

Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM: HOSE)



KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 90.000 Đồng/cp

Giá hiện tại (ngày 15/3/2022): 77.200 đồng/cp

Phạm Huyền Trang

trangph@ssi.com.vn

+84 24 3936 6321 ext. 8712

Ngày 16/3/2022

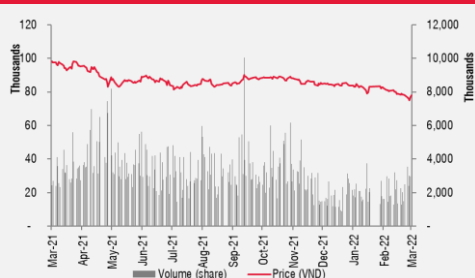
NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG

Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	7.131
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	163.017
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.090
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	104,5/75
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	2.013.954
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	7,25
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	165,67
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	54,24
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	36
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

Nguồn: SSI Bloomberg

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk) được thành lập năm 1993 với tư cách là một doanh nghiệp nhà nước. Từ khi niêm yết vào năm 2006, VNM là một trong những cổ phiếu tốt nhất, thúc đẩy chỉ số VN-Index.

Vinamilk là nhà sản xuất sữa hàng đầu Việt Nam. Vinamilk cũng xuất khẩu sang 50 quốc gia, như Iraq, Campuchia và Philippines.

Những thế mạnh chính của VNM là thương hiệu nổi tiếng, quản trị doanh nghiệp tốt, tích cực nghiên cứu phát triển sản phẩm mới, mạng lưới phân phối sâu rộng với 266 nhà phân phối độc quyền và 224.000 cửa hàng bán lẻ.

Giá bột sữa duy trì ở mức cao

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan đối với VNM mặc dù điều chỉnh giảm giá mục tiêu 1 năm và PE mục tiêu về 90.000 đồng/cp (từ 106.000 đồng/cp) và 19x (từ 21x) kết hợp với phương pháp DCF. Chúng tôi điều chỉnh định giá xuất phát từ việc doanh thu Q4/2021 hồi phục chậm hơn ước tính trong khi biên lợi nhuận gộp vẫn chịu áp lực trong ngắn hạn. Chúng tôi thấy giá đầu vào (bột sữa, thức ăn chăn nuôi và giá dầu) sẽ chưa điều chỉnh sớm trong nửa đầu 2022. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 4,4% ước tính LNST 2022.

Yếu tố tác động tăng đến khuyến nghị: Tăng trưởng doanh thu cao hơn ước tính/ giá nguyên liệu thô thấp hơn ước tính.

Yếu tố tác động giảm đến khuyến nghị: doanh thu thấp hơn ước tính và giá nguyên liệu thô cao hơn ước tính.

Kết quả kinh doanh Q4/2021

Trong Q4/2021, VNM ghi nhận doanh thu và LNST là 15,8 nghìn tỷ đồng (+9,7% YoY) và 2,2 nghìn tỷ đồng (-1,1% YoY). Kết quả thấp hơn ước tính của chúng tôi (chúng tôi đã kì vọng tăng trưởng doanh thu ở mức 10%-15% và tăng trưởng LNST sẽ ở mức 1 con số do với mức so sánh thấp năm ngoài do lũ lụt tại miền Trung)

Lũy kế cả năm 2021, công ty đạt 60,9 nghìn tỷ đồng doanh thu (+2,2% YoY) và 10,6 nghìn tỷ đồng LNST (-5,4% YoY). Doanh thu yếu và biên lợi nhuận giảm là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận giảm trong 2021.

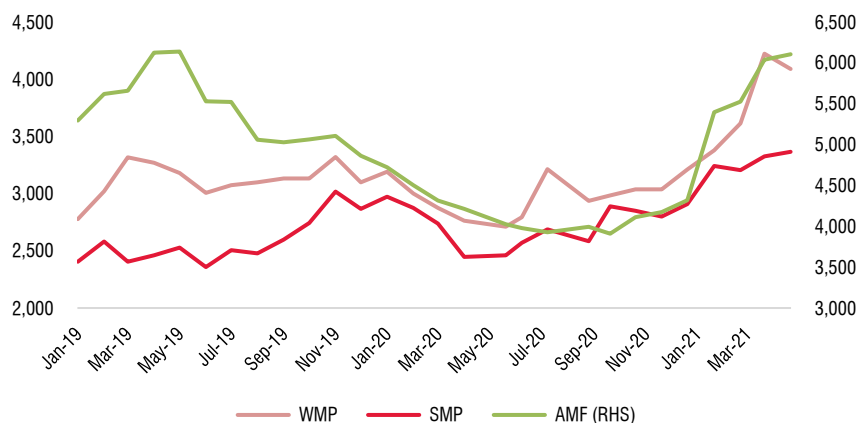
Doanh thu trong nước (bao gồm công ty mẹ VNM và MCM) tăng 7,4% YoY trong Q4 (Q3/2021: +3,7%). Theo Nielsen, tiêu thụ sữa tăng 0,6% so với cùng kỳ trong Q4/2021. Do đó, VNM có thể đã tăng trưởng tốt hơn so với các công ty cùng ngành trong quý. Theo công ty, thị phần trung bình trong năm 2021 là 54% về giá trị và 60% về sản lượng – tăng 50-60 bps so với thị phần trung bình 2020. Màng sữa tươi và sữa đặc tăng trưởng tốt, trong khi công ty mất thị phần sữa công thức do sự cạnh tranh từ các thương hiệu nước ngoài, như Abbott. Năm 2021, doanh thu trong nước của VNM đạt 51,2 nghìn tỷ đồng (+0,7% YoY), không đạt kế hoạch công ty chủ yếu do đại dịch có diễn biến phức tạp.

Doanh thu nước ngoài (xuất khẩu Angkor Milk và Driftwood) tăng 14,6% YoY trong Q4/2021. Nhìn chung 2021, VNM ghi nhận 9,7 nghìn tỷ đồng doanh thu nước ngoài, tăng 10,5% YoY. Kết quả này sát với ước tính của chúng tôi cũng như ban lãnh đạo.

Biên lợi nhuận gộp đạt 42,5% trong Q4/2021, mức thấp nhất trong nhiều quý. Biên lợi nhuận gộp của công ty mẹ VNM và MCM đều giảm trong quý, do chi phí nguyên liệu cao. Do thu nhập khả dụng của người tiêu dùng chịu ảnh hưởng bởi đại dịch, hiệu ứng cắt giảm chi tiêu trong lựa chọn sản phẩm vẫn tiếp diễn. Giá bán trung bình tăng 2% trong 2021 không thể bù đắp cho biên lợi nhuận. Năm 2021, biên lợi nhuận gộp của VNM đạt 43,1%, giảm 330 bps so với 2020.

VNM đã chốt hợp đồng sữa nguyên vật liệu đến Q2/2022. Tại thời điểm hiện tại, giá sữa bột nguyên kem và tách kem vẫn ở mức cao, tạo áp lực lên biên lợi nhuận của VNM trong các quý tới. Giá thức ăn chăn nuôi, giá đường và giá dầu cũng tăng, sẽ làm tăng thêm áp lực cho biên lợi nhuận.

VNM tăng giá bán đối với một số SKU trong giai đoạn giữa T12/2021 và T1/2022 để bù đắp một phần chi phí tăng. Ban lãnh đạo cho biết mức tăng giá ít hơn 5%.



Nguồn: Global dairy trade

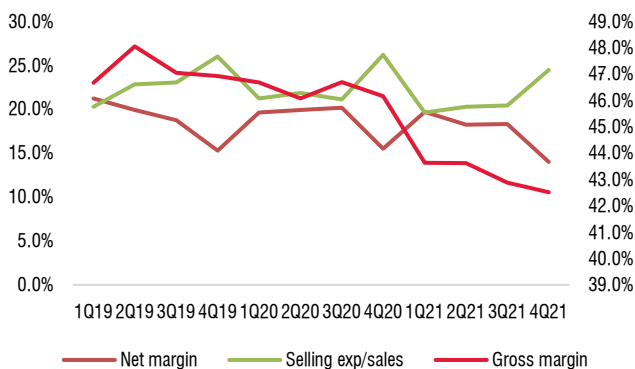
Cập nhật khác

Chiến lược phát triển chuỗi cửa hàng flagship Vinamilk: Tại thời điểm cuối 2021, VNM có gần 600 cửa hàng (chiếm 5% tổng doanh thu trong nước). Nếu bao gồm các cửa hàng Vinamilk, kênh thương mại hiện đại chiếm gần 20% doanh thu trong nước năm 2021. Doanh thu online tăng gấp 3 so với cùng kỳ trong 2021, nhưng chỉ đóng góp một phần nhỏ trong tổng doanh thu. Theo công ty, lợi thế của VNM là sở hữu chuỗi bán lẻ. Trong tương lai gần, VNM có kế hoạch phân phối thêm nhiều sản phẩm như thịt bò, đường, và thương hiệu sữa Mộc Châu. Công ty cũng có thể xem xét làm việc với đối tác để phân phối thêm sản phẩm F&B thông qua chuỗi cửa hàng “Giấc mơ sữa Việt”.

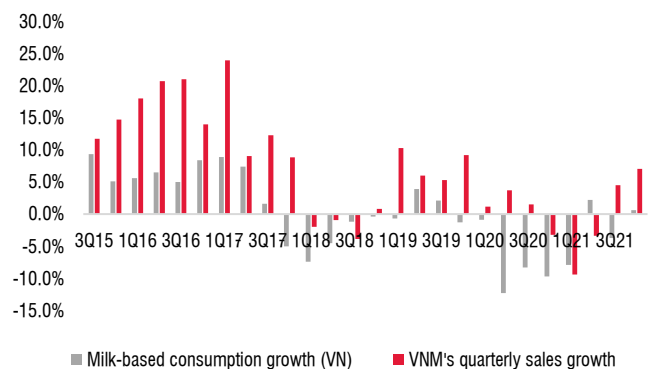
Mảng kinh doanh thịt bò: VLC và Sojitz đã ký biên bản ghi nhớ (MOU) đầu tư 500 triệu USD vào dự án thịt bò tại Vĩnh Phúc. Giai đoạn đầu ước tính đi vào hoạt động trong 2023, với doanh thu ước tính đạt 2,5-3 nghìn tỷ đồng sau 5 năm. VNM hướng tới thị trường thịt bò cao cấp có thương hiệu, đây là thị trường chủ yếu là sản phẩm nhập khẩu.

Vibev: Sản phẩm đồng thương hiệu đầu tiên “Oh Fresh” ra mắt vào T11/2021, bao gồm sữa đậu xanh tươi và sữa ngô. Sản phẩm bán tại mạng lưới phân phối của Vinamilk và Kido.

Biên lợi nhuận hàng quý



Tăng trưởng tiêu thụ sản phẩm sữa so với tăng trưởng doanh thu hàng quý của VNM



Nguồn: Công ty, AC Nielsen, SSI Research

Bảng: Điều chỉnh dự báo

Tỷ đồng	2022F		Ghi chú
	Cũ	Mới	
Doanh thu	66.802	65,671	
Tăng/giảm		-1,7%	
NPATMI	11.595	11,089	Điều chỉnh giảm ước tính tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp 2022
Tăng/giảm		-4,4%	

Nguồn: SSI Research

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	2.665	2.111	2.349	13.242
+ Đầu tư ngắn hạn	12.436	17.314	21.026	8.001
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	4.503	5.187	5.822	5.251
+ Hàng tồn kho	4.983	4.905	6.773	6.128
+ Tài sản ngắn hạn khác	134	148	141	161
Tổng tài sản ngắn hạn	24.722	29.666	36.110	32.783
+ Các khoản phải thu dài hạn	21	20	17	25
+ GTCL Tài sản cố định	14.894	13.854	12.707	12.461
+ Bất động sản đầu tư	62	60	60	33
+ Tài sản dài hạn dở dang	944	1.063	1.130	1.126
+ Đầu tư dài hạn	987	973	744	661
+ Tài sản dài hạn khác	3.071	2.797	2.565	3.052
Tổng tài sản dài hạn	19.978	18.767	17.222	17.358
Tổng tài sản	44.700	48.432	53.332	50.141
+ Nợ ngắn hạn	14.443	14.213	17.068	14.106
Trong đó: vay ngắn hạn	5.351	7.316	9.382	2.926
+ Nợ dài hạn	526	573	414	647
Trong đó: vay dài hạn	123	167	76	151
Tổng nợ phải trả	14.969	14.785	17.482	14.752
+ Vốn góp	17.417	20.900	20.900	20.900
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	34	34
+ Lợi nhuận chưa phân phối	7.875	6.910	7.594	6.504
+ Quý khác	4.439	5.838	7.322	7.951
Vốn chủ sở hữu	29.731	33.647	35.850	35.388
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	44.700	48.432	53.332	50.141
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	11.342	9.576	10.134	29.882
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-6.748	-4.802	-3.933	-2.917
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-3.516	-5.927	-5.257	-16.830
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1.078	-1.153	943	10.134
Tiền đầu kỳ	1.523	2.665	2.111	3.050
Tiền cuối kỳ	2.597	1.507	3.050	13.185
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,71	2,09	2,12	2,32
Hệ số thanh toán nhanh	1,36	1,73	1,71	1,88
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,05	1,37	1,37	1,51
Nợ ròng / EBITDA	-0,62	-0,69	-0,85	-1,03
Khả năng thanh toán lãi vay	119,40	93,50	145,84	98,47
Ngày phải thu	22,2	23,4	25,6	23,4
Ngày phải trả	46,9	39,1	39,1	43,4
Ngày tồn kho	64,5	56,5	61,5	64,4
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,67	0,69	0,67	0,71
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,33	0,31	0,33	0,29
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,50	0,44	0,49	0,42
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,18	0,22	0,26	0,09

Nguồn: Công ty, SSI dự báo

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	56.318	59.636	60.919	65.671
Giá vốn hàng bán	-29.746	-31.968	-34.641	-36.578
Lợi nhuận gộp	26.572	27.669	26.278	29.093
Doanh thu hoạt động tài chính	807	1.581	1.215	1.382
Chi phí tài chính	-187	-309	-202	-230
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-12.993	-13.447	-12.951	-15.024
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1.396	-1.958	-1.567	-1.762
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	12.797	13.539	12.728	13.479
Thu nhập khác	-1	-21	195	20
Lợi nhuận trước thuế	12.796	13.519	12.922	13.499
Lợi nhuận ròng	10.554	11.236	10.633	11.089
Lợi nhuận chia cho cổ đông	10.581	11.099	10.532	11.011
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-27	137	100	78
EPS cơ bản (VND)	4.557	4.780	4.536	4.742
Giá trị sổ sách (VND)	15.794	17.973	18.998	15.571
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	4.500	4.100	4.101	5.000
EBIT	12.905	13.662	13.011	13.637
EBITDA	14.853	15.871	15.220	15.595
Tăng trưởng				
Doanh thu	7,1%	5,9%	2,2%	7,8%
EBITDA	8,2%	6,9%	-4,1%	2,5%
EBIT	6,6%	5,9%	-4,8%	4,8%
Lợi nhuận ròng	3,4%	6,5%	-5,4%	4,3%
Vốn chủ sở hữu	13,2%	13,2%	6,5%	-1,3%
Vốn điều lệ	0,0%	20,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	19,6%	8,4%	10,1%	-7,0%
Định giá				
PE	21,3	22,8	19,1	16,4
PB	7,4	7,3	5,5	5,0
Giá/Doanh thu				
Tỷ suất cổ tức	4,3%	4,6%	5,8%	6,4%
EV/EBITDA	12,9	11,2	11,5	9,6
EV/Doanh thu	3,4	2,9	2,9	2,3
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	47,2%	46,4%	43,1%	44,3%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	22,3%	21,0%	20,1%	20,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	18,7%	18,8%	17,5%	16,9%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	23,1%	22,5%	21,3%	22,9%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,5%	3,3%	2,6%	2,7%
ROE	37,7%	35,5%	30,6%	31,1%
ROA	25,7%	24,1%	20,9%	21,5%
ROIC	33,9%	29,8%	24,8%	26,7%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Phó Giám đốc

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô
trinhhtt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp
tuntt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp
tamntd@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư
quyenlbn@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp
tranglh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng
kientt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321