CTCP Sữa Việt Nam - VNM

Trên đà hồi phục

Hàng tiêu dùng | CẬP NHẬT

Khả quan

Giá mục tiêu (12M)
VND82.600

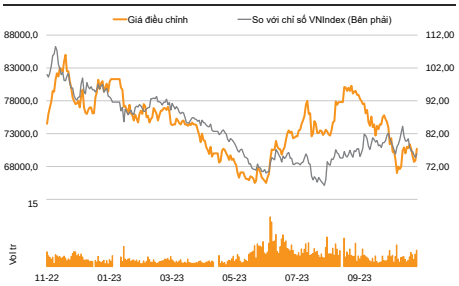
Consensus*: Mua:11 Giữ:4 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus: -0,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo
- Giảm EPS 2023-24 xuống 3,0%/3,0%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND83.000
Giá thị trường	VND70.700
Cao nhất 52 tuần (VND)	85.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	65.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	194.164
Thị giá vốn (tỷ VND)	143.998
Free float	33%
Tỷ suất cổ tức	5,59%
P/E trượt (x)	17,3
P/B hiện tại (x)	4,57

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

SCIC	36,0%
F&N Dairy Investment Pte, Ltd	20,0%
Platinum Victory Pte Ltd	10,6%
Khác	33,4%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 19,3% và tỷ suất cổ tức 5,6%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 0,6% khi giá cổ phiếu đã giảm 3,5% kể từ báo cáo gần đây của chúng tôi.
- Chúng tôi thay đổi giá mục tiêu chủ yếu do điều chỉnh dự phóng EPS trong 2023-25 và giảm P/E mục tiêu.
- P/E trượt 12T của VNM là 17,3x, thấp hơn trung bình các doanh nghiệp cùng ngành và khá hấp dẫn so với triển vọng kinh doanh tích cực của doanh nghiệp.

Điểm nhấn tài chính

- Lợi nhuận (LN) ròng của VNM tăng 8,4% svck trong Q3/23 – quý thứ hai liên tiếp ghi nhận LN tăng nhờ 1) biên LN gộp cải thiện 2,4 điểm % svck và 2) thu nhập tài chính tăng 90,8% svck.
- Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp tiếp tục cải thiện 3,2 điểm % svck trong Q4/23 và đi ngang so với Q3/23. Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp tiếp tục cải thiện 1,1 điểm % svck nhờ chi phí đầu vào thấp hơn.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng tăng 28,8% svck trong Q4/23 chủ yếu do mức nền thấp trong Q4/22 và tăng 8,8% svck trong năm 2024.

Luận điểm đầu tư

Chiến lược tái định vị sẽ dần mang lại hiệu quả

Chúng tôi nhận thấy VNM đang có sự thay đổi theo chiến dịch tái định vị thương hiệu cũng như trong chuyển đổi số, tuyển dụng nhân sự, quy trình quản trị nhằm nâng cao trải nghiệm của người tiêu dùng. Chúng tôi cho rằng chiến lược mới sẽ giúp công ty giành lại được thị phần và tạo đà tăng trưởng DT trong thời gian tới.

Lợi nhuận ròng quay trở lại đà tăng trưởng nhờ chi phí đầu vào giảm

Chúng tôi cho rằng biên LN gộp của VNM đang trên đà phục hồi trở lại mức 2021 sau 5 quý liên tiếp bị ảnh hưởng bởi chi phí đầu vào cao. Chúng tôi dự phóng biên LN gộp cải thiện 3,2 điểm % svck trong Q4/23 cùng với mức nền thấp trong Q4/22 sẽ thúc đẩy LN ròng tăng 28,8% svck trong Q4/23. Chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên kem sẽ tiếp tục hỗ trợ biên LN gộp của VMN và giao dịch ở mức thấp hơn (-1,0% svck) trong năm 2024.

Tỷ suất cổ tức ổn định

VNM luôn duy trì tỷ trọng tiền mặt và khoản đầu tư ngắn hạn ổn định ở mức 40%-43% trên tổng tài sản, cho phép công ty đưa ra mức tỷ suất cổ tức ổn định 4%-5% hàng năm. Thêm vào đó, chúng tôi cho rằng với thị phần khoảng 50% - thống lĩnh ngành sữa Việt Nam, VNM là cổ phiếu phòng thủ hấp dẫn trong trường hợp thị trường điều chỉnh mạnh.

Định giá hấp dẫn so với các công ty tiêu dùng khác của Việt Nam

Trong số các công ty tiêu cùng, VNM có mức P/E hấp dẫn là 17,3 lần, thấp hơn mức P/E trung bình của ngành là 25,4 lần, tính đến ngày 13/11/2023.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	60.919	59.956	61.439	63.621
Tăng trưởng DT thuần	2,2%	(1,6%)	2,5%	3,6%
Biên lợi nhuận gộp	43,1%	39,9%	41,0%	42,1%
Biên EBITDA	24,8%	20,5%	21,1%	21,9%
LN ròng (tỷ)	10.532	8.517	8.955	9.746
Tăng trưởng LN ròng	(5,1%)	(19,1%)	5,1%	8,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.040	4.076	4.285	4.664
EPS điều chỉnh	4.546	3.634	3.820	4.158
BVPS	16.905	15.469	15.759	16.214
ROAE	30,8%	25,2%	27,4%	29,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1976, với gần 50 năm kinh nghiệm, VNM đã tạo dựng được nhận diện thương hiệu vững mạnh với danh mục sản phẩm bao gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các loại đồ uống khác

- *Đội ngũ ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm: Trung bình ban lãnh đạo của VNM có 22 năm làm việc tại công ty, trong đó, bà Mai Kiều Liên – Tổng giám đốc công ty đã có 48 năm kinh nghiệm làm việc tại công ty.*
- *VNM sở hữu chuỗi giá trị bền vững từ nguồn nguyên liệu (với 15 trang trại và 140,000 con bò) tới khâu sản xuất và phân phối. So với các doanh nghiệp cùng ngành, công ty có năng lực sản xuất lớn nhất (16 nhà máy) và hệ thống phân phối rộng nhất (200,000 điểm bán hàng và 200 nhà phân phối độc quyền).*
- *Vinamilk là công ty lớn nhất ngành sữa Việt Nam với khoảng 50% thị phần. Công ty sở hữu danh mục sản phẩm phong phú với 250 dòng sản phẩm đáp ứng hầu hết nhu cầu về sữa ở mọi lứa tuổi.*
- *Trong 2023, doanh thu từ thị trường nội địa đóng góp 83,7% vào tổng doanh thu của VNM. Tính theo các danh mục ngành hàng, sữa nước đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong tổng doanh thu, theo sau là sữa chua và sữa bột.*

Hình 1: VNM có danh mục sản phẩm đa dạng với hơn 250 sản phẩm trong nhiều phân khúc giá

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Kết quả kinh doanh Q3/23

KQKD Q3/23: Lợi nhuận ròng đang trên đà hồi phục

Hình 2: KQKD Q3/23 và 9T23

Tỷ VND	Q3/23	Q3/23	% svck	9T23	9T22	% svck	2023	% so với dự báo 2023	Chú thích
Doanh thu	15.637	16.079	-2,7%	44.750	44.887	-0,3%	63.516	70,5%	
Nội địa	13.253	13.775	-3,8%	37.532	37.904	-1,0%	53.267	70,5%	Doanh thu nội địa giảm do 1) sản lượng bán ước tính giảm khoảng 4% svck do nhu cầu yếu và 2) không còn yếu tố hỗ trợ về giá trong Q3/23 so với Q3/22.
Nước ngoài	2.384	2.304	3,5%	7.218	6.983	3,4%	10.249	70,4%	
Xuất khẩu	1.246	1.187	5,0%	3.741	3.741	0,0%	5.325	70,3%	Doanh thu xuất khẩu tăng 5,0% svck nhờ sự ổn định tại thị trường Trung Đông và Đông Nam Á. Theo ban lãnh đạo, cuộc xung đột tại khu vực Trung Đông không gây ảnh hưởng tới hoạt động xuất khẩu của VNM do thị trường xuất khẩu của công ty nằm xa khu vực xảy ra xung đột.
Công ty con tại nước ngoài	1.138	1.117	1,9%	3.477	3.243	7,2%	4.924	70,6%	Doanh thu từ các công ty nước ngoài tăng nhẹ 1,9% svck chủ yếu nhờ doanh thu Angkormilk tăng 10% svck. Thêm vào đó, VNM đã ký thỏa thuận hợp tác hai doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực nhập khẩu – phân phối sữa để đưa sản phẩm sữa vào thị trường tỷ dân này.
Lợi nhuận gộp	6.555	6.350	3,2%	18.103	18.052	0,3%	25.910	69,9%	
Biên LNG	41,9%	39,5%	2,4đ %	40,5%	40,2%	0,2đ %	40,8%	-0,3đ %	Trong Q3/23, biên LN gộp cải thiện 2,4 điểm % theo đà giảm giá bột sữa nguyên kem. Giá bột sữa đã giảm 9,5% sv quý trước và 22,1% svck trong Q3/23 chủ yếu do nhu cầu nhập khẩu yếu tại Trung Quốc.
Chi phí bán hàng và QLDN	3.815	3.662	4,2%	10.775	10.360	4,0%	13.867	77,7%	
% chi phí BH & QLDN so với DT	24,4%	22,8%	1,6đ %	24,1%	23,1%	1,0đ %	21,8%	2,2đ %	
Chi phí bán hàng	3.382	3.261	3,7%	9.524	9.213	3,4%	13.867	68,7%	Chi phí bán hàng tăng 3,7% svck nhằm tăng cường các hoạt động trưng bày, khuyến mãi qua đó khôi phục 2 điểm % thị phần so với tháng 1.
% CPBH/DT	21,6%	20,3%	1,4đ %	21,3%	20,5%	0,8đ %	21,8%	-0,5đ %	
Chi phí quản lý DN	432	401	7,8%	1.251	1.147	9,1%	1.778	70,3%	
% CPQLDN/DT	2,8%	2,5%	0,3đ %	2,8%	2,6%	0,2đ %	2,8%	0,0đ %	
EBIT	2.740	2.688	1,9%	7.328	7.692	-4,7%	12.043	60,8%	
Biên EBIT	17,5%	16,7%	0,8đ %	16,4%	17,1%	-0,7đ %	19,0%	-2,6đ %	
Thu nhập tài chính	374	196	90,8%	903	590	53,0%	1.064	84,9%	Thu nhập tài chính tăng mạnh 90,8% svck nhờ lãi tiền gửi tăng 46,7% yoy trong môi trường lãi suất cao.
Doanh thu tài chính	484	339	42,9đ %	1.287	1.001	28,7đ %	1.451	88,7đ %	
Chi phí tài chính	110	143	-22,9%	384	410	-6,3%	388	99,2%	
Chi phí lãi vay	80	50	59,5%	258	113	128,6%	244	105,6%	
LN trước thuế (LNTT)	3.076	2.860	7,5%	8.116	8.200	-1,0%	11.302	71,8%	
Biên LNTT	19,7%	17,8%	1,9đ %	18,1%	18,3%	-0,1đ %	17,8%	0,3đ %	
Thuế TNDN	584	532	9,7%	1.568	1.482	5,8%	2.069	75,8%	
Thuế suất TNDN	19,0%	18,6%	0,4đ %	19,3%	18,1%	1,2đ %	18,3%	1,0đ %	
LN ròng (LNR)	2.492	2.298	8,4%	6.548	6.647	-1,5%	9.233	70,9%	
Biên LNR	15,9%	14,3%	1,6đ %	14,6%	14,8%	-0,2đ %	14,5%	0,1đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

[07/11/2023] Những điểm chính trong buổi họp với Chuyên viên phân tích và Nhà đầu tư

- **Thay đổi tên cửa hàng "Giấc mơ sữa Việt":** Tính đến T9/2023, VNM đnag vận hành 657 cửa hàng "Giấc mơ sữa Việt" (tăng 11 CH so với đầu năm) và 67 cửa hàng sữa Mộc Châu (tăng 14 CH so với đầu năm). Công ty có kế hoạch thay đổi tên thương hiệu "Giấc mơ sữa Việt" sang "Vinamilk" nằm trong chiến lược tái định vị thương hiệu (theo quan điểm của chúng tôi).

- **Nhu cầu tiêu thụ chưa hồi phục:** Ban lãnh đạo dự phóng nhu cầu tiêu thụ vẫn sẽ duy trì ở mức thấp trong năm 2024 tuy nhiên sẽ dần hồi phục về cuối năm. Công ty vẫn duy trì các hoạt động khuyến mại nhằm thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng và tập trung vào các sản phẩm sữa hữu cơ phù hợp với xu hướng tiêu dùng mới hiện nay.

- **Giá bột sữa nguyên kem:** VNM đã chốt hợp đồng giá bột sữa nguyên kem tới Q1/24. Ban lãnh đạo cho rằng giá bột sữa ghi nhận sự cải thiện trong T10/2023 do Trung Quốc có tín hiệu nhập khẩu trở lại. Tuy nhiên, công ty kỳ vọng giá bột sữa nguyên kem sẽ được giao dịch ở mức trung bình 2.500 USD/tấn, mức tương đương năm 2020 do nhu cầu nhập khẩu tại Trung Quốc chưa phục hồi đáng kể.

- **Tiến độ các trang trại:** Trang trại tại Lào hiện tại đang có 2.000 con với năng suất cho sữa cao hơn các trang trại tại Việt Nam. Công ty dự kiến nhập khẩu thêm 6.000 con bò, tăng tổng số lượng trong đàn bò lên 8.000 con tại Lào.

Triển vọng 2024: Lợi nhuận ròng quay lại đà tăng trưởng

Chiến lược tái định vị sẽ dần mang lại hiệu quả

Từ T9/2023 VNM đã ra mắt dòng sản phẩm sữa nước với bao bì mới, gây ấn tượng với người tiêu dùng bởi sự trẻ trung và năng động. Thêm vào đó, công ty cũng tổ chức nhiều hoạt động marketing như dùng thử sản phẩm, tặng quà tại các điểm bán hàng để tương tác trực tiếp và nâng cao nhận diện thương hiệu mới với người tiêu dùng. Nhờ đó, thị phần của công ty cải thiện 2 điểm % so với đầu năm trong T9/2023. Chúng tôi kỳ vọng chiến lược tái định vị sẽ đem lại hiệu quả rõ rệt hơn trong Q4/23 với doanh thu nội địa dự phóng tăng 8,7% svck.

Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán nội địa tăng 2,0% svck nhờ 1) tăng cường các chiến dịch marketing gần gũi với văn hóa Việt Nam và xu hướng tiêu dùng của giới trẻ và 2) ra mắt các dòng sản phẩm với bao bì mới. Chúng tôi cho rằng sản lượng bán tăng sau ba năm giảm liên tiếp là tín hiệu tích cực cho thấy chiến lược tái định vị đang phát huy hiệu quả giúp công ty kiếm lại thị phần trên thị trường sữa nội địa. Trong khi đó, giá bán trung bình dự phóng tăng nhẹ 1,0% svck. Do vậy chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa tăng 3,0% svck trong 2024.

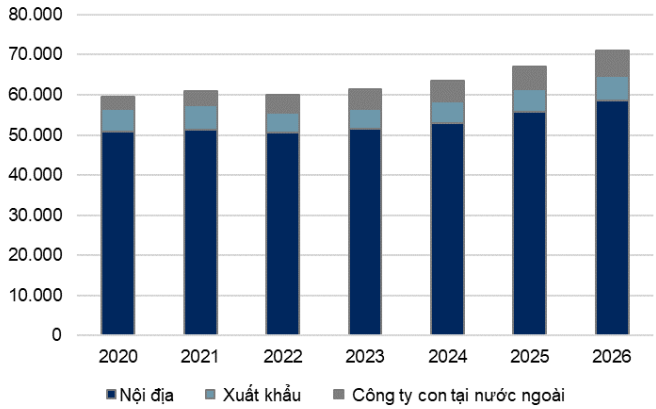
Chúng tôi kỳ vọng công ty ghi nhận doanh thu xuất khẩu tăng 5,1%/5,0% svck trong 2023-24 nhờ thị trường Trung Đông và Đông Nam Á tăng trưởng ổn định. Trong T9/2023 VNM đã ký thỏa thuận hợp tác hai doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực nhập khẩu – phân phối sữa để đưa sản phẩm sữa vào thị trường tiềm năng này. Thêm vào đó, chúng tôi dự phóng doanh thu các công ty con tại nước ngoài tăng 11,3%/7,6% svck trong 2023-24 chủ yếu nhờ tăng trưởng doanh thu

từ Angkormilk. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của VNM tăng 2,5%/3,6% svck trong 2023-24.

Hình 3: Bao bì mới sữa tươi 100% Green farm

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 4: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của VNM tăng 2,5%/3,6% svck trong 2023-24



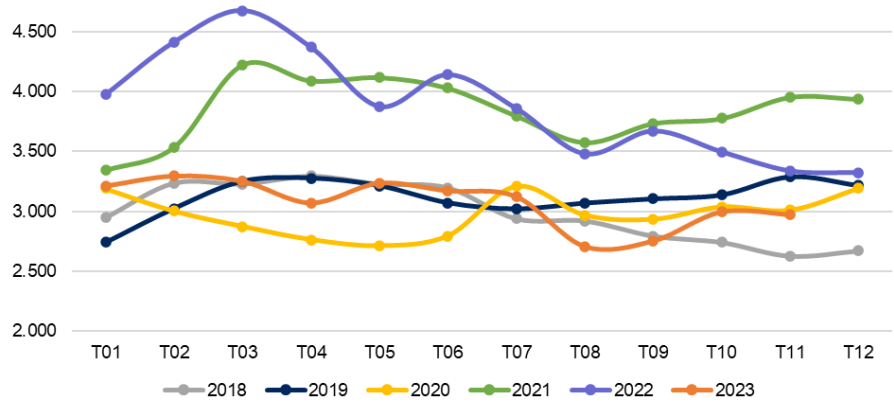
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ chi phí đầu vào thấp hơn

Chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên kem sẽ tiếp tục giao dịch ở mức thấp (-1,0% svck) trong 2024 so với mức trung bình trong 2023. Giá bột sữa nguyên kem đã giảm 22,1% svck trong Q3/23 chủ yếu do nhu cầu nhập khẩu yếu tại Trung Quốc. Theo Rabobank, sản lượng sữa toàn cầu từ 07 nước sản xuất lớn nhất dự kiến tăng nhẹ 0,3%/0,4% svck trong 2023-24, thấp hơn mức tăng trưởng trung bình trong giai đoạn 2010-20 là 1,6%. Thêm vào đó, nhu cầu phục hồi tại Trung Quốc dự kiến chưa bù đắp được mức sản lượng tăng đáng kể trong nước. Do đó, tăng trưởng sản lượng sữa toàn cầu có thể chậm lại trong Q4/23 và năm 2024 nhưng mức cung – cầu vẫn chưa đạt được sự cân bằng trong ngắn hạn.

Ban lãnh đạo cho biết công ty đã chốt hợp đồng giá bột sữa nguyên kem tới Q1/24. Do vậy chúng tôi kỳ vọng VNM ghi nhận biên lợi nhuận gộp cải thiện 3,2 điểm % svck trong Q4/23 và duy trì mức tương đương với Q3/23. Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp cải thiện 1,1 điểm % svck lên mức 42,0% nhờ chi phí nguyên liệu đầu vào thấp hơn.

Hình 5: Giá bột sữa nguyên kem từ 2019 đến T10/2023 (đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Lợi nhuận ròng quay lại đà tăng trưởng

Trong Q4/23 chúng tôi kỳ vọng VNM ghi nhận lợi nhuận ròng tăng 28,8% svck lên 2.407 tỷ đồng nhờ 1) biên LN gộp cải thiện 3,2 điểm % svck và 2) mức nền thấp trong Q4/22. Trong 2023, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng 5,1% svck lên 8.955 tỷ đồng.

Trong năm 2024 chúng tôi dự phóng LN ròng tăng 8,8% svck nhờ:

- Tổng doanh thu tăng 3,6% svck dựa trên 1) doanh thu nội địa tăng 3,0% svck và 2) doanh thu từ nước ngoài tăng 6,3% svck.
- Biên LN gộp cải thiện 1,1 điểm % svck nhờ chi phí đầu vào thấp.
- Tỷ lệ % chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu không đổi so với năm 2023 do chúng tôi kỳ vọng công ty tiếp tục thực hành chính sách quản lý chi phí chặt chẽ để bù đắp cho chi phí marketing tăng cao trong giai đoạn thực hiện chiến lược tái định vị.

Hình 6: Thay đổi dự phóng 2023-24

	2022	2023			2024			Chú thích
Tỷ đồng		**Cũ**	**Mới**	**Thay đổi**	**Cũ**	**Mới**	**Thay đổi**	
Doanh thu	**59.956**	**63.516**	**61.439**	**-3,3%**	**65.926**	**63.621**	**-3,5%**	
Nội địa	50.701	53.267	51.439	-3,4%	54.875	52.992	-3,4%	Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu nội địa xuống 3,4%/3,4% trong 2023-24 do 1) nhu cầu yếu hơn dự kiến và 2) chúng tôi kỳ vọng chiến lược tái định vị sẽ có tác động tích cực lên tăng trưởng doanh thu trong Q3/23.
Nước ngoài	9.255	10.249	10.000	-2,4%	11.051	10.629	-3,8%	Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu xuất khẩu xuống 4,7%/7,4% so với báo cáo trước nhằm phù hợp với số liệu 9T23.
Lợi nhuận gộp	**23.897**	**25.910**	**25.170**	**-2,9%**	**27.620**	**26.757**	**-3,1%**	
Biên LNG	39,9%	40,8%	41,0%	0,2đ %	41,9%	42,1%	0,2đ %	
Chi phí bán hàng và QLDN	**14.144**	**15.645**	**15.134**	**-3,3%**	**16.239**	**15.671**	**-3,5%**	
% chi phí BH & QLDN so với doanh thu	23,6%	24,6%	24,6%	0,0đ %	24,6%	24,6%	0,0đ %	
Chi phí tài chính	**618**	**388**	**500**	**29,0%**	**306**	**384**	**25,5%**	
Chi phí lãi vay	166	244	349	42,8%	208	276	32,8%	Chúng tôi tăng dự phóng chi phí lãi vay lên 42,8%/32,8% so với trước đó nhằm phù hợp với số liệu 9T23.
Lỗ tỷ giá	280	119	115	-3,3%	73	70	-3,5%	
EBIT	**9.753**	**10.264**	**10.036**	**-2,2%**	**11.381**	**11.086**	**-2,6%**	
Biên EBIT	16,3%	16,2%	16,3%	0,2đ %	17,3%	17,4%	0,2đ %	
LN trước thuế (LNTT)	**10.497**	**11.302**	**10.962**	**-3,0%**	**12.386**	**12.011**	**-3,0%**	
Biên LNTT	17,5%	17,8%	17,8%	0,0đ %	18,8%	18,9%	0,1đ %	
LN ròng (LNR)	**8.517**	**9.233**	**8.955**	**-3,0%**	**10.050**	**9.746**	**-3,0%**	
Biên LN ròng	14,2%	14,5%	14,6%	0,0đ %	15,2%	15,3%	0,1đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Định giá

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với VNM do:

- Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng VNM ghi nhận biên LN gộp tăng 1,1 điểm % svck trong 2024, kéo theo lợi nhuận ròng tăng 8,8% svck. Chúng tôi cho rằng biên LN gộp của VNM đang trên đà phục hồi trở lại mức 2021 sau 5 quý liên tiếp bị ảnh hưởng bởi chi phí đầu vào cao.
- Trong dài hạn, chúng tôi nhận thấy VNM đang có sự thay đổi trong chiến dịch tái định vị thương hiệu cũng như đội ngũ nhân sự mới nhằm giành lại thị phần và tạo đà tăng trưởng doanh thu.
- Công ty luôn duy trì chính sách cổ tức ổn định với tỷ suất cổ tức 4-5% hàng năm.
- Với thị phần 50% - thống lĩnh ngành sữa Việt Nam và hoạt động kinh doanh cốt lõi ở các mặt hàng thiết yếu, VNM là cổ phiếu phòng thủ hấp dẫn trong trường hợp thị trường điều chỉnh mạnh
- Định giá hấp dẫn so với các công ty tiêu dùng khác của Việt Nam. Trong số các công ty tiêu cùng, VNM có mức P/E hấp dẫn là 17,3 lần, thấp hơn mức P/E trung bình của ngành là 25,4 lần, tính đến ngày 13/11/2023.
- **Tiềm năng tăng giá** bao gồm 1) nhu cầu tiêu thụ nội địa cao hơn dự kiến và 2) nhu cầu cao hơn dự kiến ở các nước khu vực Trung Đông.
- **Rủi ro giảm giá** bao gồm 1) giá bột sữa cao hơn dự kiến và 2) nhu cầu nội địa yếu hơn so với kỳ vọng.

Định giá

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu dựa trên tỷ trọng tương đương của:

- Thay đổi trong định giá DCF 10 năm chịu tác động bởi 1) điều chỉnh dự phóng EPS giai đoạn 2023-24 và việc hạ giả định WACC khi chúng tôi giảm lãi suất phi rủi ro từ 3% xuống 2,7% (dựa trên lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tại ngày 30/9) và giảm phần bù rủi ro thị trường từ 10% xuống 9,6%.
- Áp dung P/E mục tiêu là 18,7 lần (mức P/E trung bình của VNM trong vòng 3 năm gần nhất) trên EPS năm 2024.

Hình 7: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	87.463	50%	43.731
P/E	77.750	50%	38.875
Giá trung bình (đồng)			82.606
Giá mục tiêu 2023 (Làm tròn)			**82.600**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Định giá P/E

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS năm 2023 (tỷ đồng)	**9.746**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
EPS pha loãng 2023 (đồng)	4.158
P/E mục tiêu	18,7
Định giá 2023 (đồng)	**77.750**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Phương pháp định giá dòng tiền FCFF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	91.258
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	76.995
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	168.253
Nợ ròng 2022 (tỷ đồng)	14.517
Giá trị vốn (tỷ đồng)	182.770
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
Giá trị vốn/CP (đồng)	**87.463**
WACC	9,4%
Chi phí vốn	9,9%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	10.036	11.086	13.484	14.228	14.949	15.713	16.384	17.087	17.824	18.597
Khấu hao	1.636	1.627	1.622	1.620	1.619	1.622	1.626	1.632	1.641	1.651
Đầu tư tài sản cố định	(1.413)	(1.654)	(1.746)	(1.844)	(1.945)	(2.052)	(2.146)	(2.245)	(2.349)	(2.458)
Thay đổi vốn lưu động	(1.119)	(400)	(151)	(161)	(166)	(175)	(155)	(162)	(170)	(179)
Dòng tiền tự do	9.140	10.659	13.209	13.842	14.458	15.107	15.709	16.312	16.946	17.612
Chi phí thuế	(1.942)	(2.195)	(2.544)	(2.751)	(2.828)	(3.071)	(3.108)	(3.346)	(3.387)	(3.647)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	7.197	8.464	10.664	11.091	11.630	12.036	12.600	12.966	13.559	13.964
Giá trị năm cuối mô hình										172.357
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7.197	8.464	9.751	8.479	8.129	7.693	7.363	6.928	6.624	6.238
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình										76.995

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: So sánh với các DN khác trong ngành (dữ liệu ngày 14/11/2023)

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu trượt 12T	svck	LN ròng trượt 12T	svck	D/E	ROE	P/E trượt 12T	P/E điều chỉnh	P/B
		US$m	US$m	%	US$m	%	x	%	x	x	x
Bright Dairy & Food Co Ltd	Trung Quốc	1.751	3.897	-3,6	43	-39,3	37,5	4,0	35,3	31,4	1,6
China Mengniu Dairy Co Ltd	Trung Quốc	12.311	13.809	6,7	662	-21,6	93,9	11,3	17,6	15,6	2,1
Inner Mongolia Yili Industrial	Trung Quốc	23.828	17.947	6,1	1507	21,9	103,8	21,5	16,8	15,0	3,3
MEIJI Holdings Co Ltd	Japan	6.441	7.866	5,9	483	-24,1	10,5	8,7	18,9	34,9	1,2
a2 Milk Co Ltd/The	New Zealand	1.727	981	10,2	89	26,9	8,8	13,4	19,2	30,0	2,6
Trung bình							50,9	11,8	21,6	25,4	2,2
CTCP Sữa Việt Nam	**Việt Nam**	**5.970**	**2.512**	**-1,5**	**359**	**-4,9**	**21,0**	**24,3**	**17,3**	**17,3**	**4,7**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

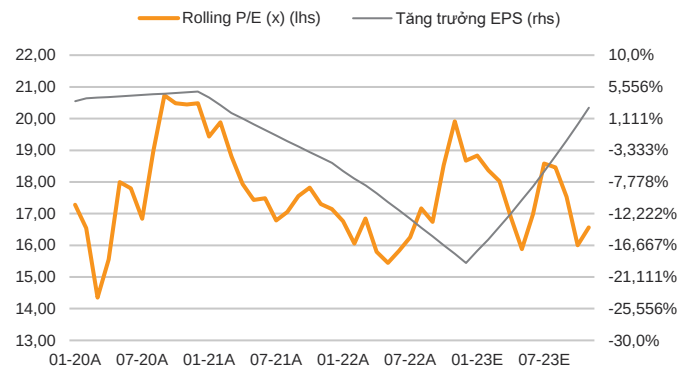
*NOTE: P/E điều chỉnh = P/E công ty X * (P/E thị trường cổ phiếu X) / P/E của VNIndex

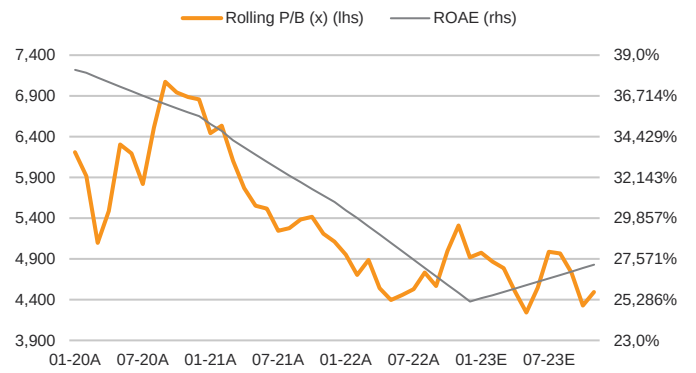
Hình 12: Phân tích độ nhạy của định giá

Tăng trưởng dài hạn \ Chi phí vốn	9,0%	9,3%	9,6%	**9,9%**	10,2%	10,5%	10,8%
0,4%	85.200	84.000	82.800	81.700	80.700	79.700	78.800
0,7%	85.700	84.500	83.300	82.100	81.100	80.100	79.100
1,0%	86.300	85.000	83.700	**82.600**	81.500	80.400	79.500
1,3%	87.000	85.600	84.300	83.000	81.900	80.800	79.800
1,6%	87.600	86.200	84.800	83.500	82.400	81.200	80.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá





Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	59.956	61.439	63.621
Giá vốn hàng bán	(36.059)	(36.270)	(36.864)
Chi phí quản lý DN	(1.596)	(1.720)	(1.781)
Chi phí bán hàng	(12.548)	(13.413)	(13.890)
LN hoạt động thuần	**9.753**	**10.036**	**11.086**
EBITDA thuần	11.370	11.672	12.713
Chi phí khấu hao	**(1.617)**	**(1.636)**	**(1.627)**
LN HĐ trước thuế & lãi vay	**9.753**	**10.036**	**11.086**
Thu nhập lãi	1.381	1.452	1.335
Chi phí tài chính	(618)	(500)	(384)
Thu nhập ròng khác	4	(2)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	(24)	(24)	(24)
LN trước thuế	**10.497**	**10.962**	**12.011**
Thuế	(1.918)	(1.942)	(2.195)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(62)	(65)	(70)
LN ròng	**8.517**	**8.955**	**9.746**
Thu nhập trên vốn	8.517	8.955	9.746
Cổ tức phổ thông	(8.046)	(8.046)	(8.046)
LN giữ lại	**471**	**909**	**1.700**

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	2.300	3.507	3.814
Đầu tư ngắn hạn	17.414	17.845	18.478
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.100	5.865	6.073
Hàng tồn kho	5.538	5.053	5.233
Các tài sản ngắn hạn khác	243	2.040	3.556
Tổng tài sản ngắn hạn	**31.595**	**34.311**	**37.154**
Tài sản cố định	13.708	11.856	10.135
Tổng đầu tư	746	771	771
Tài sản dài hạn khác	2.433	2.199	2.270
Tổng tài sản	**48.483**	**49.137**	**50.330**
Vay & nợ ngắn hạn	4.867	6.758	6.998
Phải trả người bán	4.284	4.390	4.546
Nợ ngắn hạn khác	6.157	4.212	4.044
Tổng nợ ngắn hạn	**15.308**	**15.361**	**15.588**
Vay & nợ dài hạn	66	76	79
Các khoản phải trả khác	292	280	290
Vốn điều lệ và	20.900	20.900	20.900
LN giữ lại	3.353	3.291	3.933
Vốn chủ sở hữu	**32.326**	**32.931**	**33.883**
Lợi ích cổ đông thiểu số	490	490	490
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**48.483**	**49.137**	**50.330**

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	**10.497**	**10.962**	**12.011**
Khấu hao	2.095	1.975	1.584
Thuế đã nộp	(1.975)	(1.942)	(2.195)
Các khoản điều chỉnh khác	(689)	(568)	(566)
Thay đổi VLĐ	**(1.101)**	**(1.119)**	**(400)**
LC tiền thuần HĐKD	**8.827**	**9.308**	**10.433**
Đầu tư TSCĐ	(1.457)	(1.413)	(1.654)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	137	23	(6)
Các khoản khác	3.592	(456)	(634)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1.201	(110)	(30)
LC tiền từ HĐĐT	**3.473**	**(1.956)**	**(2.323)**
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	338	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(4.531)	1.901	243
Dòng tiền từ HĐTC khác	12	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(8.167)	(8.046)	(8.046)
LC tiền thuần HĐTC	**(12.349)**	**(6.145)**	**(7.804)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.349	2.300	3.507
LC tiền thuần trong năm	**(49)**	**1.207**	**307**
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.300	3.507	3.814

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	14,2%	14,6%	15,3%
Vòng quay TS	1,18	1,26	1,28
ROAA	16,7%	18,3%	19,6%
Đòn bẩy tài chính	1,50	1,50	1,49
ROAE	25,2%	27,4%	29,2%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	28,2	25,9	26,0
Số ngày nắm giữ HTK	56,1	50,9	52,0
Số ngày phải trả tiền bán	43,4	44,2	45,1
Vòng quay TSCĐ	4,35	4,81	5,79
ROIC	22,6%	22,2%	23,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,2	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	1,9	2,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,3	1,4	1,4
Vòng quay tiền	40,9	32,6	32,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(1,6%)	2,5%	3,6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(17,1%)	2,9%	10,5%
Tăng trưởng LN ròng	(19,1%)	5,1%	8,8%
Tăng trưởng EPS	(19,1%)	5,1%	8,8%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích
Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Phan Như Bách – Trưởng phòng
Email: bach.phannhu@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích
Email: hien.hathu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
Điện thoại: +84 2439724568
Email: research@vndirect.com.vn
Website: https://vndirect.com.vn