

MUA- Giá mục tiêu: 89.963 VND

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VNM với định giá cổ phiếu ở mức 89.963 đồng/cổ phần (+16,11%). Định giá của chúng tôi dựa trên ba luận điểm: (1) Giá sữa nguyên liệu vẫn đang trong xu hướng giảm, (2) Thị trường sữa Việt Nam vẫn trong giai đoạn tăng trưởng, (3) VNM là doanh nghiệp đứng đầu về thị phần sữa, có sức khỏe tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt dồi dào. Trong khi đó giá cổ phiếu VNM đã được điều chỉnh giảm so với thời điểm báo cáo cập nhật trước.

Cập nhật doanh nghiệp

Giá sữa nguyên liệu đã giảm từ quý 3/2022 và vẫn đang trong xu thế giảm: Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ tăng từ quý 4/2022 nhưng do lượng hàng nguyên liệu tồn kho được chốt ở giá cao vẫn còn khiến việc hồi phục bị chậm lại. Tuy nhiên, với diễn biến giá sữa nguyên liệu vẫn đang giảm, biên lợi nhuận gộp sẽ có quý đầu tiên tăng trưởng từ quý 1/2023.

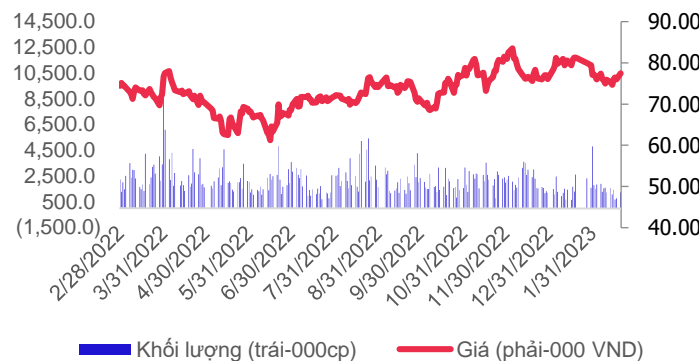
Thị trường sữa Việt Nam vẫn hấp dẫn: mặc dù có thể bị ảnh hưởng bởi giai đoạn kinh tế khó khăn trước mắt, thu nhập của người tiêu dùng bị cắt giảm nhưng tốc độ tăng trưởng tiêu thụ sữa vẫn ở mức 12,4% trong giai đoạn 2021-2031.

VNM là doanh nghiệp đầu ngành: VNM đang là công ty chiếm thị phần lớn nhất thị trường sản phẩm sữa Việt Nam. Tình hình tài chính của VNM chắc chắn với lượng tiền mặt và tiền gửi gần 20 nghìn tỷ đồng, tỷ lệ nợ vay/ tổng tài sản và nợ vay/VCSH chỉ lần lượt ở mức thấp 10,2% và 15%.

Rủi ro đầu tư

- **Giá sữa nguyên liệu tăng làm giảm biên lợi nhuận gộp:** do biến động tình hình thế giới, đứt gãy chuỗi cung ứng, khó khăn về vận chuyển bất ngờ ảnh hưởng đến giá sữa.
- **Doanh thu giảm do nhu cầu giảm, cạnh tranh tăng:** người tiêu dùng có xu hướng thắt chặt chi tiêu do kinh tế khó khăn, thu nhập giảm. Công ty phải giảm giá sản phẩm để giữ thị phần.

Giao dịch cổ phiếu VNM



	1T	3T	6T	YTD
VNM	-4.7%	2.4%	6.5%	1.8%
VNINDEX	-2.8%	-15.6%	-21.5%	-4.1%

Ngày báo cáo	20/02/2023
Giá hiện tại	77.500 VND
Giá mục tiêu	89.963 VND
Tỷ lệ Tăng/giảm	+16,11%
Mã Bloomberg	VNM VN Equity
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	161.969
Biến động giá 52 tuần	61.300-83.500
Khối lượng GDBQ 52 tuần	2.176.194
Giá trị GDBQ 52 tuần (nghìn đồng)	170.834.952
Tỷ lệ Sở hữu nước ngoài	55,73%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	59.956	62.491	66.734	74.176	82.491
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	23.897	26.188	29.953	34.027	37.957
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	%	39,9%	41,9%	44,9%	45,9%	46,0%
EBIT	Tỷ đồng	10.824	11.619	14.394	16.733	18.725
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	10.496	11.341	14.135	16.474	18.466
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	8.578	9.526	11.873	13.838	15.511
Lợi nhuận sau thuế CĐ CT Mẹ	Đồng	8.516	9.467	11.807	13.777	15.446
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	3.190	3.546	4.423	5.161	5.786
<i>Tăng trưởng EPS</i>	%	-20,1%	11,2%	24,7%	16,7%	12,1%
P/E	Lần	4,7	18,0	14,5	12,4	11,1
P/B	Lần	1,5	3,9	3,5	3,0	2,6
EV/EBITDA	Lần	9,83	11,03	9,94	7,76	6,35
ROE	%	26,1%	27,8%	31,1%	31,5%	30,2%
ROA	%	16,7%	18,3%	20,7%	22,1%	22,1%

Nguồn: VNM, KNC MBS

CTCP SỮA VIỆT NAM (HOSE - VNM)

MUA- Giá mục tiêu: 89.963 VND

- **Lợi nhuận giảm do doanh thu vẫn chưa được cải thiện**

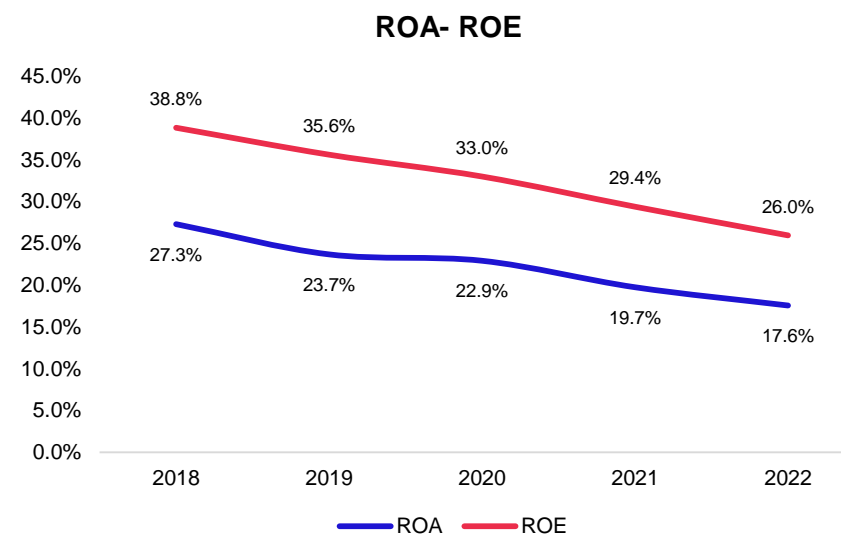
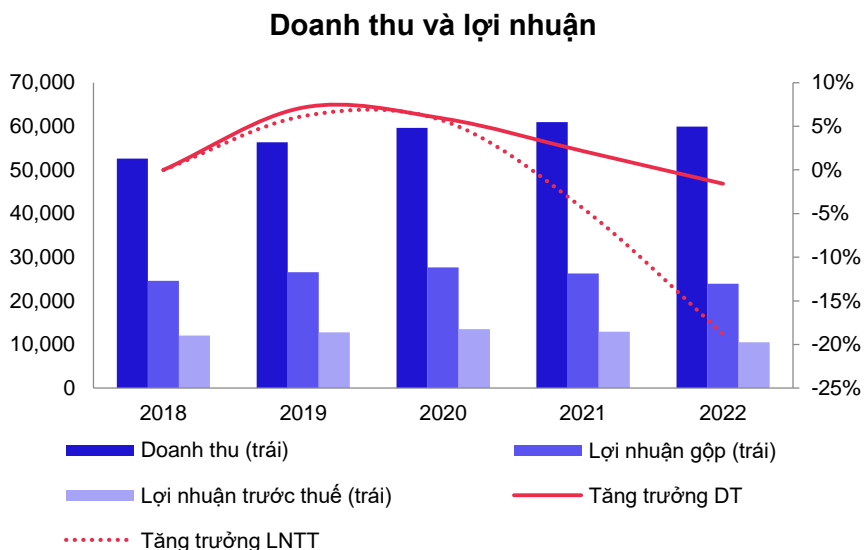
Sức mua giảm sút khiến doanh thu thuần quý 4/2022 chỉ đạt 15.068 tỷ đồng giảm 4,7% YoY. Nguyên liệu tồn kho vẫn chốt ở giá cao làm lợi nhuận gộp giảm hơn 13% so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp quý này chỉ đạt. Lợi nhuận trước thuế đạt 1.869 tỷ đồng giảm 15,5% so với cùng kỳ 2021.

Cả năm 2022, doanh thu thuần của VNM đạt 59.956 tỷ đồng (-1,6%YoY) và lợi nhuận trước thuế đạt 8.516 tỷ đồng (-19%YoY), thực hiện 88% kế hoạch lợi nhuận cả năm.

- **Biên lợi nhuận gộp sẽ tăng trở lại từ Q1/2023**

Biên lợi nhuận gộp năm 2022 đã giảm xuống mức 39,9% từ mức 43,1% năm 2021. Trong đó, thị trường nội địa có tốc độ giảm chậm hơn, biên lợi nhuận gộp đang ở mức 40,5% còn thị trường nước ngoài chỉ đạt 36,1%.

Giá sữa nguyên liệu vẫn đang trong xu thế giảm nên biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện trở lại từ quý 1/2023.



MUA- Giá mục tiêu: 89.963 VND

• Nguồn lực tài chính mạnh

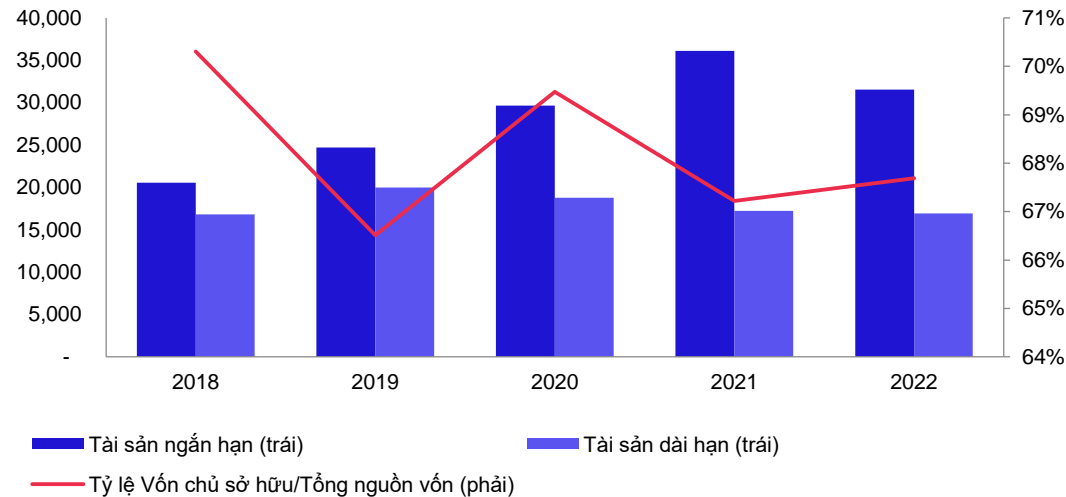
Đến 31.12.2022, Tổng tài sản của VNM đạt 48.482 tỷ đồng, giảm 4.850 tỷ đồng so với đầu năm, chủ yếu giảm ở hàng tồn kho, tài sản cố định và đầu tư tài chính ngắn hạn.

Tiền, tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn giảm 3.660 tỷ đồng so với đầu năm nhưng vẫn đang ở mức 19.714 tỷ đồng chiếm 40,7% Tổng Tài sản.

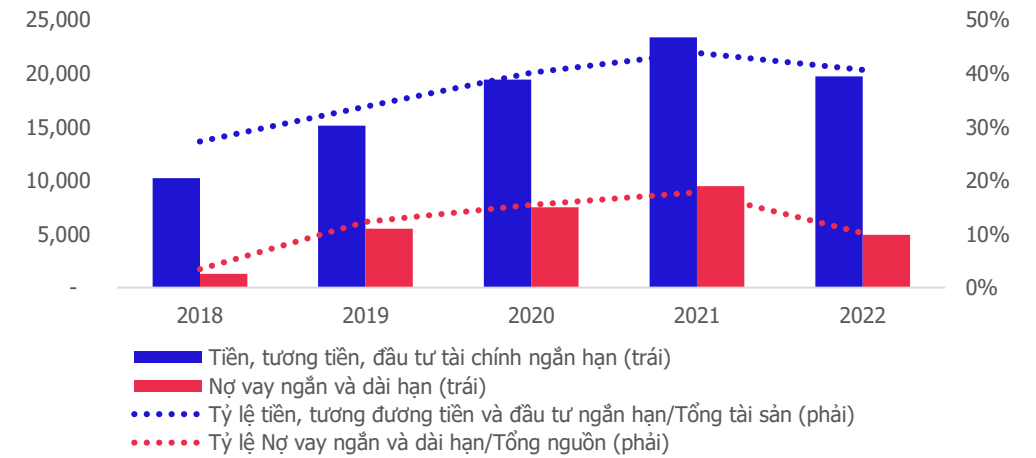
Khoản phải thu, hàng tồn kho vẫn được kiểm soát tốt lần lượt chiếm tỷ trọng 12,6% và 11,4% Tổng Tài sản. Hàng tồn kho giảm 18,2% so với đầu năm.

Trong tình hình lãi suất ngân hàng tăng mạnh. VNM đã chủ động giảm Vay nợ ngắn và dài hạn 4525 đồng so với đầu năm, trong đó vay ngắn hạn giảm 4.515 tỷ đồng, vay dài hạn giảm 9,6 tỷ đồng xuống chỉ ở mức 66 tỷ đồng . Tỷ lệ nợ vay/tổng nguồn vốn chỉ ở mức 9,3%.

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn



Tiền, tương đương tiền, tiền gửi và Nợ vay ngắn và dài hạn



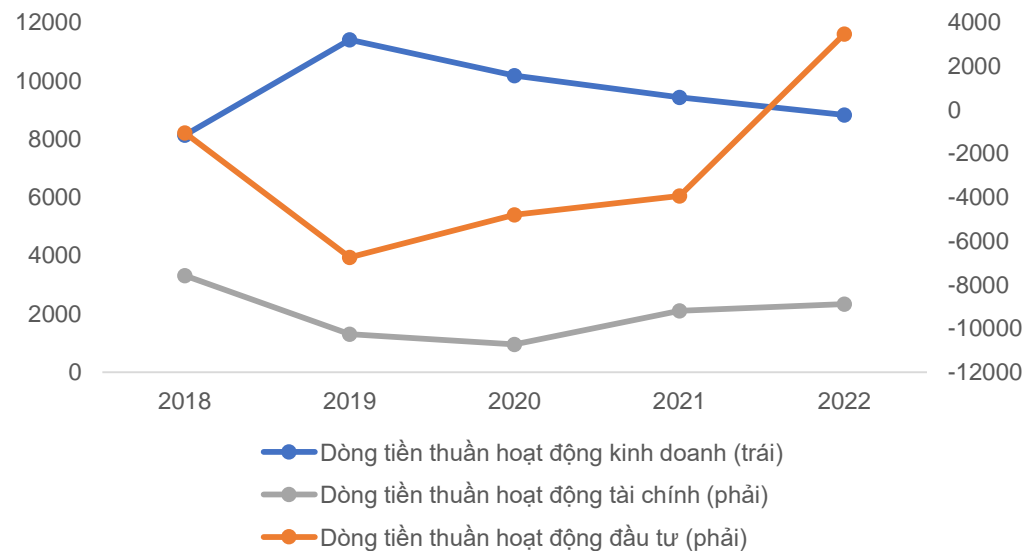
MUA- Giá mục tiêu: 89.963 VND

Dòng tiền hoạt động luôn Dương, cổ tức tiền mặt cao

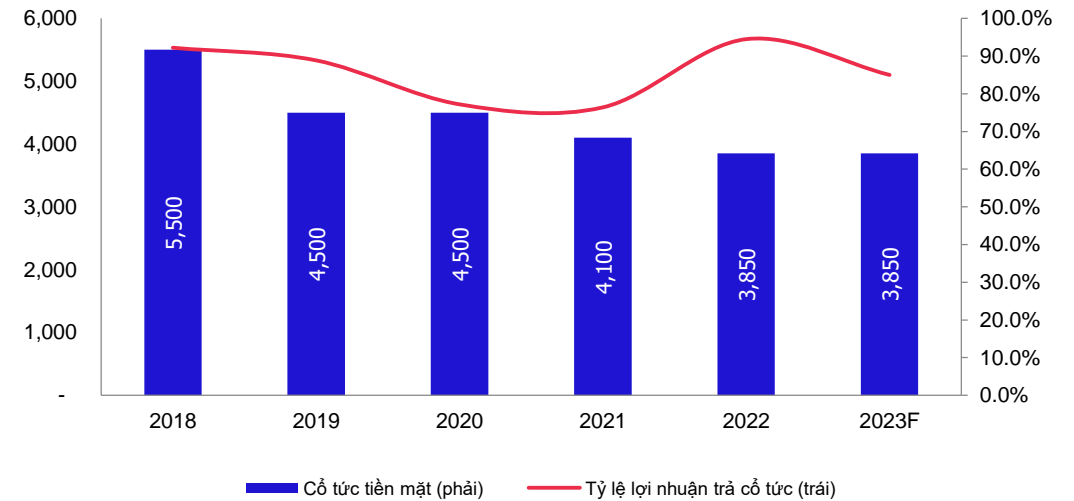
Tình hình kinh doanh ổn định giúp dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt, giúp công ty sẵn sàng cho các dự án phát triển trang trại bò sữa, bò thịt trong tương lai. Công ty cũng duy trì chính sách trả cổ tức cao từ khi niêm yết đến nay.

Lợi nhuận của VNM giảm nhưng công ty sẽ vẫn duy trì trả cổ tức ở mức cao (40%) do yêu cầu của cổ đông lớn.

Lưu chuyển dòng tiền



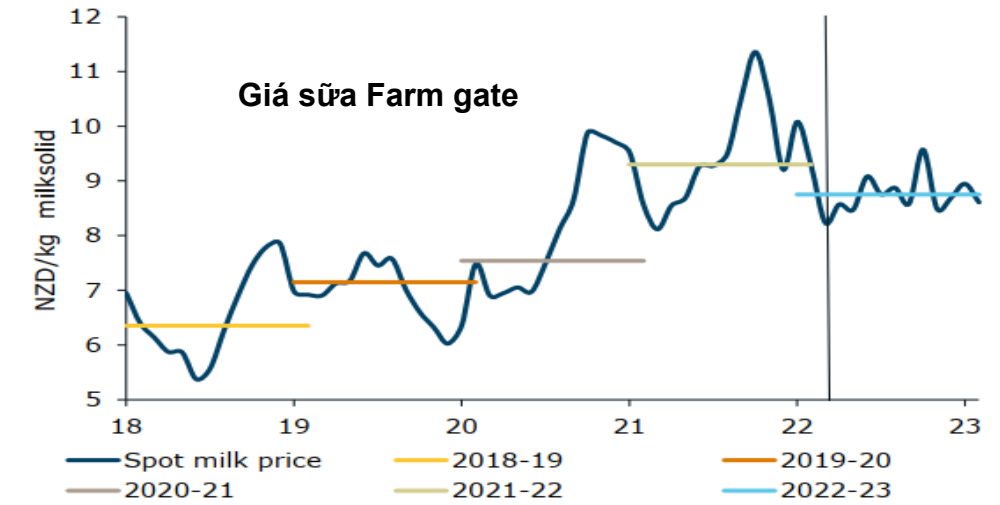
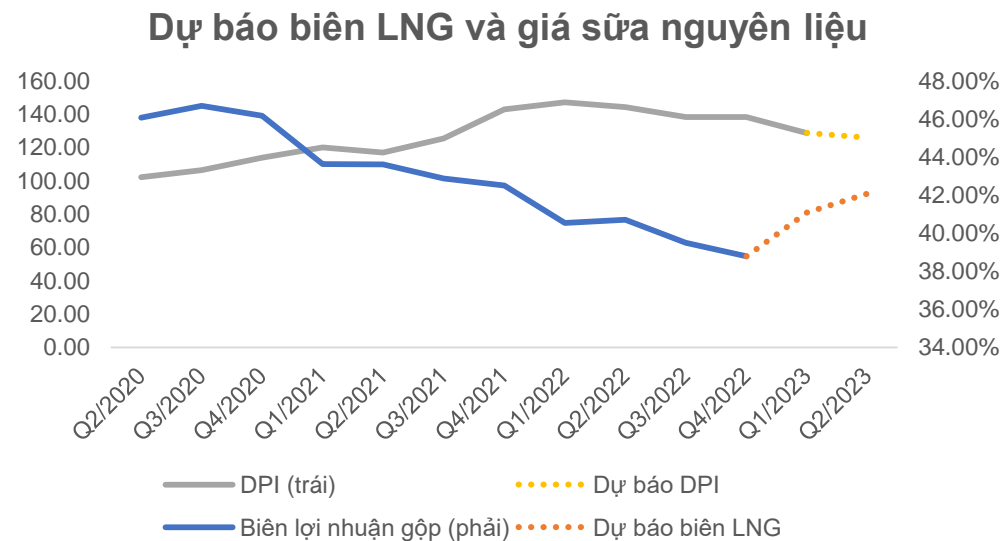
Cổ tức bằng tiền hàng năm và tỷ lệ lợi nhuận chia cổ tức



MUA- Giá mục tiêu: 89.963 VND

Triển vọng kinh doanh năm 2023

- Khó khăn vĩ mô có thể làm nhu cầu tiêu thụ sữa tăng chậm lại khiến doanh thu sẽ tăng chậm. Trong khi đó, các đối thủ cạnh tranh đang có các động thái khiến thị phần của VNM ở một số phân khúc sản phẩm bị đe dọa nên công ty sẽ phải cân nhắc khi tăng giá bán sản phẩm.
- Năm 2023, giá sữa nguyên liệu dự báo sẽ quay về vùng giá năm 2021 là điều kiện để biên lợi nhuận của VNM tăng trở lại. Tuy nhiên, công ty cũng sẽ phải điều chỉnh giá thu mua sữa tươi từ nông trại và chi phí bao bì thêm khoảng từ 1,5%-5% nên mức lợi nhuận gộp sẽ tăng trở lại nhưng với tốc độ chậm.
- Chúng tôi điều chỉnh dự báo năm 2023 với doanh thu thuần đạt 62.491 tỷ đồng, tăng 4,2% so với 2021. Lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 11.341 tỷ đồng, tăng 8,05% so với năm 2022. Lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 9.160 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phần đạt 3.431 đồng/cổ phần.



Source: Fonterra, ANZ Research

MUA- Giá mục tiêu: 89.963 VND

Dự phóng và định giá

- Chúng tôi đánh giá xu hướng giá nguyên liệu sẽ tiếp tục giảm nhờ sản lượng sản xuất sữa sẽ tăng theo chu kỳ thời tiết thuận lợi (ENSO trung tính và El Nino). Với dự báo giá nguyên liệu đầu vào giảm, chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng chính của công ty sẽ đến nhờ biên lợi nhuận gộp tăng trưởng trở lại trong các năm tới.
- Nhu cầu tiêu thụ của người dân bị giảm sút trong ngắn hạn bởi các yếu tố kinh tế vĩ mô nhưng về dài hạn thị trường các sản phẩm sữa của Việt Nam vẫn là thị trường hấp dẫn. Dự địa tăng trưởng của Việt Nam vẫn còn nhiều do mức tiêu thụ sữa hiện còn khá thấp, chỉ với 26-27 kg/người/năm (trung bình thế giới đạt khoảng 100 kg/người/năm và trung bình tại châu Á đạt 38 kg/người/năm).
- Với thương hiệu mạnh và bề dày hoạt động hiệu quả. VNM vẫn đang duy trì vị thế dẫn đầu thị trường một cách chắc chắn. Chi phí marketing và bán hàng vẫn được VNM duy trì ở mức cao để đảm bảo mục tiêu đạt 50% thị phần toàn quốc.

Định giá cổ phiếu

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu 12 tháng** của cổ phiếu VNM vào khoảng **89.963 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 25,37 lần (theo EPS 2023F khoảng 3.546 đồng/cp).

Chỉ tiêu	Đơn vị	FY22A	FY23F	FY 24F	FY25F	FY26F	FY27F
Dairy Price Index (trung bình)	Điểm	142	132	123	123	127	129
Giá sữa bột nguyên kem (WMP)	USD/tấn	4.254	3.956	3.679	3.679	3.790	3.865
Giá sữa bột tách kem (SMP)	USD/tấn	3.864	3.594	3.342	3.342	3.442	3.511
Giá sữa béo tách (AMF)	USD/tấn	6.608	6.145	5.715	5.715	5.887	6.004
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	59.956	62.491	66.734	74.176	82.491	91.784
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	23.897	26.188	29.953	34.027	37.957	42.618
Biên LNG	%	39,9%	41,9%	44,9%	45,9%	46,0%	46,4%
EBIT	Tỷ đồng	10.824	11.619	14.394	16.733	18.725	21.220
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	10.496	11.341	14.135	16.474	18.466	20.960
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	8.578	9.526	11.873	13.838	15.511	17.607
Lợi nhuận CĐ CT mẹ	Tỷ đồng	8.516	9.462	11.801	13.760	15.428	17.519
Thu nhập cổ phần	Đồng	3.190	3.546	4.423	5.161	5.786	6.569
Tăng trưởng EPS	%	-20,1%	11,2%	24,7%	16,7%	12,1%	13,5%

Định giá cổ phiếu

Định giá DCF – FCFE

Chi phí vốn chủ sở hữu	%	14,17%
Tăng trưởng dòng tiền sau năm 2026	%	3
Hiện giá dòng tiền 2022-2026F	Tỷ đồng	56.709
Hiện giá dòng tiền sau năm 2026F	Tỷ đồng	100.819.308
Tiền tương đương tiền cuối năm 2022	Tỷ đồng	29.295.954
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	157.527.857
Vay nợ dài hạn cuối năm 2022	Tỷ đồng	311
Giá trị vốn chủ sở hữu	Tỷ đồng	172.327.563
Số lượng cổ phần	Cổ phần	2.089.930.800
Giá trị cổ phiếu	Đồng/cp	82.456
Chi phí vốn chủ sở hữu	%	14,17
Lợi tức	%	5,07
Giá mục tiêu 12 tháng	Đồng/cp	89.963

Kết quả kinh doanh	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	59.956	62.491	66.734	74.176	82.491
Giá vốn hàng bán	36.059	36.303	36.782	40.149	44.534
Lợi nhuận gộp	23.897	26.188	29.953	34.027	37.957
Chi phí lãi vay	166	116	97	97	97
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	14.144	15.685	16.750	18.618	20.705
Thu nhập khác	1.071	1.116	1.192	1.325	1.473
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	9.753	10.503	13.202	15.409	17.251
Lợi nhuận trước thuế	10.496	11.341	14.135	16.474	18.466
Lợi nhuận sau thuế	8.578	9.526	11.873	13.838	15.511
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	8.516	9.467	11.807	13.777	15.446
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	62	59	66	61	65

Tài sản- Nguồn vốn	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	31.560	41.559	47.938	56.716	66.972
Tiền tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	19.714	29.296	35.147	42.612	51.304
Khoản phải thu	4.620	4.816	5.143	5.716	6.357
Hàng tồn kho	5.538	5.575	5.649	6.166	6.839
Tài sản ngắn hạn khác	1.688	1.872	1.999	2.222	2.472
Tài sản dài hạn	16.922	13.376	11.144	8.945	7.061
Tài sản cố định	10.860	9.124	6.886	4.682	2.795
Tài sản dở dang dài hạn	1.805	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	4.257	4.252	4.258	4.263	4.266
Tổng tài sản	48.483	54.936	59.082	65.661	74.033
Nợ phải trả	15.666	20.639	20.959	21.746	22.653
Nợ phải trả ngắn hạn	11.370	16.425	16.678	17.408	18.268
Phải trả người bán ngắn hạn	4.284	4.313	4.370	4.770	5.291
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	4.867	9.748	9.683	9.683	9.683
Phải trả ngắn hạn khác	2.219	2.363	2.625	2.956	3.294
Nợ phải trả dài hạn	4.296	4.215	4.281	4.338	4.385
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	66	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	4.230	4.214	4.281	4.338	4.385
Vốn chủ sở hữu	32.817	34.296	38.123	43.915	51.380
Vốn góp của chủ sở hữu	20.899	20.899	20.899	20.899	20.899
Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34	34
Quỹ đầu tư phát triển	5.562	6.590	7.872	9.368	11.045
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	3.353	3.746	6.225	10.460	16.183
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.967	3.027	3.093	3.154	3.218
Tổng nguồn vốn	48.483	54.936	59.082	65.661	74.033

Lưu chuyển dòng tiền	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	8.827	11.385	13.963	15.511	16.739
Dòng tiền thuần hđ đầu tư	3.473	1428	0	0	0
Dòng tiền thuần hđ tài chính	-12.360	-3.231	-8.112	-8.047	-8.046

Hệ số tài chính	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
-----------------	-------	-------	-------	-------	-------

Hệ số hiệu quả

Biên lợi nhuận gộp	39,9%	41,9%	44,9%	45,9%	46,0%
EBITDA Margin	21,5%	22,0%	24,9%	25,5%	25,0%
Biên lợi nhuận ròng	14,2%	15,1%	17,7%	18,6%	18,7%
ROE	26,1%	27,8%	31,1%	31,5%	30,2%
ROA	16,7%	18,3%	20,7%	22,1%	22,1%

Hệ số tăng trưởng

Tăng trưởng doanh thu	-1,6%	4,2%	6,8%	11,2%	11,2%
Tăng trưởng LNTT	-18,8%	8,1%	24,6%	16,5%	12,1%
Tăng trưởng LNST	-19,1%	11,1%	24,6%	16,5%	12,1%
Tăng trưởng EPS	-20,1%	11,2%	24,7%	16,7%	12,1%

Hệ số thanh khoản

Hệ số thanh toán hiện hành	2,72	2,49	2,83	3,21	3,62
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,73	1,78	2,11	2,45	2,81
Nợ vay/Tổng tài sản	10%	18%	16%	15%	13%
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	15%	28%	25%	22%	19%
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	65	100	149	173	193

Hệ số định giá

EPS (VND)	3.190	3.546	4.423	5.161	5.786
BVPS (VND)	15.702	16.410	18.241	21.013	24.585

Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn Tuan.HoangCong@mbs.com.vn

Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

Trái phiếu

Lê Minh Anh Anh.LeMinh@mbs.com.vn

Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huynh Huynh.ChuThe@mbs.com.vn

Thực phẩm – Đồ uống

Nguyễn Thành Công cong1.nguyenthanh@mbs.com.vn

Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương Phuong.DoLan@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Trần Thái Bình Binh.TranThai@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Đinh Công Luyện Luyen.DinhCong@mbs.com.vn

Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí Chi.DuongThien@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

MBS SECURITIES

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Copyrights. MBS 2020. ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: www.mbs.com.vn