. Chúng tôi cho rằng VNM xứng đáng được định giá ở mức P/E là 21,8 lần để phản ánh một cách đầy đủ hơn thế mạnh của công ty. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 111.000 đồng/cp do hạ EPS 2022-23 xuống 8,7%/11,5%. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa hai phương pháp định giá DCF (WACC 10,3%, COE 11,3% và LTG 5,0) và P/E mục tiêu cho năm 2022 là 21,8 lần.

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.

Hình 1: Định giá theo phương pháp DCF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	96.412
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	135.652
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	232.064
Nợ ròng (tỷ đồng)	13.916
Giá trị vốn (tỷ đồng)	245.980
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
Giá trị vốn/CP (VND)	117.711
WACC	10,2%
Chi phí vốn	11,3%
Tăng trưởng dài hạn	5,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá theo phương pháp P/E

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS năm 2022 (tỷ đồng)	9.814
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
EPS pha loãng 2022 (VND)	4.696
P/E trung bình của các nhà sản xuất sữa khu vực (lần)	21,8
Mức chiết khấu phản ánh độ rủi ro của thị trường	0%
Hệ số P/E mục tiêu (lần)	21,8
Định giá 2022 (VND)	102.382

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Tóm tắt định giá (Đơn vị: VND)

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	117.711	50%	58.856
P/E	102.382	50%	51.191
Giá trung bình (VND)			110.047
Giá mục tiêu 2022 (Làm tròn)			110.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: 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	12.706	13.634	14.461	15.373	16.635	18.000	19.475	21.067	22.787	24.646	26.655
Khấu hao	2.209	2.121	1.766	1.858	1.963	2.071	2.199	2.328	2.473	2.667	2.886	3.127	3.389
Đầu tư tài sản cố định	(1.265)	(1.531)	(2.266)	(2.413)	(2.560)	(2.370)	(3.413)	(2.303)	(4.151)	(4.483)	(4.841)	(5.229)	(5.647)
Thay đổi vốn lưu động	(2.624)	(2.563)	332	(297)	(1.192)	(485)	(524)	(566)	(611)	(660)	(713)	(770)	(832)
Dòng tiền tự do	10.583	9.787	12.538	12.781	12.672	14.590	14.897	17.458	17.185	18.591	20.119	21.774	23.565
Chi phí thuế	(2.283)	(2.290)	(2.404)	(2.587)	(2.747)	(2.922)	(3.163)	(3.449)	(3.735)	(4.041)	(4.372)	(4.730)	(5.116)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	8.300	7.498	10.135	10.194	9.925	11.667	11.735	14.009	13.450	14.549	15.746	17.044	18.449
Giá trị năm cuối mô hình													359.665
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8.300	7.498	10.135	9.247	8.167	8.708	7.945	8.604	7.493	7.352	7.218	7.087	6.958
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình													135.652

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh với công ty cùng ngành (dữ liệu ngày 17/02/2022)

			Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa	Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)		
Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị			(tr US\$)		2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK	KKN	49,5	N/a	25.082	22,8	24,9	21,0	3,8	3,3	15,4	16,3	7,0	7,7	
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH	KKN	13,3	N/a	2.893	7,9	21,6	19,4	2,2	2,0	10,5	10,6	3,8	4,2	
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH	KKN	40	N/a	40.828	6,5	23,5	20,1	5,8	5,1	26,6	27,2	12,8	13,6	
MEIJI Holdings Co Ltd	2269 JP	KKN	6.840	N/a	9.073	2,4	16,0	15,0	1,4	1,3	9,5	9,1	6,3	6,5	
Universal Robina Corp	URC PM	KKN	127,5	N/a	5.453	0,3	22,9	20,9	2,6	2,4	12,2	12,3	8,0	8,4	
Trung bình						16.666	8,0	21,8	19,3	3,1	2,8	14,9	15,1	7,6	8,1
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	KQ	80.600	110.000	7.416	0,8	17,7	17,1	4,7	4,8	0,3	0,3	0,2	0,2	
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG															

KQKD Q4/21: Biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng bởi giá sữa bột nguyên liệu tăng cao

Hình 6: So sánh KQKD Q4/21 và 2021

Tỷ VND	Q4/21	Q4/20	% svck	2021	2020	% svck	Dự phóng 2021	% so với dự báo 2021	Chú thích
Doanh thu	15.819	14.425	9,7%	60.919	59.636	2,2%	62.927	96,8%	
<i>Nội địa</i>	13.020	12.122	7,4%	51.202	50.842	0,7%	53.045	96,5%	Doanh thu nội địa gần đi ngang trong năm 2021 do nhu cầu tiêu dùng yếu bị ảnh hưởng bởi đại dịch. Trong đó, MCM đóng góp 5,7% vào tổng doanh thu. Theo ban lãnh đạo, thị phần của VNM đã tăng 1% về sản lượng nhờ lợi thế về chuỗi phân phối so với các đối thủ cạnh tranh khác.
<i>Nước ngoài</i>	2.799	2.303	21,6%	9.717	8.794	10,5%	9.881	98,3%	
<i>Xuất khẩu</i>	1.890	1.534	23,2%	6.128	5.561	10,2%	6.006	102,0%	Doanh thu xuất khẩu tăng 10,2% svck chủ yếu nhờ nhu cầu về các sản phẩm sữa phục hồi tại thị trường Trung Đông và Châu Phi. Năm 2021, Vinamilk đã phát triển thêm hai thị trường xuất khẩu mới (Singapore và Philippines), nâng tổng số thị trường xuất khẩu lên 57 thị trường.
<i>Công ty con tại nước ngoài</i>	998	769	29,8%	3.589	3.234	11,0%	3.875	92,6%	Doanh thu từ các công ty con ở nước ngoài tăng 11,0% svck trong năm 2021 nhờ 1) doanh thu từ Driftwood tăng gần 10% svck nhờ các trường học mở cửa trở lại tại Mỹ và 2) mức tăng trưởng hai con số của Angkormilk nhờ hoạt động phân phối hiệu quả với vị thế là nhà máy sữa lớn nhất tại Campuchia.
Lợi nhuận gộp	6.725	6.658	1,0%	26.278	27.668	-5,0%	27.417	95,8%	
<i>Nội địa</i>	5.540	5.554	-0,3%	22.047	23.499	-6,2%	23.060	95,6%	
<i>Nước ngoài</i>	1.185	1.104	7,3%	4.231	4.169	1,5%	4.357	97,1%	
Biên LNG	42,5%	46,2%	-3,6đ %	43,1%	46,4%	-3,3đ %	43,6%	-0,4đ %	Biên LN gộp giảm 3,3 điểm % svck bị ảnh hưởng bởi chi phí đầu vào tăng do gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, trong đó giá sữa bột nguyên kem trung bình tăng 30,0% svck. Bên cạnh đó, VNM mua đường từ các nhà máy nhập khẩu đường thô để sản xuất. Do đó, công ty cũng bị ảnh hưởng gián tiếp bởi thuế chống bán phá giá đường trong nửa cuối năm 2021.
<i>Nội địa</i>	42,5%	45,8%	-3,3đ %	43,1%	46,2%	-3,2đ %	43,5%	-0,4đ %	
<i>Nước ngoài</i>	42,3%	47,9%	-5,6đ %	43,5%	47,4%	-3,9đ %	44,1%	-0,6đ %	
Chi phí bán hàng và QLDN	4.287	4.512	-5,0%	14.518	15.406	-5,8%	14.586	99,5%	
<i>% chi phí BH & QLDN so với doanh thu</i>	27,1%	31,3%	-4,2đ %	23,8%	25,8%	-2,0đ %	23,2%	0,7đ %	% chi phí bán hàng & quản lý DN/doanh thu giảm 2,0 điểm % svck do công ty điều chỉnh chi phí bán hàng nhằm duy trì biên lợi nhuận ròng ổn định.
EBIT	2.438	2.146	13,6%	11.761	12.263	-4,1%	12.831	91,7%	
<i>Biên EBIT</i>	15,4%	14,9%	0,5đ %	19,3%	20,6%	-1,3đ %	20,4%	-1,1đ %	
LN trước thuế (LNTT)	2.688	2.672	0,6%	12.922	13.519	-4,4%	13.736	94,1%	
<i>Biên LNTT</i>	17,0%	18,5%	-1,5đ %	21,2%	22,7%	-1,5đ %	21,8%	-0,6đ %	
Thuế TNDN	475	436	9,0%	2.289	2.283	0,3%	2.404	95,2%	
<i>Thuế suất TNDN</i>	17,7%	16,3%	1,4đ %	17,7%	16,9%	0,8đ %	17,5%	0,2đ %	
LN ròng (LNR)	2.196	2.185	0,5%	10.532	11.099	-5,1%	11.332	92,9%	
<i>Biên LNR</i>	13,9%	15,1%	-1,3đ %	17,3%	18,6%	-1,3đ %	18,0%	-0,7đ %	
EPS pha loãng (VND)	943	936	0,7%	4.517	4.770	-5,3%	4.818	93,8%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

[10/2/2022] Những điểm chính trong buổi họp với Chuyên viên phân tích và Nhà đầu tư Tổ chức

- Công ty chia sẻ quan điểm về mức tăng trưởng nhẹ ở tất cả các dòng sản phẩm. Tuy nhiên thị phần sữa bột trẻ em đang bị cạnh tranh bởi các thương hiệu sữa ngoại và bị ảnh hưởng một phần từ tỷ lệ sinh giảm. Do vậy, chiến lược mới của VNM sẽ là tập trung phát triển dòng sản phẩm sữa bột dành cho người lớn tuổi.
- Tiến độ các dự án trang trại bò sữa mới: 1) Dự án trang trại tại Lào (quy mô 8.000 con) dự kiến cho ra sản phẩm vào năm 2023, 2) Dự án trang trại Mộc Châu (quy mô 4.000 con) đã khởi công xây dựng và 3) Dự án trang trại bò tại Cần Thơ (với quy mô 8.000 con bò) đang trong quá trình làm thủ tục xin cấp phép.

- VNM đã được trao Quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư nhà máy sữa tại Hưng Yên với tổng vốn đầu tư 4.600 tỷ đồng (tổng công suất thiết kế ước tính khoảng 400 triệu lít/năm). Dự án được chia thành hai giai đoạn và nằm trong kế hoạch chiến lược 5 năm 2022-2026 của VNM.
- Công ty có kế hoạch gia công các sản phẩm của MCM để đưa sản phẩm của MCM vào thị trường Miền Trung và Miền Nam. Hiện tại, MCM đang thực hiện các kế hoạch 1) quy hoạch trang trại từ 1.500 con lên 2.000 con bò, 2) xây dựng trang trại mới với quy mô 4.000 con bò.
- Chuỗi “Giấc mơ sữa Việt”: Dự kiến mở thêm 120 cửa hàng vào năm 2022, nâng tổng số cửa hàng lên 700 cửa hàng. Các cửa hàng “Giấc mơ sữa Việt” không chỉ bán sản phẩm của VNM mà còn bán sản phẩm của các công ty thành viên và các sản phẩm uy tín khác tại thị trường.

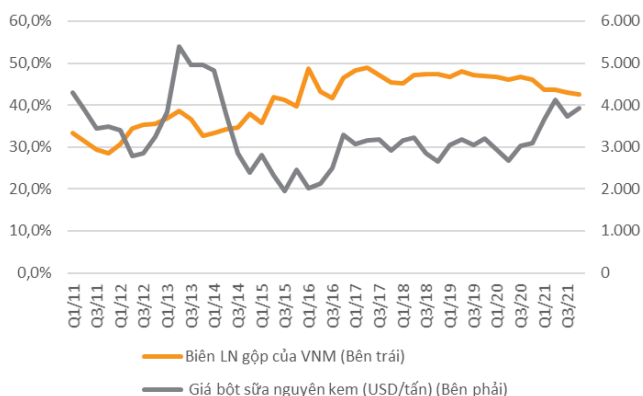
Triển vọng giai đoạn 2022-23

Giá bột sữa ổn định sẽ hạ bớt áp lực lên chi phí đầu vào

Chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa sẽ hạ nhiệt vào năm 2022 nhờ nguồn cung phục hồi và nhu cầu sữa bột từ Trung Quốc giảm dần. Theo Eurostat, sản lượng sữa được dự báo sẽ phục hồi nhờ vào năng suất sản xuất cao hơn trong năm 2022. Bên cạnh đó, Rabo Research dự báo Trung Quốc sẽ hạ tỷ trọng mua và dự trữ bột sữa nguyên kem (WMP) và bột sữa tách béo (SMP) trong năm tới. Do Trung Quốc là khách hàng lớn nhất trên các thị trường sữa toàn cầu, chúng tôi cho rằng điều này sẽ làm hạ nhiệt giá bột sữa toàn cầu vào năm 2022 so với mức đỉnh vào Q2/21.

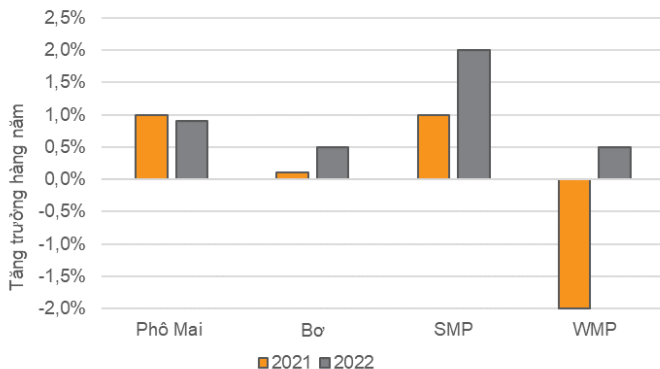
Ngoài ra, trang trại bò tại Quảng Ngãi (quy mô 4.000 con) đã đi vào hoạt động và dự án trang trại bò tại Lào dự kiến sẽ cho ra sản phẩm vào đầu năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng rằng hai dự án này sẽ cung cấp cho VNM khoảng 64 triệu lít/năm, tăng khả năng tự chủ về nguyên liệu đầu vào của VNM lên 4% vào năm 2023. Theo ban lãnh đạo, công ty đã thực hiện hai đợt tăng giá vào T12/2021 và T1/2022 với tổng mức tăng giá từ 3-4%. Hiện tại, VNM đã ấn định giá sữa bột nguyên liệu đầu vào sản xuất đến T6/2022. Công ty cũng có chủ trương sẽ không tăng giá bán trung bình cho đến cuối năm, trừ khi giá nguyên liệu đầu vào tăng cao. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của VNM sẽ cải thiện nhẹ 0,7/0,6 điểm % svck trong năm 2022-23 sau khi giảm 3,3 điểm % trong năm 2021.

Hình 7: Giá bột sữa nguyên kem và tỷ suất lợi nhuận gộp của VNM từ Q1/10 đến Q4/21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Hình 8: Sản lượng sữa dự kiến sẽ phục hồi vào năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EUROSTAT

Nhu cầu tiêu thụ sữa nội địa phục hồi sau khi “Mở cửa trở lại”

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sữa trong năm 2022 sẽ tăng 6% svck về sản lượng, cao hơn mức 4% svck trong năm trước nhờ 1) mức nền tiêu thụ thấp trong năm 2021, 2) số ca nhiễm Covid-19 trong Q1/22 tăng cao kéo theo nhu

cầu tiêu thụ sữa tăng cao nhằm cải thiện sức khỏe và 3) nhận thức của người tiêu dùng về các vấn đề liên quan đến sức khỏe cao hơn dẫn đến nhu cầu về các sản phẩm giúp tăng cường hệ miễn dịch như sữa chua tăng cao. Bên cạnh đó, Việt Nam vẫn nằm trong top các nước có mức tiêu thụ sữa tương đối thấp, chỉ khoảng 26-27kg/người/năm (mức bình quân trên thế giới là 100kg/người/năm và mức bình quân ở châu Á là 38 kg/người/năm). Do đó, chúng tôi cho rằng mức tiêu thụ sữa tại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trong những năm tới.

Nhà máy sữa Hưng Yên sẽ là động lực tăng trưởng kể từ năm 2024

Nhằm nắm bắt tiềm năng tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ sữa tại Việt Nam, VNM đã lên kế hoạch xây dựng nhà máy sữa tại Hưng Yên với tổng vốn đầu tư 4.600 tỷ đồng và tổng công suất thiết kế ước tính khoảng 400 triệu lít/năm. Đây sẽ là nhà máy sữa lớn nhất miền Bắc của VNM và được định hướng trở thành một siêu nhà máy sữa quy mô lớn tại Việt Nam. Dự án được chia thành 2 giai đoạn và hiện đã được tỉnh Hưng Yên chấp thuận chủ trương đầu tư. Nhà máy dự kiến đi vào hoạt động từ năm 2024 và sẽ đóng góp khoảng 15-20% vào doanh thu của VNM (chúng tôi ước tính dựa trên công suất của Nhà máy Sữa Việt Nam là 800 triệu lít/năm). Chúng tôi tin rằng nhà máy mới cũng sẽ giúp VNM củng cố vị thế dẫn đầu ngành sữa Việt Nam với hơn 13 nhà máy sữa trên cả nước, trong đó có 2 nhà máy lớn 1) Nhà máy Sữa Việt Nam (sản xuất sữa nước, công suất 800 triệu lít/năm), và 2) Nhà máy Sữa bột Việt Nam (sản xuất sữa bột, công suất gần 54.000 tấn/năm).

Thay đổi dự phóng giai đoạn 2022-23

Chúng tôi thay đổi các giả định như sau:

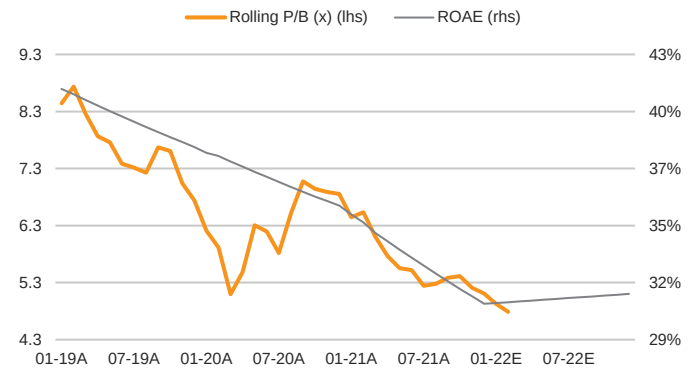
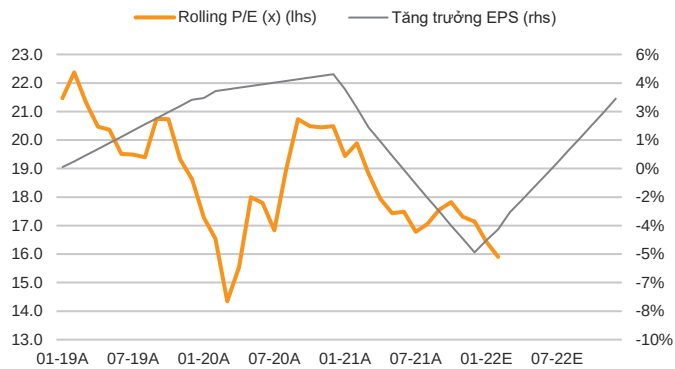
- Chúng tôi đã giảm DT nội địa lần lượt 3,1%/3,1% trong năm 2022/23 để phù hợp với số liệu năm 2021 và phản ánh sự phục hồi nhu cầu tiêu dùng chậm hơn so với dự kiến.
- Dự phóng biên LN gộp giảm 1,5/2,0 điểm % trong năm 2022/23 so với báo cáo trước đó nhằm phản ánh giả định giá sữa bột tăng 15,0%/20,0% và giá đường tăng 2,0%/1,0% svck do ảnh hưởng từ thuế chống bán phá giá. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng trang trại bò sữa ở Lào (quy mô 8.000 con bò) sẽ cho ra sản phẩm từ năm 2023 thay vì từ Q1/22 trong dự phóng trước đó.
- Chi phí bán hàng và chi phí quản lý DN giảm 3,9 /2,8% trong năm 2022-23 do chúng tôi cho rằng công ty sẽ tiếp tục giảm chi phí quảng cáo, tiếp thị để bảo toàn biên LN ròng trong bối cảnh giá nguyên vật liệu tăng cao.

Hình 9: Thay đổi dự phóng 2022-23

	2021	2022			2023		
Tỷ VND		Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi
Doanh thu	60.919	66.584	64.738	-2,8%	70.900	68.944	-2,8%
Nội địa	51.202	55.665	53.967	-3,1%	58.953	57.148	-3,1%
Nước ngoài	9.717	10.918	10.771	-1,3%	11.947	11.796	-1,3%
Lợi nhuận gộp	26.278	30.191	28.329	-6,2%	32.855	30.598	-6,9%
Biên LNG	43,1%	45,3%	43,8%	-1,5đ %	46,4%	44,4%	-2,0đ %
Nội địa	43,1%	45,4%	43,6%	-1,8đ %	46,5%	44,0%	-2,5đ %
Nước ngoài	43,5%	44,9%	44,7%	-0,2đ %	45,7%	46,1%	0,4đ %
Chi phí bán hàng và QLDN	14.518	16.257	15.622	-3,9%	17.446	16.965	-2,8%
% chi phí BH & QLDN so với doanh thu	23,8%	24,4%	24,1%	-0,3đ %	24,6%	24,6%	0,0đ %
EBIT	11.760	13.933	12.706	-8,8%	15.439	13.634	-11,7%
Biên EBIT	19,3%	20,9%	19,6%	-1,3đ %	21,8%	19,8%	-2,0đ %
LN trước thuế (LNTT)	12.922	14.823	13.565	-8,5%	16.465	14.601	-11,3%
Biên LNTT	21,2%	22,3%	21,0%	-1,3đ %	23,2%	21,2%	-2,0đ %
LN ròng (LNR)	10.532	11.948	10.905	-8,7%	13.271	11.737	-11,6%
Biên LNR	17,3%	17,9%	16,8%	-1,1đ %	18,7%	17,0%	-1,7đ %
EPS pha loãng (VND)	4.546	5.146	4.696	-8,7%	5.716	5.055	-11,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	60.919	64.738	68.944
Giá vốn hàng bán	(34.641)	(36.410)	(38.346)
Chi phí quản lý DN	(1.567)	(1.838)	(2.155)
Chi phí bán hàng	(12.951)	(13.784)	(14.810)
LN hoạt động thuần	11.760	12.706	13.634
EBITDA thuần	13.882	14.472	15.492
Chi phí khấu hao	(2.121)	(1.766)	(1.858)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	11.760	12.706	13.634
Thu nhập lãi	1.215	1.359	1.455
Chi phí tài chính	(202)	(454)	(441)
Thu nhập ròng khác	195	(2)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	(45)	(45)	(45)
LN trước thuế	12.922	13.565	14.601
Thuế	(2.290)	(2.404)	(2.587)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(100)	(257)	(276)
LN ròng	10.532	10.905	11.737
Thu nhập trên vốn	10.532	10.905	11.737
Cổ tức phổ thông	(8.360)	(8.360)	(8.360)
LN giữ lại	2.173	2.545	3.377

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	2.349	2.119	2.479
Đầu tư ngắn hạn	21.026	22.658	24.131
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.822	6.142	6.541
Hàng tồn kho	6.773	6.474	6.894
Các tài sản ngắn hạn khác	162	244	260
Tổng tài sản ngắn hạn	36.131	37.637	40.305
Tài sản cố định	13.837	13.505	13.329
Tổng đầu tư	740	772	773
Tài sản dài hạn khác	2.625	2.122	2.249
Tổng tài sản	53.332	54.036	56.657
Vay & nợ ngắn hạn	9.382	8.416	8.480
Phải trả người bán	4.214	4.265	4.542
Nợ ngắn hạn khác	3.472	3.774	4.019
Tổng nợ ngắn hạn	17.068	16.455	17.041
Vay & nợ dài hạn	76	167	178
Các khoản phải trả khác	338	2.444	1.969
Vốn điều lệ và	20.900	20.900	20.900
LN giữ lại	7.594	9.049	11.252
Vốn chủ sở hữu	35.326	34.480	36.978
Lợi ích cổ đông thiểu số	524	490	490
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	53.332	54.036	56.657

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	12.922	13.565	14.601
Khấu hao	2.367	2.478	1.786
Thuế đã nộp	(2.357)	(2.404)	(2.587)
Các khoản điều chỉnh khác	(937)	(834)	(942)
Thay đổi VLD	(2.563)	332	(297)
LC tiền thuần HKKD	9.432	13.138	12.560
Đầu tư TSCĐ	(1.531)	(2.266)	(2.413)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	134	15	32
Các khoản khác	(3.536)	(1.665)	(1.473)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1.000	(216)	(61)
LC tiền từ HĐĐT	(3.933)	(4.133)	(3.915)
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	(875)	75
Dòng tiền từ HĐTC khác	(4)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(7.621)	(8.360)	(8.360)
LC tiền thuần HĐTC	(5.261)	(9.235)	(8.285)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	2.111	2.349	2.119
LC tiền thuần trong năm	237	(230)	361
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	2.349	2.119	2.479

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	17,3%	16,8%	17,0%
Vòng quay TS	1,20	1,21	1,25
ROAA	20,7%	20,3%	21,2%
Đòn bẩy tài chính	1,49	1,54	1,55
ROAE	30,8%	31,2%	32,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	26,2	25,9	25,9
Số ngày nắm giữ HTK	71,4	64,9	65,6
Số ngày phải trả tiền bán	44,4	42,8	43,2
Vòng quay TSCĐ	4,24	4,74	5,14
ROIC	23,2%	25,0%	25,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,3	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	1,9	2,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,4	1,5	1,6
Vòng quay tiền	53,1	48,1	48,3
Chỉ số tăng trưởng (voy)			
Tăng trưởng DT thuần	2,2%	6,3%	6,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(4,1%)	8,0%	7,3%
Tăng trưởng LN ròng	(5,1%)	3,5%	7,6%
Tăng trưởng EPS	(5,1%)	3,5%	7,6%

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>