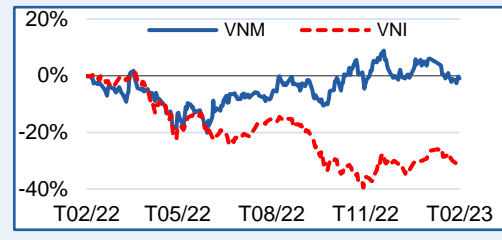




CTCP Sữa Việt Nam (VNM) [KHẢ QUAN +11,7%]

Cập nhật

Ngành:	Sữa		2022	2023F	2024F	2025F
Ngày báo cáo:	23/02/2023	TT DT	-1,6%	2,7%	5,8%	6,5%
Giá hiện tại:	75.500VND	TT EPS	-19,6%	16,9%	10,3%	10,7%
Giá mục tiêu hiện tại:	80.500VND	Biên LN gộp	39,9%	41,9%	42,8%	43,8%
Giá mục tiêu gần nhất:	88.000VND	Biên LN ròng	14,2%	16,2%	16,9%	17,5%
TL tăng:	+6,6%	EV/EBITDA	11,8x	10,7x	9,7x	8,8x
Lợi suất cổ tức:	5,1%	Giá CP/DTHĐ	15,7x	13,0x	12,4x	11,7x
Tổng mức sinh lời:	+11,7%	P/E	20,8x	17,8x	16,1x	14,6x



GT vốn hóa:	6,7 tỷ USD		<u>VNM</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	3,0 tỷ USD	P/E (trượt)	20,8x	13,8x
GTGD/ngày (30n):	5,3tr USD	P/B (hiện tại)	4,9x	1,7x
Cổ phần Nhà nước:	36,0%	Nợ ròng/CSH	-45,0%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	2.090tr	ROE	27,1%	14,1%
Pha loãng:	2.090tr	ROA	16,7%	2,2%
PEG 3 năm:	1,6			

Tổng quan công ty

Vinamilk là công ty sữa lớn nhất Việt Nam với thị phần >60%. Với trên 40 năm kinh nghiệm, Vinamilk đã xây dựng được thương hiệu lớn với danh mục sản phẩm gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các loại thức uống khác.

Huỳnh Thu Hà
Chuyên viên

Hoàng Nam
Trưởng phòng cao cấp

Chi phí đầu vào thấp dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 9% giá mục tiêu nhưng duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho CTCP Sữa Việt Nam (VNM).
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm 8% dự báo tổng lợi nhuận từ HĐKD (EBIT) giai đoạn 2023-2027 do VNM ghi nhận doanh số bán hàng trong nước và biên lợi nhuận gộp cải thiện thấp hơn dự kiến trong 6 tháng cuối năm 2022.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) doanh thu trong nước đạt 5% trong giai đoạn 2022-2025 so với mức giảm 2% YoY trong năm 2022. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận cải thiện 200/90/100 điểm cơ bản trong các năm 2023/2024/2025, hỗ trợ dự báo CAGR EPS của chúng tôi là 13% trong giai đoạn 2022-2025.
- Giá mục tiêu điều chỉnh của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng 2023/2024 của VNM lần lượt là 19,0 lần/17,2 lần, thấp hơn P/E trượt trung bình 5 năm là 23 lần.
- Rủi ro/yếu tố hỗ trợ: Tiêu thụ sữa thấp hơn/cao hơn dự kiến; biên lợi nhuận gộp cải thiện thấp hơn/cao hơn dự kiến; triển khai sản phẩm mới kém tích cực hơn/tốt hơn dự kiến.

Chúng tôi duy trì triển vọng tăng trưởng doanh số bán hàng đạt mức một chữ số thấp/trung bình trong các năm 2023/2024 do ảnh hưởng từ sức tiêu thụ thấp đối với các sản phẩm có nguồn gốc từ sữa. Theo NielsenIQ, tăng trưởng giá trị các sản phẩm có nguồn gốc từ sữa tại Việt Nam đạt 5% YoY trong khi sản lượng đi ngang trong 11T 2022. Chúng tôi cho rằng là do sức tiêu thụ đối với các sản phẩm có nguồn gốc từ sữa thấp trong cả năm 2022. Ngoài ra, VNM đã mất thị phần trong năm 2022 chủ yếu do diễn biến kém tích cực từ mảng sữa bột (chiếm khoảng 16% tổng doanh thu trong nước của VNM trong năm 2022, theo ước tính của chúng tôi) và mảng sữa nước (khoảng 47% tổng doanh thu trong nước của VNM trong năm 2022, theo ước tính của chúng tôi). Đáng chú ý, mảng sữa bột của VNM tiếp tục mất thị phần trong 3 năm qua. Chúng tôi xem các sản phẩm từ sữa là hàng hóa có tính biến động theo nhu cầu mặc dù vốn là thực phẩm thiết yếu khi hầu hết người tiêu dùng Việt Nam không xem các sản phẩm từ sữa là một nhu cầu dinh dưỡng; do đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu đối với các sản phẩm sữa sẽ tiếp tục thấp khi người tiêu dùng phổ thông thắt chặt thói quen chi tiêu. Chúng tôi điều chỉnh giảm 4% dự phóng tổng doanh số bán hàng cho giai đoạn 2023-2025, chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm doanh số bán hàng trong nước do doanh số bán hàng trong nước có diễn biến kém tích cực hơn dự kiến trong nửa cuối năm 2022.

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo biên lợi nhuận gộp 2023/2024 thêm 180/150 điểm cơ bản, do doanh số bán hàng trong nước của VNM thấp hơn dự kiến trong năm 2022, dẫn đến việc điều

chỉ giảm 5% tổng doanh số bán hàng trong nước các năm 2023/2024 trong dự báo của chúng tôi, từ đó ảnh hưởng đến sản lượng và biên lợi nhuận gộp dự phóng. Tuy nhiên, sau khi giá sữa bột gầy, sữa bột nguyên kem và sữa tách béo đã lần lượt điều chỉnh 40%, 31% và 23% từ mức đỉnh tương ứng trong giai đoạn tháng 4/2022 - tháng 2/2023, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của VNM sẽ cải thiện 200 điểm cơ bản trong năm 2023 và tăng thêm 90/100 điểm cơ bản vào các năm 2024/2025. Do đó, chúng tôi dự báo VNM sẽ đạt CAGR EPS 2022-2025 là 13% sau khi giảm 20% YoY trong năm 2022.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)					BẢNG CĐKT (tỷ VND)				
	2022	2023F	2024F	2025F		2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	59.956	61.588	65.140	69.390	Tiền và tương đương	2.300	4.588	6.815	8.642
Giá vốn hàng bán	-36.059	-35.795	-37.265	-39.000	Đầu tư TC ngắn hạn	17.414	17.414	17.414	17.414
Lợi nhuận gộp	23.897	25.793	27.875	30.390	Các khoản phải thu	4.634	4.286	4.533	5.019
Chi phí bán hàng	-12.548	-12.707	-13.428	-14.292	Hàng tồn kho	5.538	5.914	6.208	6.604
Chi phí quản lí DN	-1.596	-1.711	-1.793	-1.893	TS ngắn hạn khác	1.675	1.675	1.675	1.675
LN thuần HĐKD	9.753	11.375	12.655	14.204	Tổng TS ngắn hạn	31.560	33.877	36.645	39.354
Doanh thu tài chính	1.380	1.463	1.504	1.502	TS dài hạn (gộp)	31.661	33.295	35.019	36.848
Chi phí tài chính	-618	-615	-582	-558	- Khấu hao lũy kế	-17.952	-20.345	-22.846	-25.456
Trong đó, chi phí lãi vay	-166	-163	-130	-107	TS dài hạn (ròng)	13.708	12.950	12.173	11.392
Lợi nhuận từ công ty LDLC	-24	-24	-23	-23	Đầu tư TC dài hạn	743	743	743	743
Lợi nhuận/(chi phí) khác	4	288	293	299	TS dài hạn khác	2.471	2.226	1.980	1.735
LNTT	10.496	12.489	13.847	15.423	Tổng TS dài hạn	16.922	15.919	14.896	13.869
Thuế TNDN	-1.918	-2.348	-2.672	-3.053	Tổng Tài sản	48.483	49.796	51.541	53.223
LNST trước CĐTS	8.578	10.141	11.174	12.370	Phải trả ngắn hạn	4.284	4.612	4.789	4.807
Lợi ích CĐ thiểu số	-62	-185	-195	-211	Nợ ngắn hạn	4.867	4.567	4.567	4.567
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	8.516	9.956	10.979	12.160	Nợ ngắn hạn khác	6.157	6.325	6.690	7.126
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	8.516	9.956	10.979	12.160	Tổng nợ ngắn hạn	15.308	15.503	16.045	16.500
EBITDA	12.094	14.013	15.402	17.060	Nợ dài hạn	66	66	66	66
EPS báo cáo, VND	3.632	4.246	4.683	5.186	Nợ dài hạn khác	292	292	292	292
EPS điều chỉnh (1), VND	3.632	4.246	4.683	5.186	Tổng nợ	15.666	15.861	16.403	16.858
EPS pha loãng, điều chỉnh (1), VND	3.632	4.246	4.683	5.186	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	3.850	3.800	4.200	4.700	Vốn cổ phần	20.900	20.900	20.900	20.900
DPS/EPS (%)	106%	89%	90%	91%	Thặng dư vốn CP	34	34	34	34
(1) điều chỉnh theo lợi nhuận bất thường					Lợi nhuận giữ lại	3.353	3.291	3.202	3.002
TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F	Vốn khác	5.407	6.558	7.655	8.871
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	2.967	3.153	3.348	3.558
Tăng trưởng doanh thu	-1,6%	2,7%	5,8%	6,5%	Vốn chủ sở hữu	32.817	33.934	35.138	36.365
Tăng trưởng LN HĐKD	-17,1%	16,6%	11,2%	12,2%	Tổng cộng nguồn vốn	48.483	49.796	51.541	53.223
Tăng trưởng LNTT	-18,8%	19,0%	10,9%	11,4%	CP lưu hành cuối năm (triệu)	2.090,0	2.090,0	2.090,0	2.090,0
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-19,6%	16,9%	10,3%	10,7%	CP quỹ cuối năm (triệu)	0,1	0,1	0,1	0,1
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)	2022	2023F	2024F	2025F
Biên LN gộp %	39,9%	41,9%	42,8%	43,8%	Tiền đầu năm	2.349	2.300	4.588	6.815
Biên LN từ HĐ %	16,3%	18,5%	19,4%	20,5%	Lợi nhuận sau thuế	8.516	9.956	10.979	12.160
Biên EBITDA	20,2%	22,8%	23,6%	24,6%	Khấu hao	2.095	2.392	2.501	2.610
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	14,2%	16,2%	16,9%	17,5%	Thay đổi vốn lưu động	3.644	467	1	-427
ROE %	27,1%	32,8%	35,1%	37,6%	Điều chỉnh khác	-4.228	-651	-752	-864
ROA %	16,7%	20,3%	21,7%	23,2%	Tiền từ hoạt động KD	10.028	12.164	12.729	13.478
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.320	-1.634	-1.724	-1.829
Số ngày tồn kho	62	58	59	60	Đầu tư, ròng	3.613	0	0	0
Số ngày phải thu	27	26	25	25	Tiền từ HĐ đầu tư	2.272	-1.634	-1.724	-1.829
Số ngày phải trả	45	45	46	44	Cổ tức đã trả	-10.789	-7.942	-8.778	-9.823
TG luân chuyển tiền	45	40	38	41	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ dài hạn	-10	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	2,1	2,2	2,3	2,4	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-4.515	-300	0	0
CS thanh toán nhanh	1,6	1,7	1,8	1,9	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	1,3	1,4	1,5	1,6	Tiền từ hoạt động TC	-12.349	-8.242	-8.778	-9.823
Nợ/Tài sản	10,2%	9,3%	9,0%	8,7%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-49	2.288	2.227	1.827
Nợ/Vốn sử dụng	13,1%	12,0%	11,6%	11,3%	Tiền cuối năm	2.300	4.588	6.815	8.642
Nợ/Vốn CSH	-45,0%	-51,2%	-55,8%	-58,9%					
Khả năng thanh toán lãi vay	58,7	69,7	97,3	132,9					

Nguồn: VNM, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Huỳnh Thu Hà, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán
– Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mẫn, Chuyên viên, ext 135

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.