

Vinamilk (VNM)

Biên LN gộp 4Q22 chưa cải thiện như kì vọng

- LNST công ty mẹ 4Q22 giảm 14.9% n/n do giá sữa bột nguyên liệu nhập khẩu tăng trong cao trong 2022
- Giá sữa bột nhập khẩu đã giảm khoảng 35% từ đỉnh trong tháng 3/2022
- Duy trì **NĂM GIỮ** và lợi nhuận đã được xem xét

Thực tế: Doanh thu giảm và biên LN gộp thu hẹp

VNM công bố doanh thu giảm 4.7% n/n, đạt 15,069 tỷ đồng trong 4Q22P do xuất khẩu tri trệ. Doanh thu thị trường nước ngoài đạt 2,269 tỷ đồng (-18.9% n/n) bao gồm doanh thu của các công ty con ở nước ngoài đóng góp là 1,181 tỷ đồng (+18.3% n/n) và doanh thu xuất khẩu là 1,088 tỷ đồng (-39.5% n/n). Trong khi đó, thị trường trong nước ghi nhận doanh thu 12.8 nghìn tỷ đồng (-1.7% n/n) do sức tiêu thụ yếu, bao gồm doanh thu nội địa của công ty mẹ là 11.4 nghìn tỷ đồng (-2.3% n/n) và doanh thu của MCM là 787 tỷ đồng (+9.5% n/n).

Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp giảm 0.7%p q/q và 3.7%p n/n xuống còn 38.8% trong 4Q22 do giá bột sữa nhập khẩu tăng cao vào năm 2022. Do đó, LNST của công ty mẹ đạt 1,869 tỷ đồng (-14.9% n/n) và 8,578 tỷ đồng (-19% n/n) lần lượt trong 4Q22 và 2022. Kết quả kinh doanh năm 2022P đạt 91.3%/77.5% dự phóng Doanh thu/LNST công ty mẹ của chúng tôi.

Ưu và nhược điểm: Kì vọng biên LN gộp 1H23F cải thiện

Giá tương lai của sữa bột nguyên kem (WMP) và sữa bột gầy (SMP) giảm mạnh lần lượt 33% và 38% so với mức đỉnh vào tháng 3/2022 theo sau xu hướng giảm của giá cả các loại hàng hóa và sự sụt giảm sản lượng nhập khẩu từ Trung Quốc trong 2H22. Do đó, biên LN gộp được chúng tôi kỳ vọng sẽ cải thiện trong 1H23F do được hưởng lợi từ nguyên liệu sữa nhập khẩu thấp hơn.

Hành động: Duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ**

Mặc dù lợi nhuận 4Q22 của VNM tăng trưởng âm n/n, chúng tôi cho rằng triển vọng âm ảm đạm của ngành sữa đã được phản ánh vào giá cổ phiếu. Chúng tôi duy trì **NĂM GIỮ** do tỷ suất cổ tức tiền mặt cao trên 5.0% và bảng cân đối kế toán lành mạnh trong điều kiện vĩ mô không ổn định. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận khả quan trong năm 2023F nhờ hưởng lợi giá nguyên vật liệu đầu vào thấp hơn.

Khuyến nghị **NĂM GIỮ** (Duy trì)

Giá mục tiêu

Lợi nhuận

Thông kê

VNIndex (31/01, điểm)	1,103
Giá cp (31/01, đồng)	79,400
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,075
SLCP lưu hành (triệu)	2,090
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	83,507/61,227
GTGDĐT 6T (tỷ đồng)	6.84
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	35.1/56.0
Cổ đông lớn (%)	
SCIC	36.0
F&N	17.7
Platinum Victory	10.6

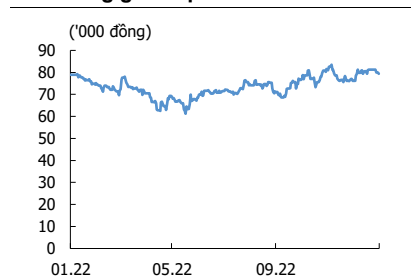
Định giá

	2021A	2022F	2023F
PE (x)	17.4	15.2	13.2
PB (x)	4.6	3.9	3.6
ROE (%)	30.6	30.1	31.8
Cổ tức (%)	4.6	5.3	6.1
EV/EBITDA (x)	11.1	9.4	8.2
EPS (đồng)	4,559	4,771	5,493
BPS (đồng)	17,154	18,637	20,346

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	4.3	11.0	0.7
Tương đối với VNI (%p)	(5.2)	19.1	25.0

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng Phân tích

researchdept@kisvn.vn

Bảng 1. Kết quả kinh doanh 4Q22

(Tỷ đồng, %, %p)

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	% q/q	% n/n
Doanh thu	15,819	13,878	14,930	16,079	15,069	(6.3)	(4.7)
Lợi nhuận gộp	6,725	5,625	6,077	6,350	5,846	(7.9)	(13.1)
Biên lợi nhuận gộp	42.5	40.5	40.7	39.5	38.8	(0.7)	(3.7)
Lợi nhuận hoạt động	2,438	2,620	2,384	2,688	2,062	(23.3)	(15.4)
Biên lợi nhuận hoạt động	15.4	18.9	16.0	16.7	13.7	(3.0)	(1.7)
Lợi nhuận trước thuế	2,688	2,764	2,576	2,860	2,295	(19.7)	(14.6)
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	2,196	2,266	2,083	2,298	1,869	(18.7)	(14.9)

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

Tổng quan doanh nghiệp

Vinamilk (VNM: HSX) là công ty sữa lớn nhất Việt Nam với 60% thị phần nội địa. Sau hơn 40 năm phát triển, Vinamilk hiện có 250 ngành hàng, tập trung vào sữa nước, sữa bột, sữa chua và sữa đặc.

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	24,722	29,666	36,110	38,402	40,418
Tiền và tương đương tiền	15,101	19,425	23,374	25,880	27,157
Phải thu	4,503	5,187	5,822	5,754	6,438
Hàng tồn kho	4,983	4,905	6,773	6,610	6,651
Tài sản dài hạn	19,978	18,767	17,222	21,459	25,756
Tài sản cố định	14,894	13,854	12,707	16,545	20,388
Đầu tư tài chính	1,993	2,096	1,934	1,944	1,954
Khác	3,205	2,945	2,706	3,108	3,564
Tổng tài sản	44,700	48,432	53,332	59,862	66,174
Người mua trả trước	245	111	66	986	1,073
Doanh thu chưa thực hiện	2	16	4	4	4
Phải trả người bán	3,648	3,199	4,214	4,278	4,050
Khác	5,598	3,975	3,740	3,864	3,969
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	5,351	7,316	9,382	11,804	14,681
Nợ và TP dài hạn	123	167	76	0	0
Tổng nợ và phải trả	14,969	14,785	17,482	20,936	23,776
VCSH	27,504	31,297	33,083	36,079	39,529
Vốn điều lệ	17,417	20,900	20,900	20,900	20,900
Thặng dư	0	0	34	34	34
Quỹ khác	2,223	3,500	4,555	5,672	6,959
LN giữ lại	7,875	6,910	7,594	9,473	11,637
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,227	2,350	2,767	2,871	2,993
Tổng VCSH	29,731	33,647	35,850	38,950	42,522

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2020F	2021A	2022F	2023F	2024F
Dòng tiền hoạt động	11,410	10,180	9,432	8,581	8,127
LN ròng	10,554	11,236	10,633	11,248	12,953
Khấu hao và khấu trừ	1,948	2,209	2,121	2,187	2,251
Tăng vốn lưu động ròng	(1,092)	(3,264)	(3,322)	(4,854)	(7,077)
Dòng tiền đầu tư	(6,748)	(4,802)	(3,933)	(304)	(311)
Tài sản cố định	(2,158)	(1,265)	(1,531)	(1,661)	(1,601)
Tăng đầu tư tài chính	(4,590)	(3,537)	(2,402)	1,357	1,291
Dòng tiền tài chính	(3,516)	(5,927)	(5,257)	(5,771)	(6,540)
Tăng vốn chủ	127	(14)	318	0	0
Tăng nợ	4,194	2,016	2,046	2,321	2,778
Chi trả cổ tức	(7,836)	(7,928)	(7,621)	(8,092)	(9,317)
Dòng tiền khác	0	0	0	0	0
Tăng tiền mặt	1,146	(548)	241	2,506	1,277

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	56,318	59,636	60,919	65,762	71,517
Giá vốn hàng bán	29,746	31,968	34,641	37,236	38,796
Lợi nhuận gộp	26,572	27,669	26,278	28,526	32,721
Chi phí bán hàng & QLDN	14,390	15,406	14,518	15,804	17,745
LN hoạt động	12,182	12,263	11,760	12,722	14,977
Doanh thu tài chính	807	1,581	1,215	1,357	1,291
Thu nhập lãi	724	1,149	0	1,357	1,291
Chi phí tài chính	187	309	202	279	374
Chi phí lãi vay	109	144	89	224	319
LN khác	(1)	(21)	195	0	0
Lãi (lỗ) từ LD&LK	(6)	4	(45)	0	0
LN trước thuế	12,796	13,519	12,922	13,801	15,894
Thuế TNDN	2,241	2,283	2,290	2,553	2,940
LN sau thuế	10,554	11,236	10,633	11,248	12,953
LN ròng cho công ty mẹ	10,558	11,099	10,539	11,142	12,831
EBITDA	14,131	14,472	13,882	10,535	12,726

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2020F	2021A	2022F	2023F	2024F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	5,426	4,736	4,559	4,771	5,493
BPS	17,070	16,099	17,154	18,637	20,346
DPS	4,499	3,793	3,646	3,872	4,458
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	7.1	5.9	2.2	7.9	8.8
LN hoạt động	8.7	0.7	(4.1)	8.2	17.7
LN ròng	3.5	4.9	(5.1)	5.8	15.1
EPS	(21.7)	(12.7)	(3.7)	4.6	15.1
EBITDA	10.1	2.4	(4.1)	7.4	15.5
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	21.6	20.6	19.3	19.3	20.9
Biên LN ròng	18.7	18.8	17.5	17.1	18.1
Biên EBITDA	25.1	24.3	22.8	22.7	24.1
ROA	25.7	24.1	20.9	19.9	20.6
ROE	37.7	35.5	30.6	30.1	31.8
Suất sinh lợi cổ tức	6.2	5.2	5.0	5.3	6.1
Tỷ lệ chi trả cổ tức	82.9	80.1	80.0	81.2	81.2
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(9,626)	(11,941)	(13,916)	(14,077)	(12,476)
Nợ ròng/VCSH (%)	(32.4)	(35.5)	(38.8)	(36.1)	(29.3)
Định giá (x)					
PE	13.4	15.3	15.9	15.2	13.2
PB	4.2	4.5	4.2	3.9	3.6
EV/EBITDA	8.3	9.7	10.1	9.4	8.2

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không ký vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 31/01/2023.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 31/01/2023.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Vinamilk (VNM) và hiện là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Phòng Phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2023 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.