



Cập nhật VNM – GIỮ

Ngày 21/02/2023

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 7300 7000 – Ext: 1042

chiltk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

GIỮ

HSX: VNM

Hàng tiêu dùng thiết yếu

Giá mục tiêu (VND) **74.065**

Giá hiện tại (VND) **77.500**

Tỷ lệ tăng giá -4,5%

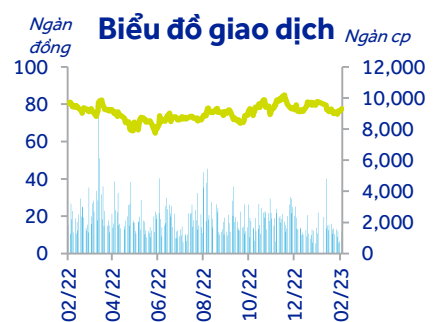
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 5,0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **0,5%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	1,8	-6,1	1,8	-0,9
Tương đối	-6,3	-3,5	-7,9	27,7

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

SCIC	36,0%
F&N Dairy Investment Pte	17,7%
Platinum Victory Pte	10,6%

Thông kê

Mã Bloomberg	20/02/23
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	64.500-85.600
SL lưu hành (triệu cp)	2.090
Vốn hóa (tỷ đồng)	161.972
Vốn hóa (triệu USD)	7.006
Room khối ngoại còn lại (%)	44,3
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	35,1
KLGD TB 3 tháng (cp)	1.886.330
VND/USD	23.870
Index: VNIIndex / HNX	1086,6/215,8

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM VN)

Chúng tôi dự phóng VNM tiếp tục tăng trưởng một chữ số trong năm 2023. Biên lợi nhuận dự kiến sẽ cải thiện nhờ giá nguyên liệu sữa có xu hướng giảm, tuy nhiên thời điểm ghi nhận sự cải thiện này có thể là từ Q3/2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **GIỮ** đối với cổ phiếu này với giá mục tiêu là 74.065 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tổng mức sinh lời kỳ vọng vào cuối năm là 0,5%.

VNM công bố doanh thu thuần 2022 đạt 60.075 tỷ đồng (-1,6% n/n) và LNST đạt 8.578 tỷ đồng (-19,3% n/n). Doanh thu nội địa giảm 1% n/n, bao gồm mức giảm 5,9% trong Q2/2022 do công ty sắp xếp lại hệ thống phân phối, sản lượng tiêu thụ giảm do tang giá bán, cạnh tranh ngày càng gay gắt và áp lực lạm phát tác động lên cơ cấu chi tiêu của người tiêu dùng. Doanh thu từ thị trường nước ngoài giảm 4,8% n/n trong năm 2022, trong đó doanh thu từ các công ty con ở nước ngoài tăng 23,3% n/n trong khi xuất khẩu trực tiếp giảm 21,2% n/n do tiêu dùng yếu hơn trong bối cảnh lạm phát leo thang.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của VNM có thể tăng trưởng trở lại trong năm 2023 (giá định không tăng giá bán) nhờ tăng trưởng doanh thu nội địa sau khi công ty đã sắp xếp lại hệ thống phân phối và đang có kế hoạch thay đổi/nâng cấp sản phẩm về hương vị, bao bì, tiêu chuẩn chất lượng, v.v. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ định mức tăng trưởng ở một chữ số sau khi xem xét xu hướng tăng trưởng của công ty và sức mua của người tiêu dùng trước những lo ngại về sự ổn định của thu nhập và việc làm khi tình hình kinh tế không thuận lợi.

LNST năm 2022 giảm 19,3% n/n do biên lợi nhuận gộp thu hẹp hơn mặc dù tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu thuần giảm (đạt 23,6% so với 23,8% năm 2021). Biên lợi nhuận gộp giảm xuống 39,9% so với 43,1% trong 2021 do giá nguyên liệu sữa tăng mạnh từ cuối năm 2021. Tuy nhiên, với việc giá nguyên liệu sữa đã đảo chiều kể từ nửa cuối 2022, VNM ước tính biên lợi nhuận gộp có thể cải thiện từ Q3/2023, chậm hơn so với kỳ vọng của chúng tôi trước đây. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của công ty ở mức 40,7% trong năm 2023 và mở rộng hơn nữa trong năm sau.

Tóm lại, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của VNM trong 2023 là 61.850 tỷ đồng (+3,2% n/n) và LNST là 9.350 tỷ đồng (+9,0% n/n). Kết hợp phương pháp DCF và P/E, giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu này là 74.065 đồng/cổ phiếu.

	2021	2022CKT	2023F	2024F	2025F
DT thuần (tỷ đồng)	60.919	59.956	61.850	64.819	67.671
Tăng trưởng	2,2%	-1,6%	3,2%	4,8%	4,4%
EBITDA (tỷ đồng)	13.879	11.578	12.567	14.667	15.312
Biên EBITDA	22,8%	19,3%	20,3%	22,6%	22,6%
LN ròng (tỷ đồng)	10.533	8.516	9.293	10.989	11.524
Tăng trưởng LN	-5,1%	-19,1%	9,1%	18,3%	4,9%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4.531	3.664	3.999	4.729	4.959
Tăng trưởng	-5,1%	-19,1%	9,1%	18,3%	4,9%
ROE	32,7%	27,1%	30,5%	33,7%	32,2%
ROA	20,7%	16,7%	18,9%	21,5%	21,7%
Nợ ròng /EBITDA (x)	-1,0	-1,3	-1,2	-1,0	-1,1
EV/EBITDA (x)	10,6	12,7	11,7	10,0	9,6
EV/Doanh thu (x)	2,4	2,5	2,4	2,3	2,2
P/E (x)	17,1	21,1	19,4	16,4	15,6
P/B (x)	4,9	5,4	5,2	4,8	4,3
Cổ tức (đồng)	3.850	3.850	3.850	3.850	3.850
Suất sinh lợi cổ tức	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VNM	Giá hiện tại (đồng):	77.500	Giá mục tiêu (đồng):	74.065	Vốn hóa (tỷ đồng):	161.972
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2021	2022CKT	2023F	2024F	2025F	
Doanh thu thuần	60.919	59.956	61.850	64.819	67.671	
<i>Tăng trưởng</i>	<i>2,2%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>3,2%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,4%</i>	
GVHB trừ khấu hao	32.520	33.964	34.572	34.541	36.062	
Chi phí bán hàng	12.951	12.548	12.945	13.890	14.501	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.567	1.596	1.770	1.725	1.801	
Doanh thu tài chính	111	181	118	121	123	
Chi phí tài chính	114	452	114	116	119	
EBITDA	13.879	11.578	12.567	14.667	15.312	
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>22,8%</i>	<i>19,3%</i>	<i>20,3%</i>	<i>22,6%</i>	<i>22,6%</i>	
Khấu hao	2.121	2.095	2.098	2.161	2.273	
Lợi nhuận từ HĐKD	11.758	9.483	10.469	12.506	13.039	
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>19,3%</i>	<i>15,8%</i>	<i>16,9%</i>	<i>19,3%</i>	<i>19,3%</i>	
Lợi nhuận/Lỗ khác	195	4	3	3	3	
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	(45)	(24)	(13)	(6)	(3)	
Chi phí lãi vay ròng	(1.015)	(1.033)	(986)	(1.037)	(1.169)	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,2%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,3%</i>	
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>-11,6</i>	<i>-9,2</i>	<i>-10,6</i>	<i>-12,1</i>	<i>-11,2</i>	
Thuế	2.290	1.918	2.095	2.485	2.610	
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,3%</i>	<i>18,4%</i>	<i>18,4%</i>	
Lợi ích CĐTS	100	62	57	65	74	
Lợi nhuận ròng	10.533	8.516	9.293	10.989	11.524	
Tiền mặt từ hoạt động kinh doanh	12.654	10.612	11.391	13.151	13.796	
Tổng số lượng cổ phiếu	2.089.955.445	2.089.955.445	2.089.955.445	2.089.955.445	2.089.955.445	
EPS (VND)	4.531	3.664	3.999	4.729	4.959	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
EPS hiệu chỉnh (VND)	4.531	3.664	3.999	4.729	4.959	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>-5,1%</i>	<i>-19,1%</i>	<i>9,1%</i>	<i>18,3%</i>	<i>4,9%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2021	2022CKT	2023F	2024F	2025F
Thay đổi vốn lưu động	1.713	-3.712	26	126	-23
Capex	1.397	1.320	1.320	1.320	1.320
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-25	3	-28	-22	-18
Các khoản mục dòng tiền khác	-271	-4.090	-2.180	-3.135	-2.658
Dòng tiền tự do	9.299	8.911	7.894	8.591	9.860
Phát hành cp	-	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	7.524	8.046	8.046	8.046	8.046
Thay đổi nợ ròng	-1.775	-865	153	-545	-1.814
Nợ ròng cuối năm	-13.916	-14.780	-14.628	-15.173	-16.987
Vốn CSH	33.083	29.849	31.096	34.039	37.516
Giá trị sổ sách/cp (VND)	15.830	14.282	14.879	16.287	17.951
Nợ ròng / VCSH	-42,1%	-49,5%	-47,0%	-44,6%	-45,3%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1,0	-1,3	-1,2	-1,0	-1,1
Tổng tài sản	53.332	48.483	49.882	52.280	53.943

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2021	2022CKT	2023F	2024F	2025F
ROE	32,7%	27,1%	30,5%	33,7%	32,2%
ROA	20,7%	16,7%	18,9%	21,5%	21,7%
ROIC	50,7%	44,9%	53,9%	57,5%	53,8%
WACC	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
EVA	39,0%	33,2%	42,2%	45,8%	42,0%
P/E (x)	17,1	21,1	19,4	16,4	15,6
EV/EBITDA (x)	10,6	12,7	11,7	10,0	9,6
EV/FCF (x)	15,8	16,5	18,6	17,1	14,9
P/B (x)	4,9	5,4	5,2	4,8	4,3
P/S (x)	2,7	2,7	2,6	2,5	2,4
EV/sales (x)	2,4	2,5	2,4	2,3	2,2
PEG	-3,4	7,7	1,8	1,8	3,2
Suất sinh lợi cổ tức	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Q.3, TPHCM
Tel: (+84 28) 7300 1000

PHÒNG PHÂN TÍCH

Phó phòng Phân tích

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 7300 7000 (x1041)

giaonbt@acbs.com.vn

Giám đốc ngành Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

trucptt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông

Trần Nhật Trung

(+84 28) 7300 7000 (x1045)

trungtn@acbs.com.vn

CVPT – Phái sinh, Vĩ mô

Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 7300 7000 (x1046)

minhtvh@acbs.com.vn

Giám đốc ngành Tài chính ngân hàng

Cao Việt Hùng

(+84 28) 7300 7000 (x1049)

hungcv@acbs.com.vn

CVPT – Vật liệu xây dựng

Huỳnh Anh Huy

(+84 28) 7300 7000 (x1048)

huyha@acbs.com.vn

CVPT – PTKT

Lương Duy Phước

(+84 28) 7300 7000 (x1047)

phuocld@acbs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (+84 24) 3942 9395

Fax: (+84 24) 3942 9407

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 7300 7000 (x1042)

chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Năng lượng

Phạm Đức Toàn

(+84 28) 7300 7000 (x1051)

toanpd@acbs.com.vn

NVPT – PTKT

Võ Phú Hữu

(+84 28) 7300 7000 (x1052)

huuvp@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 7300 7000 (x1044)

hungpv@acbs.com.vn

CVPT – Vĩ mô

Nguyễn Thị Hòa

(+84 28) 7300 7000 (x1050)

hoant@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc khối khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 7300 7000 (x1083)

huongctk@acbs.com.vn

NV Hỗ trợ khách hàng

Lê Nguyễn Tiến Thành

(+84 28) 7300 7000 (x1089)

thanhln@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Trần Như Huỳnh

(+84 28) 7300 7000 (x1088)

huyhntn@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 7300 7000 (x1085)

thanhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Thị Thảo

(+84 28) 7300 7000 (x1087)

thaont@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lý Ngọc Dung

(+84 28) 7300 7000 (x1084)

dungln.hso@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Phương Nhi

(+84 28) 7300 7000 (x1086)

nhinp@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2023). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.