

Ngành: Tiêu dùng bán lẻ | BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ THEO DÕI		CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM - (HSX: VNM) TIẾP TỤC KỲ VỌNG LỢI NHUẬN PHỤC HỒI (TIẾP THEO)			
Giá hiện tại:	79,400	Ngày viết báo cáo:	15/9/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:	81,700	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	20,089	SCIC	36.01%
Giá mục tiêu mới:	84,900	Vốn hóa (tỷ VND)	165,942	F&N Dairy	17.69%
Tỷ suất cổ tức	6%	Thanh khoản bình quân (tỷ đồng):	126.3758	Platinum Victory	10.62%
Tiềm năng tăng giá	7%	Sở hữu nước ngoài	55.79%		

Bộ phận Research:

Phạm Thị Minh Châu
(Ngành Tiêu dùng – bán lẻ)
Chauptm@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu VNM với giá hợp lý 1 năm là **84,900 VNĐ/CP** (Upside +7% so với giá đóng cửa ngày 14/9/2023), dựa trên phương pháp DCF và PE với tỷ trọng 60%/40%

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC điều chỉnh dự phóng kết quả kinh doanh 2023E-2024F so với [báo cáo Q2/2023](#) như sau:

2023E – Tăng biên lợi nhuận hoạt động +20 bsp so với dự phóng trước đó nhờ biên lợi nhuận tích cực hơn kỳ vọng trong Q2/2023: DTT và LNST- LNCĐTS tương ứng với +0% và +1% so với dự phóng trước đó. EPS FW 2023 = 3,740 VND, P/E FW 2023 =21.2 lần.

2024F – Xu hướng giảm giá nguyên vật liệu chính tích cực hơn kỳ vọng: DTT và LNST-LICĐTS tương ứng +0.1% và +2% so với dự phóng trước đó. EPS FW 2024 =4,188 VND/cp và P/E FW 2024= 19 lần. Tiếp tục dựa trên những kỳ vọng:

- Nhu cầu tiêu dùng phục hồi và hiệu quả của chiến lược tái cấu trúc kênh phân phối và các chương trình promotion,
- Biên lợi nhuận phục hồi +1.3ppt YoY cao hơn mức +1ppt YoY trước đó, nhờ kỳ vọng giá sữa bột suy giảm từ cuối tháng 7/2023

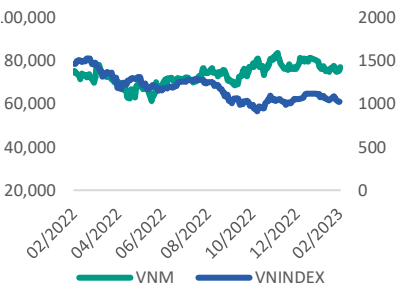
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kỳ vọng KQKD 2023E-2024F ghi nhận xu hướng phục hồi +3.3%YoY/+12%YoY nhờ (1) xu hướng giảm mạnh giá nguyên vật liệu (2) nhu cầu phục hồi và hiệu quả của chiến lược tái định vị toàn diện VNM.

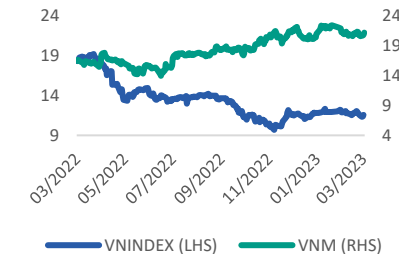
RỦI RO ĐẦU TƯ

Mất thị phần do áp lực cạnh tranh;
Biến động giá nguyên vật liệu ảnh hưởng đến biên lợi nhuận;

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Chỉ số	2021	2022	2023E	2024F	KQKD	2021	2022	2023E	2024F
PE (x)	17.7	21.9	21.2	19.0	Doanh thu thuần	60,919	59,956	61,441	63,915
PB (x)	5.1	5.1	4.9	4.9	Lợi nhuận gộp	26,278	23,897	25,417	27,277
PS (x)	2.7	2.8	2.7	2.6	NPATMI	10,532	8,516	8,684	9,726
ROE (%)	30%	26%	27%	29%	EPS	4,487	3,632	3,740	4,188
ROA (%)	20%	18%	18%	19%	Tăng trưởng EPS	-6%	-19%	3%	12%

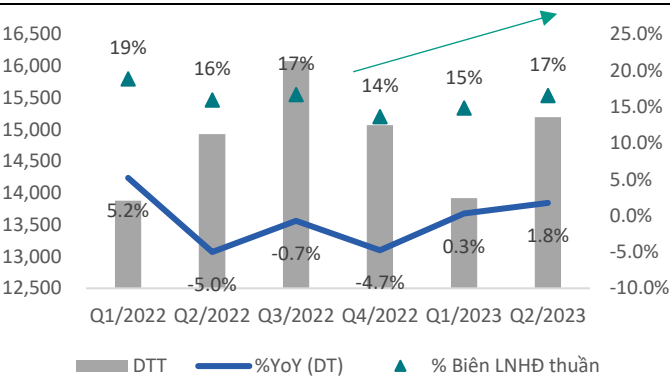
I. ĐIỀU CHỈNH DỰ PHÓNG 2023 VỚI BÁO CÁO TRƯỚC

Q2.2023: DTT và LNST lần lượt tăng trưởng +1.6% YoY và +5.6%YoY – chênh lệch 0% và 1.3% so với dự phóng trước đó của BSC do biên lợi nhuận gộp thực tế cao hơn +4.65 bsp so với báo cáo trước đó khi VNM hoàn tất xử lý nguyên vật liệu giá cao trong tháng 5/2023.

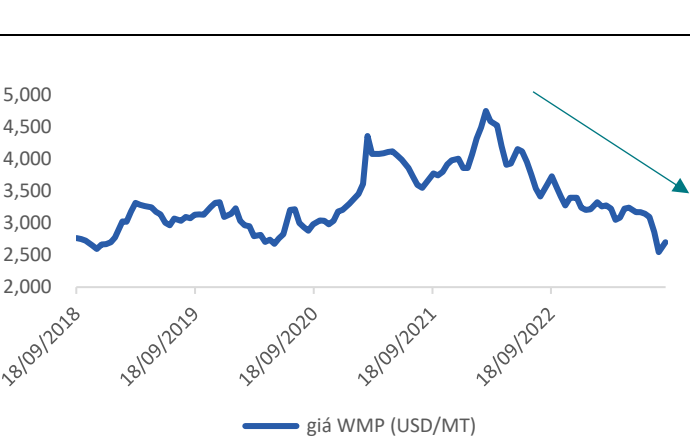
1H/2023: DTT và LNST lần lượt đạt +1%YoY và -7%YoY – BSC duy trì kỳ vọng KQKD phục hồi từ đáy Q1/2023:

- Doanh thu Q2.23 ghi nhận +9%QoQ - mức +1.6%YoY phục hồi tích cực hơn ngành sữa +1%YoY, nhờ tăng thị phần tại các ngành hàng sữa đặc, sữa chua uống và sữa chua ăn trước nỗ lực tối ưu hóa hệ thống phân phối và cải tiến bao bì và liên tục ra các dòng sản phẩm mới.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 40.5% (+170bsp QoQ) được hưởng lợi từ cơ cấu sản phẩm và giá đầu vào chính hạ nhiệt.

Hình 1: Xu hướng phục hồi về KQKD của VNM về cả DT và BLNHD



Hình 2: Xu hướng giảm giá WMP -12% đến -17% so với kỳ vọng



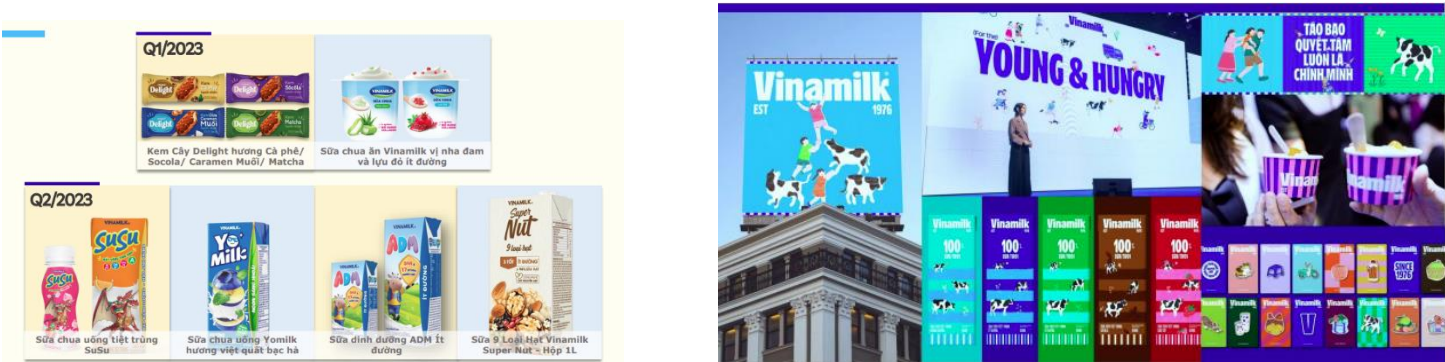
Nguồn: VNM, Globaldairy, USDA

Dựa trên số liệu tích cực hơn kỳ vọng của (1) KQKD Q2/2023 tích cực hơn dự phóng +1.3% và (2) xu hướng giảm mạnh giá NVL từ cuối tháng 7/2023 -12% đến -17% so với kỳ vọng trước đó của BSC.

Điều này dẫn đến những điều chỉnh nhẹ đến biên lợi nhuận kỳ vọng Q3/2023 và Q4/2023 lần lượt +0.3% và +0.8% so với ước tính trước đó nhờ cân đối giữa tăng biên lợi nhuận gộp kỳ vọng và tăng chi phí quảng bá tái nhận diện thương hiệu của VNM trong nửa cuối 2023.

	Trước điều chỉnh				Sau điều chỉnh			
	Q1.23A	Q2.23E	Q3.23E	Q4.23E	Q1.23A	Q2.23A	Q3.23E	Q4.23E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	13,918	15,200	16,735	15,682	13,918	15,195	16,735	15,682
%YoY	0%	2%	4%	4%	0.3%	2%	4%	4%
LNST (tỷ VND)	1,906	2,200	2,485	2,215	1,906	2,229	2,492	2,234
%YoY	-17%	5%	7%	19%	-17%	6%	7%	20%

Hình 3: Khai thác các dòng sản phẩm mới và chiến dịch tái định vị thương hiệu Vinamilk



Nguồn: BSC Research, VNM

BSC điều chỉnh dự phóng kết quả kinh doanh 2023E-2024F so với báo cáo Q2/2023 như sau:

2023E – Tăng biên lợi nhuận hoạt động +20bsp so với dự phóng trước đó nhờ biên lợi nhuận tích cực hơn kỳ vọng trong Q2/2023:

DTT và LNST- LICĐTS năm 2023E lần lượt đạt 61,441 tỷ VND (+2.5%YoY) và 8,684 tỷ VND (+3.3%YoY) - tương ứng với 0% và +1% so với dự phóng trước đó. EPS FW 2023 = 3,740 VND, P/E FW 2023 =21.2 lần.

2024F – Xu hướng giảm giá nguyên vật liệu chính tích cực hơn kỳ vọng:

BSC điều chỉnh tăng kỳ vọng DTT và LNST-LICĐTS lần lượt đạt 63,915 tỷ VND(+4%YoY) và 9,726 tỷ VND (+12%YoY) – tương ứng +0.1% và +2% so với dự phóng trước đó. EPS FW 2024 =4,188 VND/cp và P/E FW 2024= 19 lần. Tiếp tục dựa trên những kỳ vọng:

- Nhu cầu tiêu dùng phục hồi và hiệu quả của chiến lược tái cấu trúc kênh phân phối và các chương trình promotion,
- Biên lợi nhuận phục hồi +1.3ppt YoY cao hơn mức +1ppt YoY kì vọng trước đó, nhờ kỳ vọng giá sữa bột duy trì mức nền thấp từ cuối Q3/2023, trước kì vọng cục diện ngành xuất nhập khẩu sữa bột thay đổi khi nhà nhập khẩu sữa bột hàng đầu thế giới (Trung Quốc), đã có xu hướng tăng đàn bò trong nước từ cuối 2021, nhằm chủ động nguồn cung sữa nội địa.

	2022		2023E		2024		
		Cũ	Mới	%Đ/C	Cũ	Mới	%Đ/C
Doanh thu thuần	59,956	61,446	61,441	0%	63,832	63,915	0%
%YoY	-2%	2%	2.5%		4%	4.0%	
Doanh thu nội địa	50,704	51,946	52,033	0%	53,997	54,176	0%
%YoY	-1.0%	2.4%	2.6%		3.9%	4.1%	
Doanh thu xuất khẩu	4,828	4,951	4,792	-3%	5,149	4,984	-3%
%YoY	-21.2%	2.5%	-0.8%		4.0%	4.0%	
Doanh thu công ty con	4,424	4,549	4,617	1%	4,685	4,755	1%
%YoY	7.0%	2.8%	4.4%		3.0%	3.0%	
Lãi gộp	23,897	25,322	25,417	0%	26,926	27,277	1%
GPM	39.9%	41.2%	41.4%		42.2%	42.7%	
Chi phí bán hàng	(12,548)	(13,693)	(13,692)	0%	(14,161)	(14,179)	0%
Chi phí QLDN	(1,596)	(1,634)	(1,634)	0%	(1,698)	(1,700)	0%
SG&A/Rev	23.6%	24.9%	24.9%		24.8%	24.8%	
EBIT	9,753	9,994	10,091	1%	11,067	11,397	3%
Thu nhập tài chính	1,380	1,308	1,305		1,358	1,358	
Chi phí tài chính	(618)	(605)	(633)		(648)	(704)	
Thu nhập khác, ròng	4	5	5		5	5	
LNTT	10,496	10,677	10,743	1%	11,757	12,032	2%
LNST	8,578	8,807	8,862	1%	9,697	9,925	2%
%YoY	-19%	3%	3.3%		10%	12.0%	
Biên LNST	14.3%	14.3%	14.4%		15.2%	15.5%	
LNST - LICĐTS	8,516	8,631	8,684	1%	9,503	9,726	2%
EPS Pha loãng (VND)	3,632	3,717	3,740	1%	4,092	4,188	2%
PE (lần)	21.8	21.4	21.2		19.4	19	

Nguồn: Báo cáo tài chính VNM và BSC Research tổng hợp

II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **VNM** với giá trị hợp lý 1 năm là **84,900 VNĐ/CP** (Upside 7% so với giá đóng cửa ngày 14/9/2023) - điều chỉnh tăng nhẹ +4.9% so với giá mục tiêu trước đó.

(1) Nhờ điều chỉnh tăng LNST -LNCĐTS lần lượt +1% và +2% so với dự phóng trước đó, nhằm phản ánh kỳ vọng tích cực từ chiến lược tái định vị thương hiệu VNM và xu hướng giảm giá NVL.

(2) Dựa theo xu hướng tiếp tục giảm lãi suất của ngân hàng nhà nước, nên dựa trên phương pháp DCF, chúng tôi điều chỉnh giảm với WACC từ 9% về còn 8%, nâng P/E mục tiêu từ 18.5 lần lên 19 lần.

Hình 1: Định giá cổ phiếu

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Phương pháp DCF	2023	2024	2025	2026	2027
Dòng tiền tự do công ty (FCFF)	8,536	10,700	11,833	13,057	14,280
Tổng giá trị chiết khấu dòng tiền tự do 5 năm	8,205	9,513	9,730	9,931	10,046
Giá trị cuối cùng	175,970				
Chiết khấu giá trị cuối cùng	123,796				
Tổng giá trị chiết khấu	171,222				
(-) Nợ	(7,299)				
(+) Tiền mặt	20,810				
Tổng giá trị công ty	184,733				
SLCP Lưu hành (triệu)	2,090				
Giá trị hợp lý	88,391				
Phương pháp P/E					
EPS Pha loãng 2024	4,188				
P/E mục tiêu	19.0				
Giá hợp lý	79,579				
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân	Chi phí sử dụng vốn	
DCF	88,391	60%	53,035	Rf	3.00%
P/E	79,579	40%	31,832	Beta	0.67
Giá mục tiêu			84,900	Ke	9%
Giá Hiện tại			79,400	Kd	6%
Upside			7%	E/A	82%
Khuyến nghị			THEO DÕI	D/A	18%
Tỷ lệ cổ tức			6.0%	Thuế	18%
P/E TB 5 năm (lần)			19.2	WACC	8%

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	60,919	59,956	61,441	63,915	(Lỗ)/LNST	12,922	10,496	10,743	12,032
Giá vốn hàng bán	(34,641)	(36,059)	(34,960)	(35,634)	Khấu hao và phân bổ	2,121	2,095	2,569	2,868
Lợi nhuận gộp	26,278	23,897	25,417	27,277	Thay đổi vốn lưu động	(1,293)	104	(1,329)	(416)
Chi phí bán hàng	(12,951)	(12,548)	(13,692)	(14,179)	Điều chỉnh khác	(3,626)	(3,180)	(2,309)	(2,610)
Chi phí QLDN	(1,567)	(1,596)	(1,634)	(1,700)	LCTT từ HĐ KD	9,432	8,827	8,923	11,145
Lãi/lỗ HĐKD	11,760	9,753	10,091	11,397					
Doanh thu tài chính	1,215	1,380	1,305	1,358	Tiền chi mua TSCĐ	(1,531)	(1,457)	(1,212)	(1,261)
Chi phí tài chính	(202)	(618)	(633)	(704)	Đầu tư khác	(2,402)	4,930	(1,668)	2
Chi phí lãi vay	89	166	428	505	LCTT từ HĐ Đầu tư	(3,933)	3,473	(2,880)	(1,259)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	(45)	(24)	(24)	(24)					
Lãi/lỗ khác	195	4	5	5	Tiền chi trả cổ tức	(7,621)	(8,167)	(8,046)	(8,046)
Lợi nhuận trước thuế	12,922	10,496	10,743	12,032	Tiền từ vay ròng	-	-	2,366	26
Thuế thu nhập DN	(2,290)	(1,918)	(1,882)	(2,108)	Tiền thu khác	318	338	(177)	(198)
LN sau thuế	10,633	8,578	8,862	9,925	LCTT từ HĐ Tài chính	(5,257)	(12,360)	(6,613)	(9,064)
CĐTS	100	62	177	198					
LNST - CĐTS	10,532	8,516	8,684	9,726	Dòng tiền đầu kỳ	2,111	2,349	2,300	1,727
EBITDA	13,882	11,849	12,659	14,266	Tiền trong kỳ	241	(60)	(570)	822
EPS	4,487	3,632	3,740	4,188	Dòng tiền cuối kỳ	2,349	2,285	1,727	2,545

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024
Tiền và tương đương tiền	2,349	2,300	1,727	2,545	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	21,026	17,414	19,083	19,083	Hỗ TT ngắn hạn	2.12	2.06	1.97	2.07
Phải thu ngắn hạn	5,822	6,100	6,416	6,849	Hỗ TT nhanh	1.71	1.69	1.57	1.57
Tồn kho	6,773	5,538	6,514	7,126					
TS ngắn hạn khác	141	208	213	222	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn	36,110	31,560	34,273	37,556	Hỗ Nợ/TTS	17.7%	10.2%	14.5%	14.0%
TS hữu hình	11,620	10,860	9,523	7,640	Hỗ Nợ/VCSH	26.4%	15.0%	22.3%	21.8%
Khấu hao	(16,025)	(17,642)	(20,210)	(23,079)					
TS dở dang dài hạn	1,130	1,805	1,653	1,928	Năng lực hoạt động				
ĐT dài hạn	60	58	58	58	Số ngày HTK	40.5	33.6	38.6	40.6
TS dài hạn khác	2,565	2,375	2,375	2,375	Số ngày phải thu	34.8	37.1	38.1	39.1
TS dài hạn	17,222	16,922	16,220	14,612	Số ngày phải trả	44.4	43.4	39.4	42.9
Tổng TS	53,332	48,483	50,493	52,169	CCC	30.9	27.3	37.3	36.8
Nợ phải trả	4,214	4,284	3,771	4,185					
Vay ngắn hạn	9,382	4,867	7,020	7,046	Tỉ suất lợi nhuận				
Nợ ngắn hạn khác	2,965	5,755	6,236	6,461	Lợi nhuận gộp	43.1%	39.9%	41.4%	42.7%
Tổng Nợ ngắn hạn	17,068	15,308	17,372	18,142	Lợi nhuận LNST	17.4%	14.3%	14.4%	15.5%
Vay dài hạn	76	66	279	279	ROE	29.7%	26.1%	27.0%	29.5%
Nợ dài hạn khác	338	292	78	78	ROA	19.9%	17.7%	17.6%	19.0%
Tổng Nợ dài hạn	414	358	358	358					
Tổng Nợ	17,482	15,666	17,730	18,500	Định Giá				
Vốn góp	20,900	20,900	20,900	20,900	PE	17.69	21.86	21.23	18.96
Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34	PB	4.63	5.06	5.06	4.93
LN chưa phân phối	7,594	3,353	2,191	1,854					
Vốn chủ khác	-	-	-	-	Tăng trưởng				
Cổ đông thiểu số	2,767	2,967	3,145	3,343	Tăng trưởng DTT	2.2%	-1.6%	2.5%	4.0%
Tổng Vốn chủ sở hữu	35,850	32,817	32,763	33,669	Tăng trưởng EBIT	19.3%	16.3%	16.4%	17.8%
Tổng nguồn vốn	53,332	48,483	50,493	52,169	Tăng trưởng LNNT	-5.4%	-19.3%	3.3%	12.0%
Số lượng cổ phiếu lưu hành	2,090	2,090	2,090	2,090	Tăng trưởng EPS	-5.7%	-19.1%	3.0%	12.0%

Nguồn: BSC Research.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8-9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

