

Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 02, 2023

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **83.500**

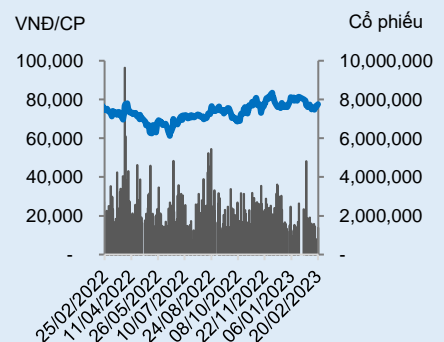
Giá thị trường (20/02/2023) 77.500

Lợi nhuận kỳ vọng +7,7%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	61.242-83.504
Vốn hóa	161.972 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	2.089.955.445
KLGD bình quân 10 ngày	1.260.422
% sở hữu nước ngoài	55,73%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	38,50%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,97%
Beta	0,4

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNM	-1,3%	-4,2%	1,3%	1,3%
VN-Index	4,1%	-0,1%	13,1%	-15,7%

Chuyên viên phân tích
Trương Sỹ Phú, CFA
 (84 28) 3914 6888 ext. 258
 phuts@bvsc.com.vn

Biên lợi nhuận kỳ vọng phục hồi từ nửa sau 2023

Kết quả kinh doanh 2022 sụt giảm mạnh. VNM ghi nhận doanh thu thuần Q4 15.069 tỷ (-4,7% yoy) và lợi nhuận sau thuế - cđts 1.869 tỷ (-15,5% yoy). Như vậy cả năm doanh thu thuần đạt 59.956 tỷ (-1,6% yoy) và lợi nhuận sau thuế - cđts 8.516 tỷ (-19,1% yoy), chỉ hoàn thành lần lượt 93,6% và 87,2% kế hoạch năm cho 2 chỉ tiêu trên.

Thị phần giảm do áp lực cạnh tranh. Tăng trưởng VNM đều chậm hơn khi so sánh với IDP, QNS và thậm chí là MCM. Theo dòng sản phẩm, trong khi sữa nước, sữa chua duy trì được tăng trưởng thì sữa bột giảm, đặc biệt trong mảng sữa công thức trước các nhãn hiệu phân khúc cao cấp.

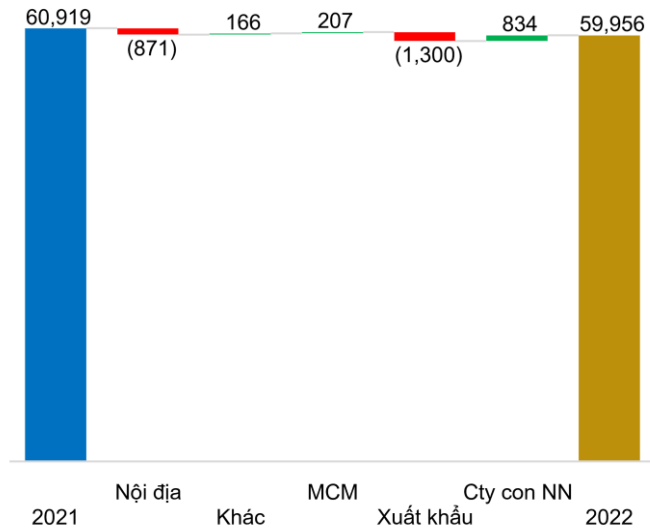
Nỗ lực tái cơ cấu hệ thống phân phối. Các chính sách thúc đẩy kênh MT/Online trước đây không hiệu quả, gây cạnh tranh không lành mạnh với kênh truyền thống, dẫn đến tình trạng thiếu hàng tại các điểm bán. Kết thúc năm 2022, VNM đã hoàn thành việc cải tổ hệ thống phân phối, qua đó kỳ vọng doanh thu quay lại quỹ đạo tăng trưởng trong 2023.

Biên lợi nhuận có thể phục hồi từ 2H 2023. Sau khi đạt đỉnh vào Q1 2022 thì giá sữa bột đã có xu hướng giảm mạnh về cuối năm, cụ thể, tham chiếu giá WMP bình quân Q4 thấp hơn 20% so với Q1. Tuy vậy, biên gộp VNM lại duy trì xu hướng giảm do vẫn chưa hạch toán hết sữa bột giá cao đã chốt trong giai đoạn 2H 2021 và đầu 2022. Do đó, BVSC rất kỳ vọng biên lợi nhuận của công ty đã chạm đáy và sẽ hồi phục rõ nét hơn từ 2H 2023, dần quay trở về mức cao trong quá khứ từ 2024.

Dự báo lợi nhuận 2023 quay lại quỹ đạo tăng trưởng. Doanh thu thuần dự báo 62.320 tỷ (+3,9% yoy) và lợi nhuận sau thuế - cđts 9.514 tỷ (+11,7% yoy). **EPS 4.173 đồng/cp và PE dự phóng 18,6 lần.** Cơ sở dự báo chính: (i) doanh thu nội địa thận trọng tăng 2%, chủ yếu nhờ giá bán; (ii) doanh thu xuất khẩu/cty con ở nước ngoài tăng 10-15%; (iii) Mộc Châu tăng trưởng 6%; (iv) biên gộp hợp nhất đạt 40,8%, cải thiện 40 bps yoy nhờ giá đầu vào giảm; và (v) SG&A/doanh thu duy trì mức cao để hỗ trợ sức mua cho người tiêu dùng.

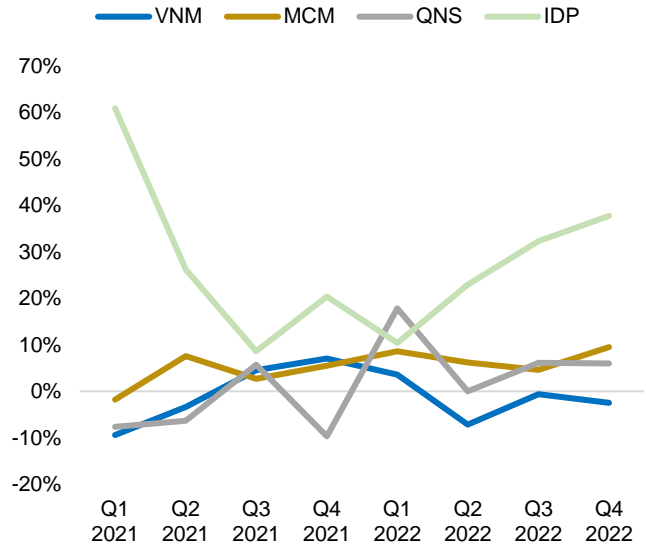
Khuyến nghị đầu tư: Với diễn biến vượt trội của giá cổ phiếu VNM so với VNINDEX trong 6 tháng vừa qua, BVSC giữ nguyên khuyến nghị **NEUTRAL** đối với VNM với giá mục tiêu **83.500 đồng/cp**, tương đương với P/E 2023 20x – bằng với mức các công ty cùng ngành. Tuy nhiên, với triển vọng biên lợi nhuận phục hồi từ nửa sau 2023, VNM cũng có thể là một cơ hội đáng cân nhắc nếu giá cổ phiếu giảm về những vùng hấp dẫn hơn.

Doanh thu 2022 sụt giảm chủ yếu do nội địa và xuất khẩu trực tiếp



Nguồn: BCTC VNM

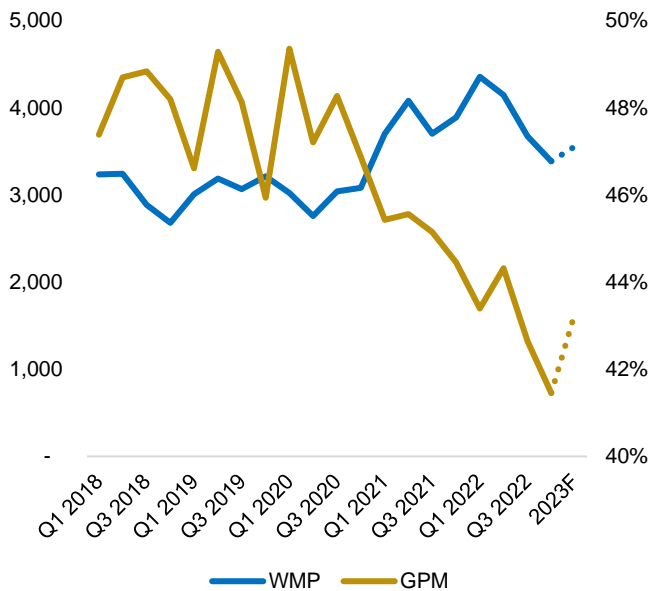
VNM tăng trưởng doanh thu thấp hơn hẳn các công ty sữa niêm yết khác



Nguồn: BVSC tổng hợp

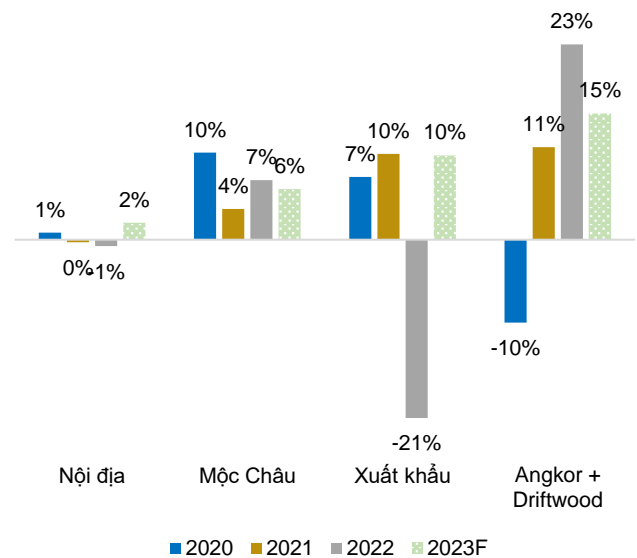
Ghi chú: QNS chỉ lấy tăng trưởng riêng mảng Sữa đậu nành

Sự lệch pha của giá sữa bột và biên gộp hàm ý lợi nhuận của VNM đã chạm đáy?



Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

Sau cơ cấu, kỳ vọng doanh thu nội địa tăng trưởng trở lại trong 2023



Nguồn: VNM, BVSC dự báo

Bảng so sánh các công ty cùng ngành

Ticker	Name	Mkt Cap (USD)	EV	EV/EBITDA	P/E	Dividend Yield
Median	Median	2.089	2.397	12,5	19,7	2,4
VNM VN Equity	VIETNAM DAIRY PRODUCTS JSC	6.766	6.283	12,4	21,2	5,0
FNH MK Equity	FRASER & NEAVE HOLDINGS BHD	2.214	2.248	13,3	19,9	2,2
ULTJ IJ Equity	ULTRAJAYA MILK IND & TRADING	1.135	1.025	9,2	13,0	1,7
1117 HK Equity	CHINA MODERN DAIRY HOLDINGS	1.182	2.546	9,0	7,5	2,6
ZYWL IN Equity	ZYDUS WELLNESS LTD	1.113	1.128	27,6	29,8	0,4
NESTLE PA Equity	NESTLE PAKISTAN LTD	935	1.015	8,7	16,2	6,1
151 HK Equity	WANT WANT CHINA HOLDINGS LTD	7.722	7.389	9,0	14,3	9,5
CNPF PM Equity	CENTURY PACIFIC FOOD INC	1.618	1.744	12,1	18,0	1,4
MONDE PM Equity	MONDE NISSIN CORP	3.917	3.873	21,0	37,0	1,2
ICBP IJ Equity	INDOFOOD CBP SUKSES MAKMUR T	7.922	11.369	12,7	25,4	2,1
TFMAMA TB Equity	THAI PRESIDENT FOODS PCL	1.965	2.039	15,1	22,7	1,6
INDF IJ Equity	INDOFOOD SUKSES MAKMUR TBK P	3.808	8.850	6,2	8,4	4,2
URC PM Equity	UNIVERSAL ROBINA CORP	5.550	5.692	16,4	27,2	2,5
DNL PM Equity	D&L INDUSTRIES INC	1.084	1.302	15,3	19,5	2,9

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	59.636	60.919	59.956	62.320
Giá vốn	31.968	34.641	36.059	36.906
Lợi nhuận gộp	27.669	26.278	23.897	25.415
Doanh thu tài chính	1.581	1.215	1.380	1.393
Chi phí tài chính	309	202	618	283
Lợi nhuận sau thuế	11.099	10.532	8.516	9.514

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022	2023F
Tiền & khoản tương đương tiền	2.111	2.349	2.300	23.579
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.187	5.822	6.100	6.341
Hàng tồn kho	4.905	6.773	5.538	5.668
Tài sản cố định hữu hình	14.916	13.837	13.708	11.372
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	973	744	743	743
Tổng tài sản	48.432	53.332	48.483	50.007
Nợ ngắn hạn	14.213	17.068	15.308	15.108
Nợ dài hạn	573	414	358	299
Vốn chủ sở hữu	35.997	38.617	35.784	37.743
Tổng nguồn vốn	48.432	53.332	48.483	50.007

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	6%	2%	-2%	4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	5%	-5%	-19%	12%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	46%	43%	40%	41%
Lợi nhuận thuần biên (%)	19%	17%	14%	15%
ROA (%)	23%	20%	18%	19%
ROE (%)	31%	27%	24%	25%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản (%)	31%	33%	32%	31%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	41%	45%	44%	41%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.838	4.579	3.694	4.173
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	17.224	18.477	17.122	16.555

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

Dầu Khí, Chứng Khoán, Ngân Hàng
phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

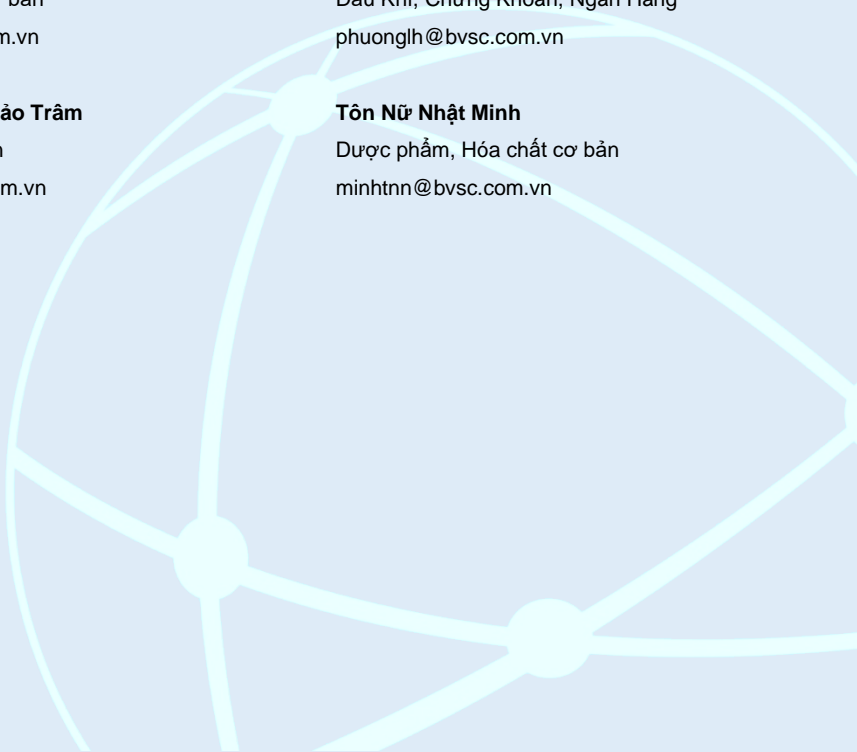
Cảng, Vận tải biển
tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@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