

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



KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 82.000 đồng/cp

Giá hiện tại (ngày 4/5/2022): 72.500 đồng/cp

Phạm Huyền Trang

trangph@ssi.com.vn

+84 24 3936 6321 ext. 8712

Ngày 05/05/2022

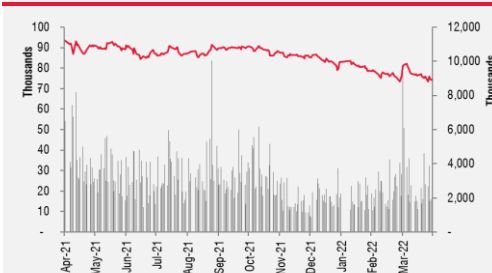
NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	6.752
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	155.075
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.090
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	94,5/70,9
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	2.565.309
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	8,71
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	200,11
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	54,4
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	36
Giá trị vốn hoá (triệu USD):	N.a

Nguồn: SSI Bloomberg

Biên 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.

Chi phí nguyên vật liệu cao ăn mòn lợi nhuận

VNM đặt kế hoạch năm 2022 với doanh thu thuần tăng 5% so với cùng kỳ (bao gồm cả giá bán bình quân tăng) và LNST đạt 9,8 nghìn tỷ đồng (-7,7% so với cùng kỳ). Công ty cũng đặt mục tiêu chiếm 56% thị phần theo giá trị trong năm 2022, tăng 0,5 điểm phần trăm so với năm 2021. Cổ tức tiền mặt cho năm 2021 được thông qua ở mức 38,5% (29% đã được chi trả), tương ứng với tỷ lệ chi trả là 76%.

Do giá nguyên liệu đầu vào (bột sữa nguyên liệu, sữa tươi, thức ăn chăn nuôi, đường, chi phí đóng gói) vẫn ở mức cao lâu hơn so với dự kiến của chúng tôi trước đó, chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính doanh thu và LNST năm 2022 lần lượt là 1% và 10%. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 1 năm đối với cổ phiếu VNM xuống **82.000 đồng/cổ phiếu** (từ 90.000 đồng/cổ phiếu), dựa trên phương pháp định giá DCF (với WACC cao hơn để phản ánh lãi suất phi rủi ro cao hơn) và P/E mục tiêu thấp hơn là 18x (từ 19x). Chúng tôi cho rằng triển vọng tăng trưởng âm trong năm 2022 phần lớn đã được thị trường nhìn nhận. Với tiềm năng tăng trưởng 13% theo giá mục tiêu mới, chúng tôi lặp lại khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VNM.

Tại ĐHCĐ, ban lãnh đạo đã trao đổi về áp lực lên biên lợi nhuận trong các quý còn lại của năm, do giá của tất cả các nguyên liệu đầu vào đã tăng từ 37-40% so với cùng kỳ. Để khắc phục điều này, VNM đã tăng khoảng 5% giá bán bình quân trong Q1/2022. VNM cũng đã chốt giá các hợp đồng nguyên vật liệu đến tháng 8/2022. Theo ban lãnh đạo, hậu Covid-19, nhu cầu trong nước sẽ phục hồi dần (do người tiêu dùng thu nhập thấp bị ảnh hưởng nặng nề do dịch bệnh), trong khi doanh thu xuất khẩu dự kiến chỉ tăng từ 5 -10% so với cùng kỳ trong năm 2022. Về dài hạn, ban lãnh đạo vẫn cho rằng mức tiêu thụ trong nước là chưa bão hòa và sẽ tiếp tục tăng trưởng tương ứng với tốc độ tăng trưởng GDP. Đến năm 2026, VNM đặt kế hoạch doanh thu là 86 nghìn tỷ đồng (CAGR là 7,2% giai đoạn 2021-2026) và LNTT là 16 nghìn tỷ đồng (CAGR là 4,4%).

KQKD Q1/2022: Công ty công bố doanh thu đạt 13,9 nghìn tỷ đồng (+5% so với cùng kỳ) và LNST đạt 2,28 tỷ đồng (-12% so với cùng kỳ), đây là quý thứ 5 liên tiếp VNM ghi nhận mức lợi nhuận giảm so với cùng kỳ. Mặc dù tăng trưởng doanh thu tương đối phù hợp với ước tính của chúng tôi, nhưng LNST lại thấp hơn so với ước tính của chúng tôi (chúng tôi ước tính lợi nhuận sẽ chỉ giảm ở mức một con số). Tổng doanh thu trong nước (VNM và MCM) đạt 11,66 nghìn tỷ đồng (+4,2% so với cùng kỳ), trong khi doanh thu từ nước ngoài tăng 10,3% so với cùng kỳ trong Q1/2022. Đáng chú ý, công ty đã tăng 5% giá bán bình quân so với cùng kỳ trong Q1/2022. Do đó, tăng trưởng sản lượng chỉ chưa đầy 2% đối với thị trường trong nước, cho thấy sự phục hồi về nhu cầu vẫn còn rất yếu. Biên lợi nhuận gộp trong quý đạt 40,5%, giảm 300 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm ngoái và 250 điểm phần

trăm so với quý trước. Đây cũng là mức biên lợi nhuận gộp thấp nhất của VNM kể từ Q2/2015 đến nay. Theo ban lãnh đạo, chi phí nguyên vật liệu hiện tại (như thức ăn chăn nuôi, bột sữa và đường) đã tăng tới gần 40% so với cùng kỳ, điều này gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp của công ty. Thông thường, nguyên vật liệu thường chiếm 54-60% chi phí sản xuất của VNM trong 5 năm qua.

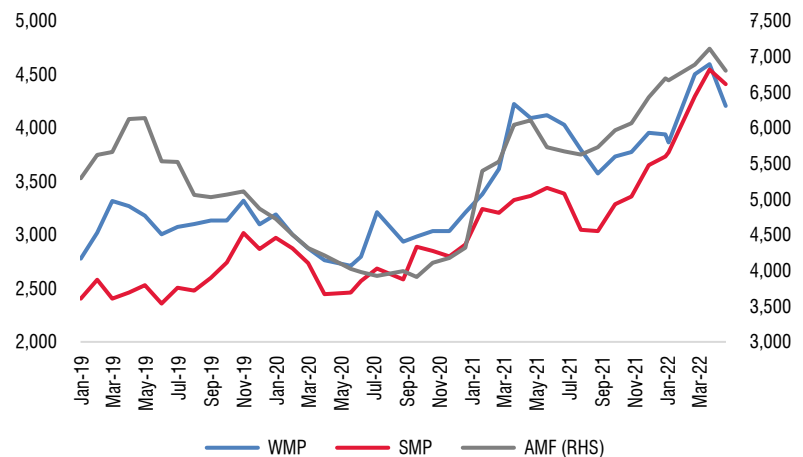
Từ Q2/2022, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu sẽ tăng tốc do tác động của việc nền kinh tế mở cửa trở lại hoàn toàn và mùa cao điểm (thường là từ Q2 đến Q3). Trên thị trường thế giới, giá sữa bột (sữa nguyên kem và sữa bột tách béo) bắt đầu có dấu hiệu điều chỉnh vào cuối tháng 3/2022. Với tác động đẩy đủ của giá bán bình quân cao hơn từ Q2/2022, biên lợi nhuận quý tới có khả năng cải thiện.

Điều chỉnh ước tính

Tỷ đồng	2022E		YoY	Diễn giải
	Cũ	Mới		
Doanh thu	65.671	65.329	7,2%	Giảm ước tính doanh thu
Thay đổi		-0,5%		
LNST	11.089	10.015	-5,7%	Giảm ước tính doanh thu và tăng ước tính giá NVL đầu vào
Thay đổi		-9,7%		

Nguồn: SSI ước tính

Giá sữa thế giới



Nguồn: Global Dairy Trade

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị: Doanh thu thấp hơn dự kiến, giá nguyên liệu đầu vào tăng hơn dự kiến và chi phí bất thường khác.

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	12.526
+ Đầu tư ngắn hạn	12.436	17.314	21.026	8.001
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	4.503	5.187	5.822	5.224
+ Hàng tồn kho	4.983	4.905	6.773	6.303
+ Tài sản ngắn hạn khác	134	148	141	163
Tổng tài sản ngắn hạn	24.722	29.666	36.110	32.217
+ 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
+ Đầu tư dài hạn dở dang	944	1.063	1.130	1.124
+ Đầu tư dài hạn	987	973	744	661
+ Tài sản dài hạn khác	3.071	2.797	2.565	3.076
Tổng tài sản dài hạn	19.978	18.767	17.222	17.380
Tổng tài sản	44.700	48.432	53.332	49.598
+ Nợ ngắn hạn	14.443	14.213	17.068	14.511
Trong đó: vay ngắn hạn	5.351	7.316	9.382	3.010
+ Nợ dài hạn	526	573	414	665
Trong đó: vay dài hạn	123	167	76	156
Tổng nợ phải trả	14.969	14.785	17.482	15.176
+ 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	5.591
+ Quý khác	4.439	5.838	7.322	7.897
Vốn chủ sở hữu	29.731	33.647	35.850	34.422
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	44.700	48.432	53.332	49.598
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	11.342	9.576	10.134	29.078
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	-16.742
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1.078	-1.153	943	9.419
Tiền đầu kỳ	1.523	2.665	2.111	3.050
Tiền cuối kỳ	2.597	1.507	3.050	12.469
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,71	2,09	2,12	2,22
Hệ số thanh toán nhanh	1,36	1,73	1,71	1,77
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,05	1,37	1,37	1,41
Nợ ròng / EBITDA	-0,62	-0,69	-0,85	-1,09
Khả năng thanh toán lãi vay	119,4	93,5	145,84	86,55
Ngày phải thu	22,2	23,4	25,6	23,5
Ngày phải trả	46,9	39,1	39,1	42,8
Ngày tồn kho	64,5	56,5	61,5	63,4
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,67	0,69	0,67	0,69
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,33	0,31	0,33	0,31
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,5	0,44	0,49	0,44
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,18	0,22	0,26	0,09

Nguồn: VNM, SSI ước tính

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	56.318	59.636	60.919	65.329
Giá vốn hàng bán	-29.746	-31.968	-34.641	-37.628
Lợi nhuận gộp	26.572	27.669	26.278	27.701
Doanh thu hoạt động tài chính	807	1.581	1.215	1.382
Chi phí tài chính	-187	-309	-202	-237
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-12.993	-13.447	-12.951	-14.945
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1.396	-1.958	-1.567	-1.754
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	12.797	13.539	12.728	12.168
Thu nhập khác	-1	-21	195	20
Lợi nhuận trước thuế	12.796	13.519	12.922	12.187
Lợi nhuận ròng	10.554	11.236	10.633	10.015
Lợi nhuận chia cho cổ đông	10.581	11.099	10.532	9.937
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-27	137	100	78
EPS cơ bản (VND)	4.557	4.780	4.536	4.280
Giá trị sổ sách (VND)	15.794	17.973	18.998	15.109
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	4.500	4.100	4.101	5.000
EBIT	12.905	13.662	13.011	12.330
EBITDA	14.853	15.871	15.220	14.288
Tăng trưởng				
Doanh thu	7,1%	5,9%	2,2%	7,2%
EBITDA	8,2%	6,9%	-4,1%	-6,1%
EBIT	6,6%	5,9%	-4,8%	-5,2%
Lợi nhuận ròng	3,4%	6,5%	-5,4%	-5,8%
Vốn chủ sở hữu	13,2%	13,2%	6,5%	-4,0%
Vốn điều lệ	0,0%	20,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	19,6%	8,4%	10,1%	-8,0%
Định giá				
PE	21,3	22,8	19,1	17,3
PB	7,4	7,3	5,5	4,9
Giá/Doanh thu				
Tỷ suất cổ tức	4,3%	4,6%	5,8%	4,7%
EV/EBITDA	12,9	11,2	11,5	10,2
EV/Doanh thu	3,4	2,9	2,9	2,2
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	47,2%	46,4%	43,1%	42,4%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	22,3%	21,0%	20,1%	18,8%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	18,7%	18,8%	17,5%	15,3%
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%	28,5%
ROA	25,7%	24,1%	20,9%	19,6%
ROIC	33,9%	29,8%	24,8%	24,4%

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
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Phó Giám đốc
hungpl@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

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

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

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

Trần Trung Kiên

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

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhntk@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

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

Lê Huyền Trang

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

Phân tích Ngành Sứ

Phạm Huyền Trang

Giám đốc phân tích
trangph@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8712

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

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

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

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