

Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2022

Mã giao dịch: VNM

Reuters: VNM.HM

Bloomberg: VNM VN

Kỳ vọng biên lợi nhuận phục hồi từ cuối năm 2022

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **83.800**

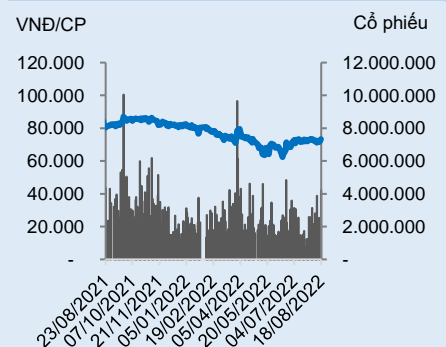
Giá thị trường (18/08/2022) 73.400

Lợi nhuận kỳ vọng +14,2%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	62.380-87.040
Vốn hóa	153.403 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	2.089.956.345
KLGD bình quân 10 ngày	2.404.760
% sở hữu nước ngoài	54,47%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.850
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,25%
Beta	0,4

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNM	-11,0%	1,9%	4,0%	-4,2%
VN-Index	-14,3%	6,6%	-0,9%	-15,0%

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú, CFA

(84 28) 3914 6888 ext. 258

phuts@bvsc.com.vn

Đà hồi phục của tiêu thụ sữa vẫn chậm: Đại dịch COVID-19 và lạm phát làm ảnh hưởng rất nhiều đến sức mua của người tiêu dùng, đặc biệt tầng lớp phổ thông có thu nhập thấp. Tiêu thụ sữa ở Việt Nam đi ngang trong Q1 và chỉ dương nhẹ trong Q2, thuộc nhóm hồi phục thấp nhất trong các mặt hàng tiêu dùng nhanh.

Sau chuỗi tăng thị phần 2H 2021 thì trong 1H 2022 VNM có dấu hiệu hụt hơi.

Doanh số nội địa tăng trưởng âm 2,3% yoy trong 1H và riêng Q2 giảm đến 7,2% yoy. Ngoại trừ yếu tố cạnh tranh thì sản lượng tiêu thụ của công ty có giảm do tăng giá bán (>5%) và tổ chức lại kênh phân phối trong tháng 4, 5. Về phân khúc, thị phần giảm chủ yếu ở: (i) sữa tươi tiệt trùng do ngành càng nhiều thương hiệu nội địa tham gia vào ngành, đặc biệt ở phân khúc sữa trẻ em; (ii) sữa đặc do cạnh tranh với các thương hiệu nhập khẩu giá rẻ từ ASEAN. Một số mảng khác như sữa chua men sống, sữa trái cây, v.v thì thị phần vẫn tăng nhẹ. Nhìn chung, công ty vẫn duy trì được vị thế dẫn đầu, dù có hơi chậm lại trong 1H 2022.

Áp lực giá đầu vào vẫn lớn, biên lợi nhuận giảm mạnh.

Giá sữa bột WMP đạt mức bình quân 4.250 USD/t trong 1H 2022, tăng gần 10% yoy và cao hơn rất nhiều so với mức quanh 3.000 USD/t trong những năm 2021 trở về trước. Trong cùng giai đoạn đó, VNM lại không thể hoàn toàn chuyển hết vào giá bán để giữ sức mua của người tiêu dùng và bảo vệ thị phần. VNM ghi nhận biên gộp 40,5% và 40,7% trong Q1 – Q2 2022, thấp hơn nhiều so với mức 45 – 46% trong 2021 và 47 – 49% trong 2020.

Tuy nhiên, BVSC nhận thấy cửa sáng cho biên lợi nhuận trong Q4 2022 và 2023.

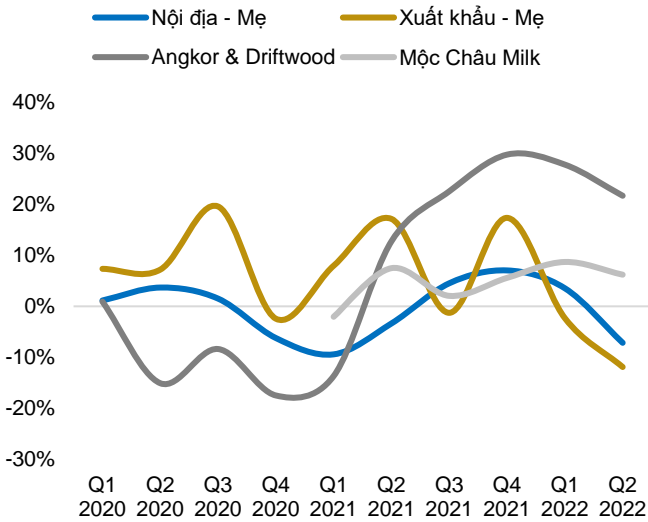
Giá WMP ngày 16/08 ghi nhận ở mức 3.417 USD/t, tức đã giảm hơn 28% so với đỉnh hồi tháng 3. Rabobank cũng nhận định giá sữa có thể đã tạo đỉnh: (i) sản lượng sữa của nhóm Big 7 dần hồi phục; (ii) tồn kho sữa ở Trung Quốc cao; (iii) giá cao đang tác động xấu nhu cầu. Ngoài ra, các loại nông sản chính làm thức ăn chăn nuôi như ngô, đậu tương, lúa mì, v.v đều đang giảm mạnh, qua đó giảm áp lực đầu vào của các trang trại. VNM đã chốt giá đầu vào đến hết tháng 10, do đó khả năng từ Q4 KQKD sẽ phản ánh rõ hơn đà giảm của giá đầu vào.

Điều chỉnh giảm dự báo 2022. Dựa trên những diễn biến trong 1H 2022, BVSC dự báo doanh thu thuần 62.463 tỷ (+2,5% yoy) và lợi nhuận sau thuế 9.567 tỷ (-9,2% yoy).

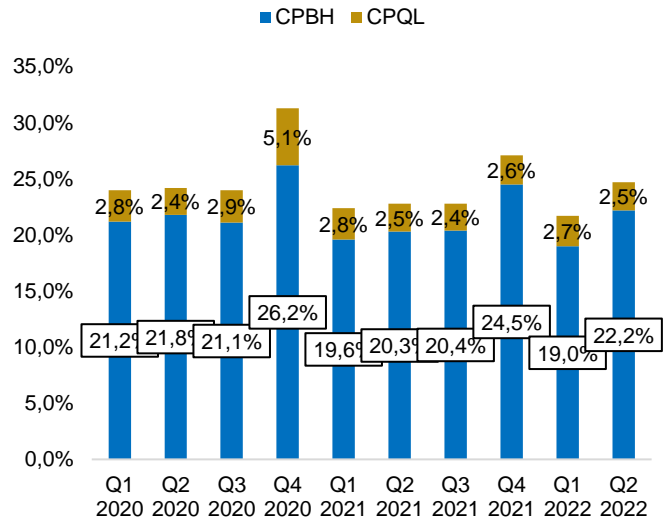
Triển vọng 2023 sẽ sáng hơn. Trên kỳ vọng nhu cầu hồi phục và biên lợi nhuận mở rộng, chúng tôi dự báo doanh thu thuần 65.483 tỷ (+4,8% yoy) và lợi nhuận sau thuế 10.603 tỷ (+10,8% yoy). EPS dự phóng 2022 – 2023 lần lượt là 4.191 và 4.643 đồng/cp.

Khuyến nghị đầu tư: Khuyến nghị **NEUTRAL** với giá mục tiêu **83.800 đồng/cp** – tương ứng P/E 18x cho lợi nhuận 2023, bằng mức bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực.

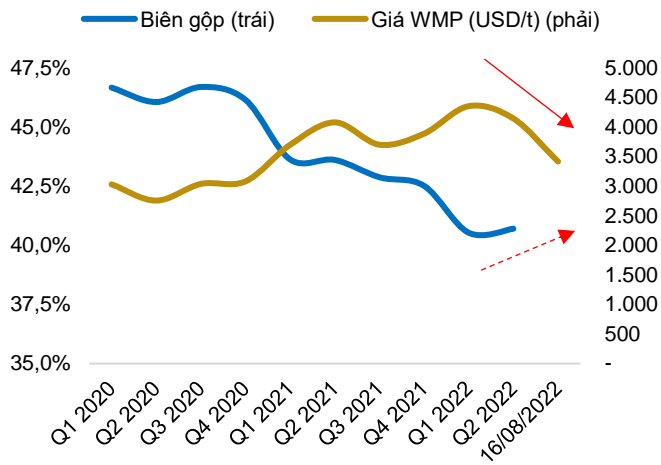
Tăng trưởng doanh số của VNM chậm lại sau 3 quý phục hồi khả quan



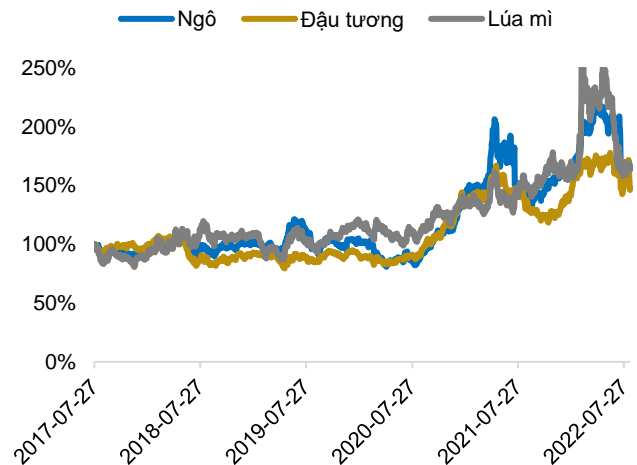
SG&A duy trì mức cao trên doanh thu để hỗ trợ bán hàng và bảo vệ thị phần



Giá sữa bột cao tạo áp lực lên biên gộp, nhưng đã bắt đầu xu hướng điều chỉnh



Nhiều loại ngũ cốc cũng giảm mạnh, sẽ làm giảm áp lực đầu vào cho ngành chăn nuôi



Nguồn: VNM, Bloomberg, BVSC tổng hợp

Bảng so sánh các công ty cùng ngành

Ticker	Name	Mkt Cap (USD)	P/E	12M Div Yield	ROA	ROE
Median		1.475,29	17,81	1,94	4,96	8,76
Average		3.041,25	16,98	2,47	5,35	9,40
VNM VN Equity	VIETNAM DAIRY PRODUCTS JSC	6.447,39	17,81	5,33	17,87	26,01
2319 HK Equity	CHINA MENGNIU DAIRY CO	17.231,22	23,18	1,31	#N/A	#N/A
2802 JP Equity	AJINOMOTO CO INC	15.218,10	25,31	1,37	5,42	11,69
2897 JP Equity	NISSIN FOODS HOLDINGS CO LTD	7.644,21	28,83	1,32	5,34	8,95
2269 JP Equity	MEIJI HOLDINGS CO LTD	7.553,40	10,73	2,49	6,21	10,59
2875 JP Equity	TOYO SUISAN KAISHA LTD	4.669,63	23,43	1,59	5,61	7,14
271560 KS Equity	ORION CORP/REPUBLIC OF KOREA	3.227,39	14,48	0,70	9,02	12,58
2282 JP Equity	NH FOODS LTD	3.104,27	10,47	2,52	4,80	9,25
2229 JP Equity	CALBEE INC	2.807,17	20,92	1,85	7,57	10,20
2212 JP Equity	YAMAZAKI BAKING CO LTD	2.697,71	28,42	1,34	1,86	4,07
2810 JP Equity	HOUSE FOODS GROUP INC	2.282,96	23,17	1,51	3,13	4,46
2206 JP Equity	EZAKI GLICO CO LTD	1.895,95	23,21	2,02	3,35	4,90
2201 JP Equity	MORINAGA & CO LTD	1.645,97	7,74	2,21	5,63	9,25
2607 JP Equity	FUJI OIL HOLDINGS INC	1.566,54	20,99	2,17	2,26	5,11
2264 JP Equity	MORINAGA MILK INDUSTRY CO	1.556,69	7,69	1,83	3,95	8,79
2296 JP Equity	ITOHAM YONEKYU HOLDINGS INC	1.475,29	10,79	3,40	4,40	7,32
007310 KS Equity	OTTOGI CORPORATION	1.343,27	9,21	1,67	5,11	10,75
004370 KS Equity	NONGSHIM CO LTD	1.341,11	14,75	1,38	4,01	5,35
1227 TT Equity	STANDARD FOODS CORP	1.269,52	24,12	4,57	5,97	9,89
2815 JP Equity	ARIAKE JAPAN CO LTD	1.209,29	20,63	1,94	6,55	7,45
1333 JP Equity	MARUHA NICHIRO CORP	971,81	6,66	2,22	3,30	12,11
2270 JP Equity	MEGMILK SNOW BRAND CO LTD	950,32	14,13	3,33	3,03	6,06
280360 KS Equity	LOTTE CONFECTIONERY CO LTD	881,72	23,84	1,31	2,04	4,37
2281 JP Equity	PRIMA MEAT PACKERS LTD	849,23	12,61	2,88	3,81	7,79
2220 JP Equity	KAMEDA SEIKA CO LTD	766,08	18,00	1,17	5,38	8,73
001800 KS Equity	ORION HOLDINGS CORP	714,50	8,97	4,35	1,90	4,42
003230 KS Equity	SAMYANG FOODS CO LTD	675,27	11,18	1,53	11,04	20,16
001680 KS Equity	DAESANG CORPORATION	610,61	6,35	3,46	2,87	6,58
2723 TT Equity	GOURMET MASTER CO LTD	582,87	16,16	5,15	5,12	9,75
1231 TT Equity	LIAN HWA FOODS CORP	566,83	21,53	1,78	9,16	19,74
8436 TT Equity	TCI CO LTD	522,56	21,03	6,73	4,66	8,42

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	59.636	60.919	62.463	65.483
Giá vốn	31.968	34.641	36.895	37.762
Lợi nhuận gộp	27.669	26.278	25.568	27.721
Doanh thu tài chính	1.581	1.215	1.316	1.457
Chi phí tài chính	309	202	398	404
Lợi nhuận sau thuế	11.099	10.532	9.567	10.603

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Tiền & khoản tương đương tiền	2.111	2.349	24.709	28.798
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.187	5.822	5.970	6.258
Hàng tồn kho	4.905	6.773	7.214	7.383
Tài sản cố định hữu hình	14.916	13.837	12.183	10.565
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	973	744	744	744
Tổng tài sản	48.432	53.332	54.954	57.552
Nợ ngắn hạn	14.213	17.068	16.903	17.149
Nợ dài hạn	573	414	324	340
Vốn chủ sở hữu	35.997	38.617	40.660	43.176
Tổng nguồn vốn	48.432	53.332	54.954	57.552

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2020	2021	2022F	2023F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	6%	2%	3%	5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	5%	-5%	-9%	11%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	46%	43%	41%	42%
Lợi nhuận thuần biên (%)	19%	17%	15%	16%
ROA (%)	23%	20%	17%	18%
ROE (%)	31%	27%	24%	25%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản (%)	31%	33%	31%	30%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	41%	45%	42%	41%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.838	4.579	4.191	4.643
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	17.224	18.477	18.051	19.169

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính
khanhdl@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường
phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

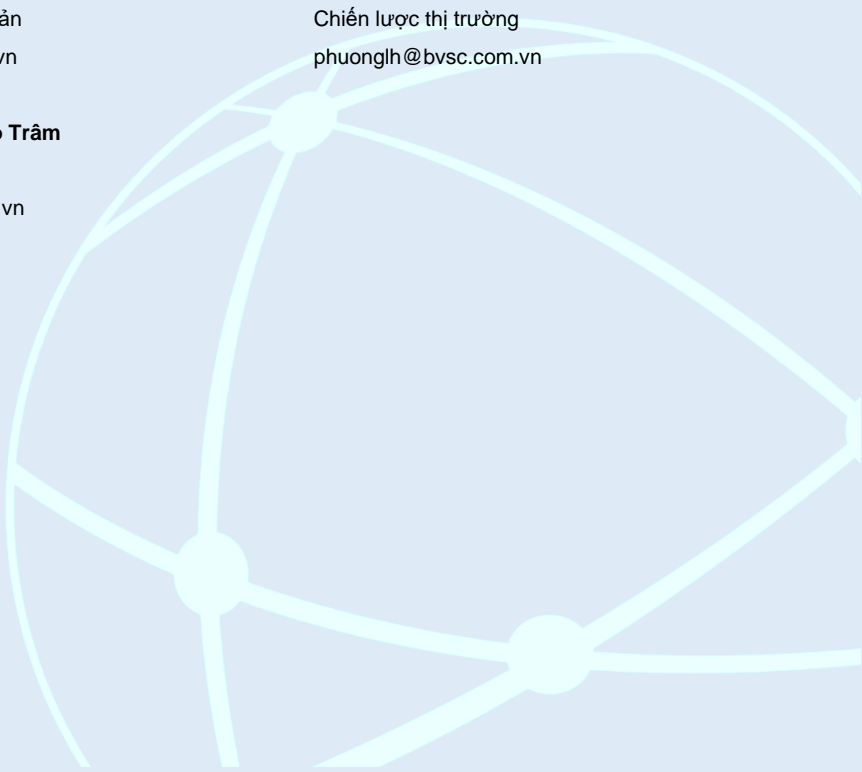
Thép, Phân bón, Dầu khí
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển
tramnhb@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn





Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888