

TRUNG LẬP- Giá mục tiêu 1 năm: 80.000 Đồng/cp

Giá cổ phiếu (Ngày 10/08/2022): 72.500 Đồng/cp

Phạm Huyền Trang

trangph@ssi.com.vn

+84 – 24 3936 6321 ext. 8712

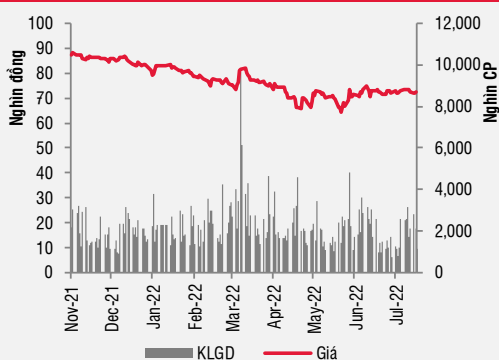
Ngày 11/08/2022

NGÀNH TIÊU DÙNG

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	6.470,0
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	151.312,8
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.090
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	92,4/ 64,5
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	2.053.379,0
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	6,23
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	145,8
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	54,7
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	36,0

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.

Con đường phục hồi nhiều công gai

Trong quý 2/2022, VNM đạt 14,9 nghìn tỷ đồng doanh thu (giảm 5% so với cùng kỳ) và 2,1 nghìn tỷ đồng lợi nhuận (giảm 26,6% so với cùng kỳ). Sáu tháng đầu năm 2022, công ty đạt 28,8 nghìn tỷ đồng doanh thu (đi ngang so với cùng kỳ) và 4,4 nghìn tỷ đồng LNST (giảm 19,7% so với cùng kỳ). Như vậy, VNM đã hoàn thành 45% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận cả năm. Ban lãnh đạo cho biết VNM có khả năng không hoàn thành các mục tiêu đã đề ra trong năm nay.

Kết quả quý 2 không như kỳ vọng, khi chúng tôi dự đoán doanh thu sẽ phục hồi nhờ vào việc Việt Nam mở cửa trở lại hoàn toàn kể từ giữa tháng 3 năm 2022. Thậm chí, doanh thu nội địa của VNM đã giảm 7% so với cùng kỳ. Công ty cho rằng sự sụt giảm này là do những lo ngại về lạm phát cao đã ảnh hưởng đến sức mua của người tiêu dùng và các sáng kiến tái cơ cấu kênh thương mại truyền thống được công ty triển khai từ tháng 4 đến tháng 5 năm 2022 ảnh hưởng ngắn hạn đến doanh thu quý 2.

Ước tính và quan điểm đầu tư: Với kết quả 6 tháng đầu năm đã công bố của VNM, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo cho năm 2022 và 2023. Trong ước tính mới, LNST sẽ giảm 11,6% vào năm 2022 trước khi tăng 11% trong năm tới. Năm tới, tình hình có thể sẽ khả quan hơn, với kỳ vọng tăng trưởng doanh thu đạt 7,8% so với cùng kỳ và tỷ suất lợi nhuận tăng lên. Dựa trên ước tính mới của chúng tôi, tăng trưởng doanh thu 6 tháng cuối năm 2022 sẽ đạt 8,2%, trong khi LNST đi ngang so với cùng kỳ.

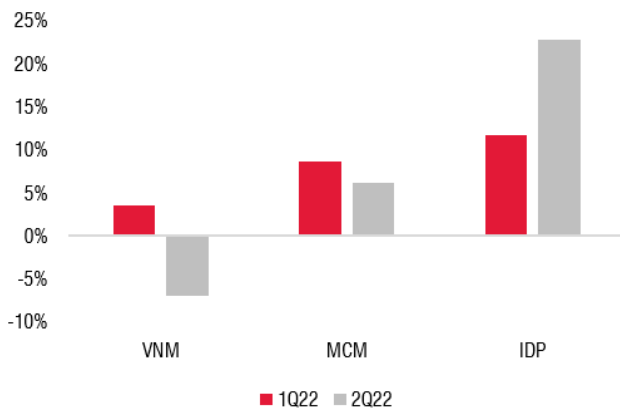
Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 80.000 đồng/cổ phiếu dựa trên EPS năm 2023 (P/E mục tiêu là 18x) và phương pháp định giá DCF. Với tiềm năng tăng giá 11%, chúng tôi đưa ra khuyến nghị Trung lập đối với cổ phiếu VNM.

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	56.318	59.636	60.919	63.412	68.451
Tăng trưởng doanh thu thuần	7,1%	5,9%	2,2%	4,1%	7,9%
Lợi nhuận gộp	26.572	27.669	26.278	26.575	29.143
Tỷ suất lợi nhuận gộp	47,2%	46,4%	43,1%	41,9%	42,6%
Doanh thu tài chính	807	1.581	1.215	1.382	1.366
Chi phí tài chính	-187	-309	-202	-231	-280
Chi phí quản lý và bán hàng	-14.390	-15.406	-14.518	-16.328	-17.585
Thu nhập ròng khác	-1	-21	195	19	21
LNTT	12.796	13.519	12.922	11.437	12.699
Lợi nhuận ròng	10.554	11.236	10.633	9.401	10.432
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	3,4%	6,5%	-5,4%	-11,6%	11,0%
TSLN ròng	18,8%	18,6%	17,3%	14,7%	15,1%
EPS (VND)	4.864	5.831	6.355	4.405	4.557

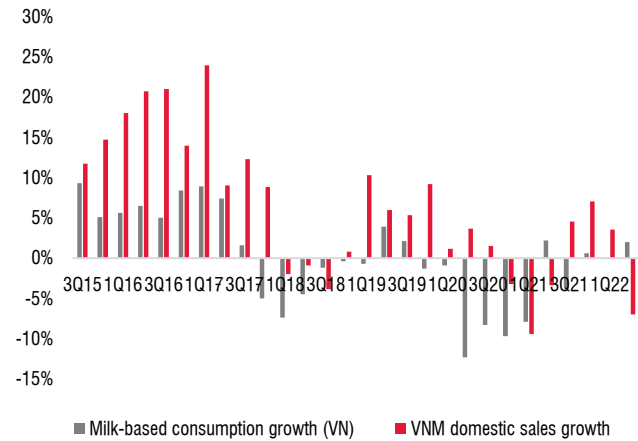
Nguồn: VNM, SSI Research

Thị trường sữa và tình hình cạnh tranh: Tiêu thụ sữa vẫn còn yếu. Theo AC Nielsen, tiêu thụ sữa tăng nhẹ 2,5% so với cùng kỳ trong quý 2/2022, sau khi không tăng trưởng trong quý 1. Trong các mặt hàng FMCG, sữa liên tục cho thấy mức tăng trưởng yếu hơn so với các mặt hàng khác. Thị trường nông thôn ghi nhận tăng trưởng dương, trong khi thị trường thành thị đã phải trải qua sự suy giảm nhẹ trong quý 2/2022. Với mức sụt giảm doanh thu là 7%, Vinamilk đã bị tụt lại so với toàn ngành trong quý 2/2022. Nhiều khả năng VNM tạm thời đã bị giảm thị phần trong quý. Ban lãnh đạo xác nhận sự cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các đối thủ (bao gồm cả thương hiệu trong nước và nhập khẩu) đã khiến VNM giảm doanh thu từ đầu năm tới nay giảm ở hầu hết các danh mục sản phẩm, ngoại trừ sữa đặc.

Tăng trưởng doanh thu



Tăng trưởng tiêu thụ sữa ở Việt Nam



Nguồn: VNM, SSI Research

Nguồn: AC Nielsen, VNM

MCM ghi nhận kết quả kinh doanh tốt hơn công ty mẹ, khi doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng lần lượt 6,2% và 3,4%. Trong 6 tháng đầu năm 2022, MCM đạt 1,5 nghìn tỷ đồng doanh thu (tăng 7,3% so với cùng kỳ) và 175 tỷ đồng LNST (tăng 27,7% so với cùng kỳ). Đáng chú ý, MCM cũng đã tăng giá bán bình quân 2~5% trong khoảng thời gian từ tháng 2 đến tháng 6 năm 2022.

Thị trường xuất khẩu cũng suy yếu khi doanh thu chỉ đạt 1,4 nghìn tỷ đồng trong quý 2, giảm 11,9% so với cùng kỳ. Theo công ty, lạm phát cao và chi phí vận chuyển cao là nguyên nhân dẫn đến kim ngạch xuất khẩu giảm sút. Ngược lại, doanh thu của Driftwood và Angkor lần lượt tăng 40% và 20% so với cùng kỳ. Ban lãnh đạo cho rằng thị trường xuất khẩu sẽ chưa thể hồi phục trong nửa cuối năm 2022, trong khi các công ty con ở nước ngoài có thể sẽ duy trì được đà tăng trưởng.

Tỷ suất lợi nhuận gộp có thể đã chạm đáy: tỷ suất lợi nhuận gộp trong quý 2 đạt 40,7%, cải thiện nhẹ so với mức 40,5% của quý 1. Đáng chú ý, công ty đã tăng giá bán bình quân khoảng 5,5% trong nửa đầu năm 2022, và điều này sẽ tác động đến tỷ suất lợi nhuận trong nửa cuối năm 2022. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn giảm 300 bps so với cùng kỳ. Nguyên liệu đầu vào về cơ bản đã được công ty chốt hợp đồng đến tháng 10 năm nay, và Ban lãnh đạo kỳ vọng VNM có thể bắt đầu tận dụng được xu hướng giảm giá của sữa bột từ quý 4 năm nay.

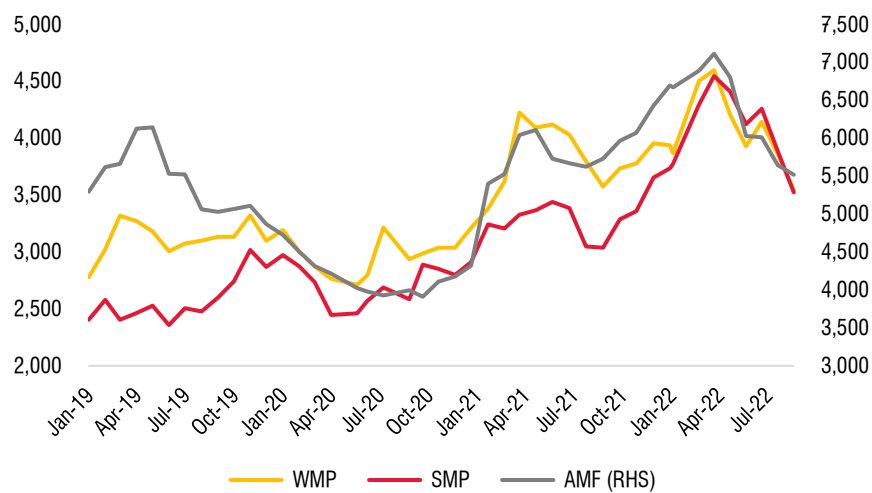
Trong khi đó, chi phí bán hàng tăng 4% so với cùng kỳ, dù doanh thu giảm, và chiếm đến 22,2% doanh thu do chi phí vận chuyển cao và tăng hỗ trợ nhà phân phối. Theo Ban lãnh đạo, trong giai đoạn tiêu thụ thị trường còn khá yếu, VNM ưu tiên đẩy mạnh các chi phí liên quan đến bán hàng, chẳng hạn như chi phí hỗ trợ nhà phân phối để bảo vệ thị phần và thúc đẩy doanh số bán hàng. Chúng ta cần chờ xem liệu chiến lược này có thành công hay không trong những quý tới.

Điều chỉnh dự báo

(tỷ đồng)	2022		2023		Thay đổi	Ghi chú
	Trước đây	Mới	Trước đây	Mới		
Doanh thu	65,329	63,412	70,555	68,451	7.20%	Điều chỉnh giảm dự báo doanh thu
Thay đổi		-2.9%		-3.0%		
So với cùng kỳ		4.1%		7.9%		
Lợi nhuận ròng	10,015	9,401	11,017	10,432	-5.70%	Điều chỉnh giảm dự báo doanh thu và điều chỉnh tăng dự báo chi phí bán hàng
Thay đổi		-6.1%		-5.3%		
So với cùng kỳ		-11.6%		11.0%		

Nguồn: SSI dự phóng

Diễn biến giá sữa toàn cầu



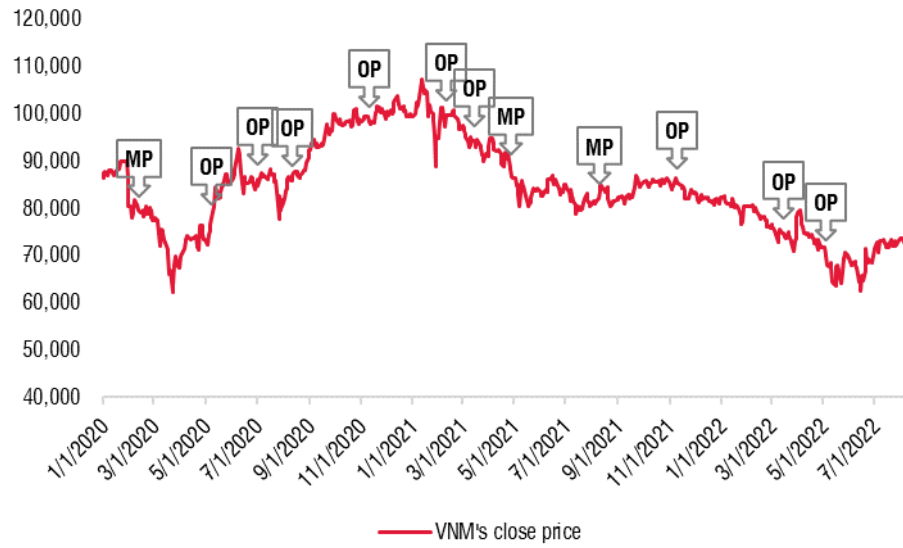
Nguồn: Global Dairy Trade

Tiềm năng tăng đối với khuyến nghị của chúng tôi: Doanh thu cao hơn dự kiến và giá nguyên liệu đầu vào thấp hơn dự kiến

Rủi ro giảm đối với ước tính: Doanh thu thấp hơn dự kiến, giá nguyên vật liệu cao hơn dự kiến và phát sinh các khoản chi phí ghi nhận một lần.

Quan điểm ngắn hạn: Chúng tôi cho rằng quý 2 có thể là mức đáy nếu xem xét đến mức độ sụt giảm lợi nhuận. Trong ngắn hạn, giá cổ phiếu có thể phản ứng tích cực với xu hướng sữa bột giảm giá. Đặc biệt, chúng ta cần quan sát xem liệu tăng trưởng doanh thu thị trường nội địa trong những tháng tới của nửa cuối năm 2022 có tiếp tục khả quan như tháng 7 hay không.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng
Bảng cân đối kế toán
+ Tiền và các khoản tương đương tiền
+ Đầu tư ngắn hạn
+ Các khoản phải thu ngắn hạn
+ Hàng tồn kho
+ Tài sản ngắn hạn khác
Tổng tài sản ngắn hạn
+ Các khoản phải thu dài hạn
+ GTCL Tài sản cố định
+ Bất động sản đầu tư
+ Tài sản dài hạn dở dang
+ Đầu tư dài hạn
+ Tài sản dài hạn khác
Tổng tài sản dài hạn
Tổng tài sản
+ Nợ ngắn hạn
Trong đó: vay ngắn hạn
+ Nợ dài hạn
Trong đó: vay dài hạn
Tổng nợ phải trả
+ Vốn góp
+ Thặng dư vốn cổ phần
+ Lợi nhuận chưa phân phối
+ Quý khác
Vốn chủ sở hữu
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu
Lưu chuyển tiền tệ
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư
Dòng tiền từ hoạt động tài chính
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ
Tiền đầu kỳ
Tiền cuối kỳ
Các hệ số khả năng thanh toán
Hệ số thanh toán hiện hành
Hệ số thanh toán nhanh
Hệ số thanh toán tiền mặt
Nợ ròng / EBITDA
Khả năng thanh toán lãi vay
Ngày phải thu
Ngày phải trả
Ngày tồn kho
Cơ cấu vốn
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản
Nợ phải trả/Tổng tài sản
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu
Nợ/Vốn chủ sở hữu
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

Tỷ đồng
Báo cáo kết quả kinh doanh
Doanh thu thuần
Giá vốn hàng bán
Lợi nhuận gộp
Doanh thu hoạt động tài chính
Chi phí tài chính
Thu nhập từ các công ty liên kết
Chi phí bán hàng
Chi phí quản lý doanh nghiệp
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh
Thu nhập khác
Lợi nhuận trước thuế
Lợi nhuận ròng
Lợi nhuận chia cho cổ đông
Lợi ích của cổ đông thiểu số
EPS cơ bản (VND)
Giá trị sổ sách (VND)
Cổ tức (VND/cổ phiếu)
EBIT
EBITDA
Tăng trưởng
Doanh thu
EBITDA
EBIT
Lợi nhuận ròng
Vốn chủ sở hữu
Vốn điều lệ
Tổng tài sản
Định giá
PE
PB
Giá/Doanh thu
Tỷ suất cổ tức
EV/EBITDA
EV/Doanh thu
Các hệ số khả năng sinh lời
Tỷ suất lợi nhuận gộp
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động
Tỷ suất lợi nhuận ròng
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần
ROE
ROA
ROIC

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 kì 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

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhvv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

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

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Phân tích Ngành Thép

Đào Minh Châu, CFA

Trưởng phòng phân tích

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3052

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

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+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