

KHẢ QUAN - Giá mục tiêu 1 năm: 85.000 Đồng/cp

Giá cổ phiếu (Ngày 16/11/2022): 74.500 Đồng/cp

Phạm Huyền Trang

trangph@ssi.com.vn

+84 – 24 3936 6321 ext. 8712

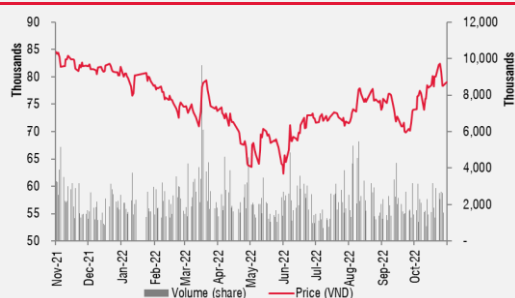
Ngày 17/11/2022

NGÀNH TIỂU DÙNG (F&B)

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	6.658
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	165.106
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.090
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	89,6/64,5
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	2.240.310
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	6,69
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	165,81
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	55,67
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.

Lợi nhuận cải thiện nhờ chi phí đầu vào thấp hơn

Trong quý 3 năm 2022, VNM công bố doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 16 nghìn tỷ đồng (giảm 0,7% so với cùng kỳ, nhưng tăng 7,7% so với quý trước) và 2,3 nghìn tỷ đồng (giảm 21,5% so với cùng kỳ, nhưng tăng 10,5% so với quý trước). Trong 9 tháng đầu năm 2022, công ty đạt 44,9 nghìn tỷ đồng doanh thu (đi ngang so với cùng kỳ) và 6,7 nghìn tỷ đồng LNST (giảm 20,2% so với cùng kỳ). Với kết quả kinh doanh trong 9 tháng đầu năm 2022 như vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm 4,2% ước tính LNST cho năm 2022 xuống 9,0 nghìn tỷ đồng (giảm 15,3% so với cùng kỳ) và giữ nguyên ước tính cho năm 2023. Đối với năm 2023, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 6,4% và 15,7% so với cùng kỳ, trong đó mức tăng trưởng lợi nhuận có được chủ yếu là do chi phí đầu vào thấp hơn.

Là một công ty sữa với phong cách của ban lãnh đạo thận trọng, đối với VNM, chúng tôi không nhận thấy rủi ro trực tiếp nào liên quan đến những vấn đề hiện tại trên thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp. Hơn nữa, với lượng tiền mặt ròng là 13 nghìn tỷ đồng (khoảng 520 triệu USD), công ty sẽ được hưởng lợi nhất định từ việc lãi suất tăng lên. Với triển vọng lợi nhuận cải thiện từ quý 4/2022, VNM có thể đạt kết quả kinh doanh tốt hơn sau 2 năm sụt giảm lợi nhuận (giai đoạn 2021~2022).

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với cổ phiếu VNM lên KHẢ QUAN (từ TRUNG LẬP), với giá mục tiêu 12 tháng mới là 85.000 đồng/cổ phiếu (điều chỉnh tăng từ 80.000 đồng) – tương ứng với tiềm năng tăng giá 14%. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi dựa trên phương pháp DCF và hệ số P/E năm 2023 không đổi là 18 lần, đồng thời phản ánh triển vọng lợi nhuận được cải thiện trong giai đoạn 2023~2025. VNM là một cổ phiếu phòng thủ, và giá cổ phiếu ít biến động hơn so với thị trường chung. Về dài hạn, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của lợi nhuận ròng trong giai đoạn 2022~2025 chỉ là 5,1%, đây thực sự là mức không hấp dẫn đối với các nhà đầu tư dài hạn trên 1 năm và ưa thích tăng trưởng.

Yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu trong ngắn hạn: Trong bối cảnh thị trường bán tháo, VNM có thể thu hút dòng vốn từ hoạt động tái cơ cấu danh mục, khi dòng vốn này có xu hướng chuyển từ cổ phiếu mang tính chu kỳ sang cổ phiếu phòng thủ. Hơn nữa, dựa trên ước tính hiện tại của chúng tôi, VNM sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận 4% so với cùng kỳ trong quý 4/2022, điều này là kết quả đáng khích lệ vì VNM đã có 7 quý liên tiếp tăng trưởng lợi nhuận âm.

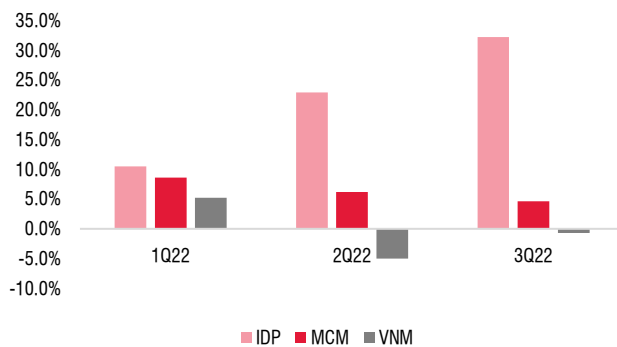
Rủi ro giảm giá đối với khuyến nghị của chúng tôi: nhu cầu yếu hơn dự kiến và chi phí nguyên vật liệu cao hơn dự kiến.

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	56.318	59.636	60.919	62.359	66.352
Tăng trưởng doanh thu thuần	7,1%	5,9%	2,2%	2,4%	6,4%
Lợi nhuận gộp	26.572	27.669	26.278	25.797	28.400
Tỷ suất lợi nhuận gộp	47,2%	46,4%	43,1%	41,4%	42,8%
Doanh thu tài chính	807	1.581	1.215	1.382	1.709
Chi phí tài chính	-187	-309	-202	-512	-482
Chi phí bán hàng và quản lý (SG&A)	-14.390	-15.406	-14.518	-15.702	-17.048
Thu nhập thuần khác	-1	-21	195	19	20
LNST	12.796	13.519	12.922	11.004	12.633
Lợi nhuận ròng	10.554	11.236	10.633	9.007	10.421
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	3,4%	6,5%	-5,4%	-15,3%	15,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	18,8%	18,6%	17,3%	14,3%	15,5%
EPS (VND)	4.557	4.780	4.536	3.838	4.435

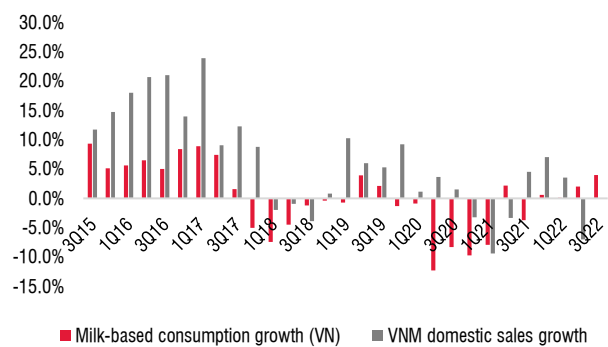
Nguồn: VNM, Bloomberg, SSI dự phóng

Thị trường và cạnh tranh: Theo AC Nielsen, mức tiêu thụ sữa tăng 4% so với cùng kỳ trong quý 3 năm 2022. Trong số các loại hàng tiêu dùng nhanh, sữa liên tục cho thấy kết quả kém khả quan so với mức tăng trưởng của các mặt hàng khác, vì không có hiệu ứng cơ sở thấp trong quý 3 năm 2021. Với doanh số hầu như không thay đổi trong quý 3 năm 2022, theo dữ liệu của Nielsen, Vinamilk dường như đang chậm hơn tốc độ tăng trưởng chung của ngành. Tuy nhiên, ban lãnh đạo lập luận rằng dữ liệu của Nielsen không xem xét đến doanh thu từ các phân khúc khách hàng đặc biệt của VNM như trường học, khu công nghiệp và nhà hàng, do đó thị phần thực tế của VNM sẽ tốt hơn dữ liệu mà Nielsen công bố. Theo đó, VNM đã ghi nhận doanh thu từ các kênh khách hàng đặc biệt tăng 40% so với cùng kỳ trong quý 3 năm 2022, chủ yếu là do mức nền so sánh thấp năm ngoái khi kênh này chịu tác động của các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt trong quý 3/2021. Dù không tiết lộ chi tiết nhưng ban lãnh đạo cho biết sữa đặc, sữa nước và sữa chua ăn đã lấy lại thị phần trong quý 3 năm 2022.

Tăng trưởng doanh thu hàng quý



Tăng trưởng tiêu thụ các sản phẩm sữa tại Việt Nam



Nguồn: VNM, SSI

Nguồn: AC Nielsen, VNM

Mộc Châu Milk (MCM) có kết quả tốt hơn công ty mẹ, đạt mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận quý 3 năm 2022 lần lượt là 4,6% và 4,3% so với cùng kỳ năm ngoái.

Các thị trường xuất khẩu tiếp tục thể hiện sự suy yếu khi doanh thu xuất khẩu giảm 23,7% so với cùng kỳ trong quý 3 năm 2022. Theo ban lãnh đạo, lạm phát cao tại các thị trường chính và chi phí vận chuyển tăng lên đã khiến doanh thu mảng xuất khẩu giảm đi. Ngược lại, doanh thu của các công ty con Driftwood có trụ sở tại California và Angkor Milk có trụ sở tại Campuchia trong quý 3 năm 2022 lần lượt tăng 30% và 20% so với cùng kỳ do nhu cầu phục hồi sau đại dịch.

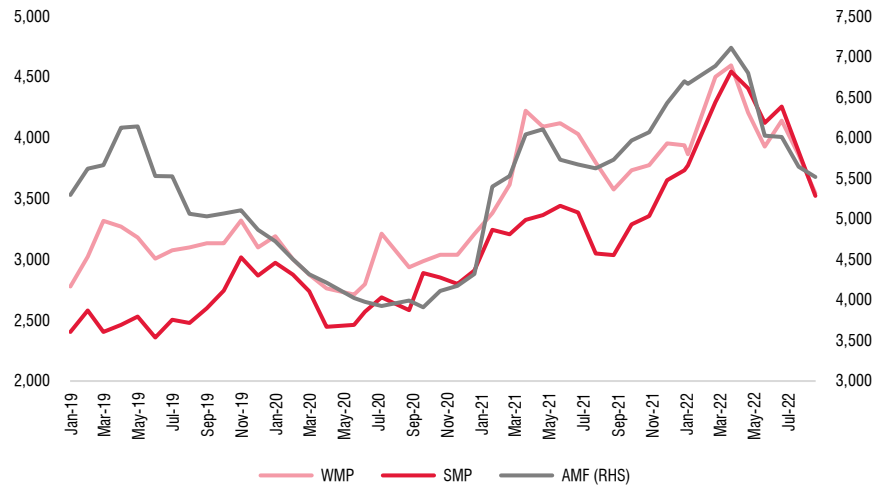
Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 39,5% trong quý 3 năm 2022, giảm nhẹ so với quý trước. Nguyên liệu đầu vào đã được chốt đến tháng 2/2023, và VNM kỳ vọng có thể được hưởng lợi từ xu hướng giảm giá của sữa bột từ quý 4 năm 2022.

Điều chỉnh dự báo

(tỷ đồng)	2022		2023		Ghi chú
	Dự báo trước	Dự báo hiện tại	Dự báo trước	Dự báo hiện tại	
Doanh thu	63.412	62.359	68.451	66.352	Điều chỉnh giảm dự báo doanh thu
Điều chỉnh		-1,7%		-3,1%	
Tăng trưởng so với cùng kỳ		2,4%		6,4%	
Lợi nhuận ròng	9.401	9.007	10.432	10.421	Điều chỉnh giảm dự báo doanh thu và tăng dự báo biên lợi nhuận
Điều chỉnh		-4,2%		-0,1%	
Tăng trưởng so với cùng kỳ		-15,4%		15,7%	

Nguồn: SSI dự phóng

Giá sữa toàn cầu

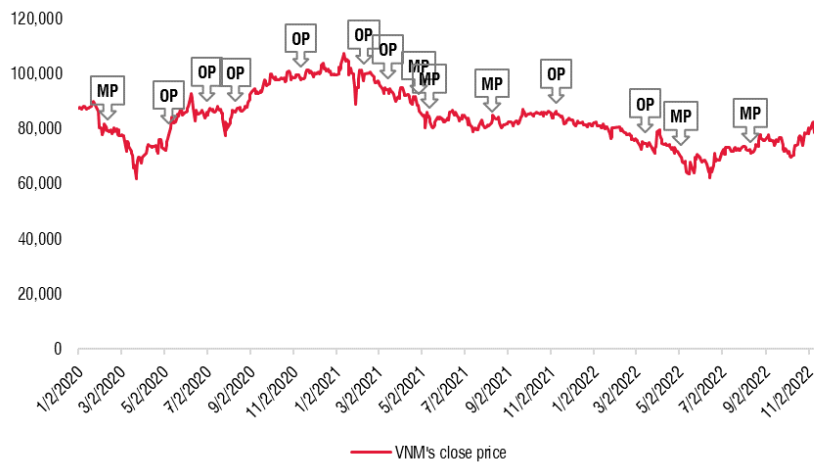


Nguồn: Global Dairy Trade

Yếu tố hỗ trợ tăng giá: Doanh thu cao hơn dự báo; và giá nguyên vật liệu thấp hơn dự báo

Rủi ro giảm giá đối với khuyến nghị của chúng tôi: doanh thu bán hàng thấp hơn dự báo, giá nguyên vật liệu cao hơn dự báo

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

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

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2020	2021	2022F	2023F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	2.111	2.349	14.787	13.471
+ Đầu tư ngắn hạn	17314	21026	8.001	8.001
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	5.187	5.822	4.986	5.305
+ Hàng tồn kho	4.905	6.773	6.125	6.358
+ Tài sản ngắn hạn khác	148	141	157	165
Tổng tài sản ngắn hạn	29.666	36.110	34.056	33.300
+ Các khoản phải thu dài hạn	20	17	23	25
+ GTCL Tài sản cố định	13.854	12.707	12.461	12.840
+ Bất động sản đầu tư	60	60	33	24
+ Tài sản dài hạn dở dang	1.063	1.130	1.111	1.129
+ Đầu tư dài hạn	973	744	661	661
+ Tài sản dài hạn khác	2797	2.565	3050	2920
Tổng tài sản dài hạn	18.767	17.222	17.340	17.599
Tổng tài sản	48.432	53.332	51.397	50.899
+ Nợ ngắn hạn	14.213	17.068	14.099	14.636
Trong đó: vay ngắn hạn	7.316	9.382	2.925	3.036
+ Nợ dài hạn	573	414	646	671
Trong đó: vay dài hạn	167	76	151	157
Tổng nợ phải trả	14.785	17.482	14.746	15.306
+ Vốn góp	20.900	20.900	20.900	20.900
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	34	34	34
+ Lợi nhuận chưa phân phối	6.910	7594	7.855	6.157
+ Quý khác	5838	7322	7863	8503
Vốn chủ sở hữu	33.647	35.850	36.651	35.593
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	48.432	53.332	51.397	50.899
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	9.576	10134	28.294	11.517
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-4802	-3933	-2.917	-2500
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-5.927	-5.257	-13.697	-10.333
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-1.153	943	11.680	-1.316
Tiền đầu kỳ	2.665	2.111	3.050	14.730
Tiền cuối kỳ	1.507	3.050	14.730	13.414
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,09	2,12	2,42	2,28
Hệ số thanh toán nhanh	1,73	1,71	1,97	1,83
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,37	1,37	1,62	1,47
Nợ ròng / EBITDA	-0,69	-0,85	-1,28	-1,26
Khả năng thanh toán lãi vay	93,5	145,84	59,04	49,35
Ngày phải thu	23,4	25,6	24	21,8
Ngày phải trả	39,1	39,1	43,4	43,9
Ngày tồn kho	56,5	61,5	64,4	60
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,69	0,67	0,71	0,7
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,31	0,33	0,29	0,3
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,44	0,49	0,4	0,43
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,22	0,26	0,08	0,09
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,22	0,26	0,08	0,09

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

Tỷ đồng	2020	2021	2022F	2023F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	59.636	60.919	62.359	66.352
Giá vốn hàng bán	-31.968	-34.641	-36.561	-37.952
Lợi nhuận gộp	27.669	26.278	25.797	28.400
Doanh thu hoạt động tài chính	1581	1215	1.382	1.709
Chi phí tài chính	-309	-202	-512	-482
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-13447	-12951	-14026	-15.272
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1958	-1567	-1676	-1776
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	13.539	12.728	10.986	12.613
Thu nhập khác	-21	195	19	20
Lợi nhuận trước thuế	13.519	12.922	11.004	12.633
Lợi nhuận ròng	11.236	10.633	9.007	10.421
Lợi nhuận chia cho cổ đông	11.099	10.532	8.912	10.296
Lợi ích của cổ đông thiểu số	137	100	95	125
EPS cơ bản (VND)	4780	4536	3.838	4.435
Giá trị sổ sách (VND)	17.973	18.998	16.167	15.601
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	4100	3850	3500	5000
EBIT	13.662	13.011	11.194	12.894
EBITDA	15.871	15220	13.152	15.025
Tăng trưởng				
Doanh thu	5,9%	2,2%	2,4%	6,4%
EBITDA	6,9%	-4,1%	-13,6%	14,2%
EBIT	5,9%	-4,8%	-14,0%	15,2%
Lợi nhuận ròng	6,5%	-5,4%	-15,3%	15,7%
Vốn chủ sở hữu	13,2%	6,5%	2,2%	-2,9%
Vốn điều lệ	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	8,4%	10,1%	-4,7%	-1,0%
Định giá				
PE	22,8	19,1	20,1	17,4
PB	7,3	5,5	4,8	4,9
Giá/Doanh thu	0	0	0	0
Tỷ suất cổ tức	4,6%	5,8%	4,5%	N.a
EV/EBITDA	11,2	11,50	11,2	9,8
EV/Doanh thu	2,9	2,9	2,4	2,2
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46,4%	43,1%	41,4%	42,8%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	21,0%	20,1%	15,7%	16,8%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	18,8%	17,5%	14,4%	15,7%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	22,5%	21,3%	22,5%	23,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	3,3%	2,6%	2,7%	2,7%
ROE	35,5%	30,6%	24,8%	28,9%
ROA	24,1%	20,9%	17,3%	20,6%
ROIC	29,8%	24,8%	21,5%	27,1%

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

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhvtv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Đỗ Nam Tùng

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

tungdn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

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 Tiêu dùng (F&B)

Phạm Huyền Trang

Giám đốc

trangph@ssi.com.vn

SĐT: +84 – 24 3936 6321 ext. 8712

Chiến lược thị trường

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Phó Giám đốc Chiến lược Đầu tư

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715