

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND82.400	VND86.800	5,13%	TRUNG LẬP	Hàng tiêu dùng

Ngày 09/11/2022

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

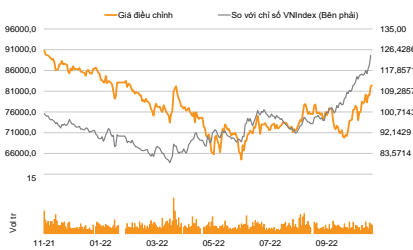
Consensus*: Mua:10 Giữ:3 Bán:2

Giá mục tiêu/Consensus: 4,1%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng EPS 2022 lên 1,4%
- Giảm EPS 2023 xuống 1,1%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	89.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	64.500
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	159.985
Thị giá vốn (tỷ VND)	171.794
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	15,5
P/B hiện tại (x)	5,19

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: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

Dấu hiệu phục hồi đã được phản ánh vào giá

- VNM ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng giảm 21,4% svck trong Q3/22, kéo theo LN ròng 9T22 giảm 20,3% svck, hoàn thành 72,2% dự báo của chúng tôi.
- Chúng tôi LN ròng của VNM tăng trưởng ở mức 2 chữ số trong giai đoạn 2023-24 nhờ biên LN gộp phục hồi.
- Hạ đánh giá xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn do chuyển mô hình định giá sang năm 2023.

KQKD Q3/22: Có tín hiệu phục hồi

VNM ghi nhận doanh thu (DT) thuần giảm 0,7% svck trong Q3/22 do DT từ nước ngoài giảm 5,6% svck. Trong khi đó, DT của công ty mẹ tăng nhẹ 0,2% svck và 10,5% so với quý trước trong Q3/22. Biên LN gộp giảm 3,4 điểm % svck do VNM vẫn đang sử dụng bột sữa nguyên liệu được thu mua với mức giá cao từ quý trước. Do đó, LN ròng của VNM giảm 21,4% svck trong Q3/22 xuống 2.298 tỷ đồng. Trong 9T22, VNM ghi nhận DT thuần giảm 0,2% svck và LN ròng giảm 20,3% svck, hoàn thành 70,4%/72,2% dự phóng của chúng tôi.

Sức khỏe tài chính tốt trong môi trường tăng lãi suất và biến động tỷ giá

VNM duy trì sức khỏe tài chính tốt với lượng tiền mặt ròng cao (10.718đ/cp) và đòn bẩy tài chính ở mức thấp 0,3 lần (~98% nợ vay bằng USD tại ngân hàng với lãi suất thả nổi). Điều này giúp công ty giảm thiểu được rủi ro do lãi suất tăng và biến động tỷ giá. Chi phí tài chính dự phóng tăng 131,7% svck trong 2022 và giảm 15,9% svck trong 2023 do chúng tôi ước tính lãi vay tăng 1 điểm % trong 2022. Thu nhập tài chính ròng dự báo giảm 22,7% svck xuống 782 tỷ đồng trong 2022 và tăng trở lại 36,0% svck trong 2023.

LN ròng 2023-24 quay trở lại giai đoạn tăng trưởng tích cực

Chúng tôi kỳ vọng VNM duy trì mức tăng trưởng doanh thu trung bình 4,2% svck trong 2022-24 với dự phóng giá bán bình quân không đổi trong 2023 và tăng 1,0% svck trong 2024. Biên LN gộp dự phóng đạt 43,4% (+1,5 điểm % svck) trong 2023 và 44,9% (+1,5 điểm % svck) trong 2024 nhờ giá bột sữa nguyên liệu hạ nhiệt. Do đó, LN ròng của VNM giảm 11,4% svck trong 2022 trước khi phục hồi 9,9% svck trong 2023 và tăng 11,4% svck vào 2024.

Hạ đánh giá xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn ở mức 86.800đ/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa mô hình DCF (năm cơ sở: 2023) và P/E mục tiêu là 19,6 lần áp dụng với EPS 2023. Chúng tôi hạ khuyến nghị về Trung lập do tín hiệu phục hồi đã được phản ánh vào giá cổ phiếu. Rủi ro 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.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	60.919	63.009	65.356	68.403
Tăng trưởng DT thuần	2,2%	3,4%	3,7%	4,7%
Biên lợi nhuận gộp	43,1%	41,9%	43,4%	44,9%
Biên EBITDA	24,8%	21,5%	22,7%	24,1%
LN ròng (tỷ)	10.532	9.332	10.260	11.425
Tăng trưởng LN ròng	(5,1%)	(11,4%)	9,9%	11,4%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.040	4.466	4.910	5.467
EPS điều chỉnh	4.546	4.019	4.419	4.921
BVPS	16.905	15.915	16.562	17.734
ROAE	30,8%	27,2%	30,2%	31,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DẤU HIỆU PHỤC HỒI ĐÃ ĐƯỢC PHẢN ÁNH VÀO GIÁ

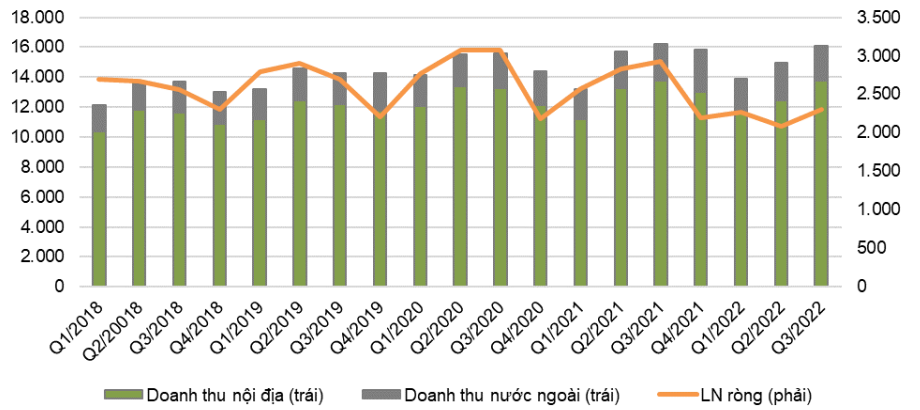
Tóm tắt Q3/22: Xuất hiện những tín hiệu phục hồi

Bảng 1: So sánh kết quả kinh doanh Q3/22 và 9T22

Tỷ VND	Q3/22	Q3/21	% svck	9T22	9T21	% svck	% so với dự		Chú thích
							2022	báo 2022	
Doanh thu	16.079	16.194	-0,7%	44.994	45.100	-0,2%	63.946	70,4%	
<i>Nội địa</i>	13.775	13.752	0,2%	37.904	38.182	-0,7%	53.009	71,5%	Doanh thu nội địa tăng nhẹ 0,2% svck chủ yếu nhờ doanh thu từ MCM tăng 4,6% svck sau khi ra mắt hai sản phẩm mới sữa tươi vị đậu đỏ – dòng sản phẩm sữa tươi bổ sung vị sữa hạt đầu tiên trên thị trường – và Sữa chua uống men sống Yo-Pro. Trong khi đó, doanh thu công ty mẹ (không bao gồm MCM) đi ngang trong Q3/22, nhưng cải thiện 11,3% so với quý trước.
<i>Nước ngoài</i>	2.304	2.442	-5,6%	6.983	6.918	0,9%	10.937	63,9%	
<i>Xuất khẩu</i>	1.187	1.556	-23,7%	3.741	4.328	-13,6%	6.563	57,0%	Doanh thu xuất khẩu ghi nhận tăng trưởng âm do nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Trung Đông giảm trong bối cảnh lạm phát tăng.
<i>Công ty con tại nước ngoài</i>	1.117	886	26,0%	3.243	2.591	25,2%	4.374	74,1%	Doanh thu Driftwood tăng 30% svck so với mức nền thấp trong Q3/21 do nhu cầu tiêu thụ ở các trường học tăng mạnh. Bên cạnh đó, doanh thu AnkorMilk tăng 20% svck nhờ số lượng điểm bán hàng tăng.
Lợi nhuận gộp	6.350	6.944	-8,5%	18.052	19.552	-7,7%	26.768	67,4%	
Biên LNG	39,5%	42,9%	-3,4đ %	40,1%	43,4%	-3,2đ %	41,9%	-1,7đ %	Biên LN gộp mảng nội địa giảm 3,4 điểm % svck do chi phí nguyên liệu tăng cao (bao gồm giá bột sữa nguyên liệu và đường nguyên liệu). VNM chốt giá bột sữa nguyên liệu dùng cho Q3/22 trong khoảng tháng 3 và 4 - giai đoạn giá bột sữa đạt đỉnh.
Chi phí bán hàng và QLDN	3.662	3.702	-1,1%	10.360	10.230	1,3%	16.135	64,2%	
<i>% chi phí BH & QLDN so với doanh thu</i>	22,8%	22,9%	-0,1đ %	23,0%	22,7%	0,3đ %	25,2%	-2,2đ %	
<i>Chi phí bán hàng</i>	3.261	3.308	-1,4%	9.213	9.080	1,5%	14.234	64,7%	
<i>% CPBH/DT</i>	20,3%	20,4%	-0,1đ %	20,5%	20,1%	0,3đ %	22,3%	-1,8đ %	
<i>Chi phí quản lý DN</i>	401	394	1,7%	1.147	1.151	-0,3%	1.901	60,3%	
<i>% CPQLDN/DT</i>	2,5%	2,4%	0,1đ %	2,5%	2,6%	0,0đ %	3,0%	-0,4đ %	
EBIT	2.688	3.242	-17,1%	7.692	9.322	-17,5%	10.633	72,3%	
<i>Biên EBIT</i>	16,7%	20,0%	-3,3đ %	17,1%	20,7%	-3,6đ %	16,6%	0,5đ %	
LN trước thuế (LNTT)	2.860	3.587	-20,3%	8.200	10.234	-19,9%	11.445	71,6%	
<i>Biên LNNTT</i>	17,8%	22,1%	-4,4đ %	18,2%	22,7%	-4,5đ %	17,9%	0,3đ %	
Thuế TNDN	532	626	-15,0%	1.482	1.814	-18,3%	2.028	73,1%	
<i>Thuế suất TNDN</i>	18,6%	17,5%	1,1đ %	18,1%	17,7%	0,3đ %	17,7%	0,4đ %	
LN ròng (LNR)	2.298	2.926	-21,4%	6.647	8.336	-20,3%	9.200	72,2%	LN ròng giảm 21,4% svck trong Q3/22 nhưng cải thiện 10,3% so với Q2/22.
<i>Biên LNR</i>	14,3%	18,1%	-3,8đ %	14,8%	18,5%	-3,7đ %	14,4%	0,4đ %	
EPS pha loãng (VND)	985	1.262	-21,9%	2.835	3.574	-20,7%	3.962	71,6%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: VNM có tín hiệu phục hồi về doanh thu và LN ròng trong Q3/22 (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2023-24: LN ròng quay lại mức tăng trưởng tích cực

Kỳ vọng VNM duy trì mức tăng trưởng doanh thu trung bình 4,2% svck trong 2022-24

Theo Euromonitor, mức tiêu dùng ngành sữa đã ổn định và phục hồi so với cùng kỳ, tuy nhiên có sự phân hóa rõ rệt giữa hai phân khúc phổ thông và cao cấp. Trong đó, thu nhập của những người có thu nhập thấp và trung bình chưa bắt kịp với tỷ lệ lạm phát tăng nhanh, dẫn đến nhu cầu yếu hơn hoặc sử dụng các sản phẩm thay thế với giá rẻ hơn. Bên cạnh đó, VNM đang phải đối mặt với áp lực cạnh tranh ngày càng tăng ở hầu hết các dòng sản phẩm. Chúng tôi nhận thấy một số đối thủ cạnh tranh của VNM bao gồm Friso, TH True Milk hay Vita Dairy. Vita Dairy là một trong ba công ty sản xuất sữa bột công thức lớn nhất thị trường nội địa sau Vinamilk và Nutifood, và đang tiếp tục lấn sân sang phân khúc sữa nước với sản phẩm sữa non tươi "Colos Fresh Milk". Theo quan điểm của chúng tôi, bên cạnh TH True Milk, Vita Dairy sẽ là một trong những đối thủ cạnh tranh của VNM trên thị trường sữa nước.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ duy trì thị phần đi ngang trong giai đoạn 2023-24 với sản lượng hàng bán nội địa tăng lần lượt 3,0%/3,0% svck, trong khi giá bán bình quân không đổi trong năm 2023 và tăng nhẹ 1,0% svck vào năm 2024 do VNM đã tăng giá bán bình quân 5,5% svck trong năm 2022. Do đó, doanh thu nội địa dự phóng tăng lần lượt 3,0%/4,0% svck trong năm 2023/24. Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu xuất khẩu sẽ đạt lần lượt 7,0%/8,1% svck trong năm 2023/24 do nhu cầu tiêu thụ sữa phục hồi tại thị trường Trung Đông. Do đó, doanh thu thuần của VNM dự phóng tăng 3,7%/4,7% trong năm 2023/24.

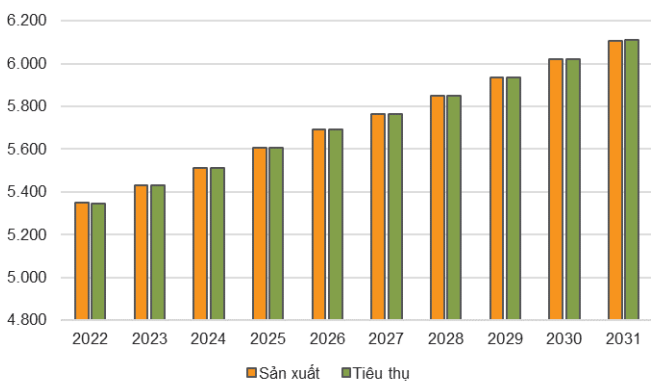
Giá bột sữa giảm bù đắp cho biến động tỷ giá

Tính đến ngày 18/10, giá bột sữa đã giảm 10% svck và thấp hơn 28,1% so với mức đỉnh vào ngày 01/03. Theo Rabobank, dữ liệu tháng 8 cho thấy khối lượng nhập khẩu nguyên liệu bột sữa của Trung Quốc đã giảm so với năm ngoái trong 6 tháng liên tiếp. Nguyên nhân là do nguồn cung nội địa tăng, lượng hàng tồn kho dồi dào và nhu cầu của người tiêu dùng ở mức thấp. Chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa sẽ tiếp tục giảm và giao dịch ở mức thấp hơn 5,0% so với năm 2022 khi Trung Quốc tiếp tục chính sách Zero-Covid và sản lượng bột sữa toàn cầu năm 2023 tăng 1,5% svck. Theo Rabobank, nguồn cung sữa sẽ ổn định vào năm 2023 nhờ nguồn cung cấp thức ăn chăn nuôi dồi dào và lợi nhuận của các trang trại ở mức ổn định. Trong trường hợp Trung Quốc mở cửa trở lại, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu nhập khẩu sẽ tăng ở mức thấp do nguồn cung sữa trong nội địa đang tăng trưởng mạnh mẽ. Do đó, chúng tôi tin rằng điều này cũng sẽ ảnh hưởng không lớn đến giá bột sữa toàn cầu.

Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy VNM sẽ phải đối mặt với một thách thức mới từ biến động tỷ giá khi 50% nguyên liệu sữa của VNM được nhập khẩu từ Châu Âu để sản xuất sữa bột và bột dinh dưỡng. Tỷ giá USD/VND đã tăng lên mức 24.835 đồng (+8,7% so với đầu năm). Do vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng giá bột sữa nguyên liệu xuống lần lượt 2,8%/3,8%, đồng thời tăng dự phóng tỷ giá lên 3,2%/5,2%, do đó biên LN gộp dự phóng gần như không thay đổi so với trước đó trong 2022/23. Chúng tôi cho rằng giá nguyên liệu thấp hơn sẽ bù đắp cho mức ảnh hưởng từ biến động tỷ giá đến biên LN gộp trong 2023.

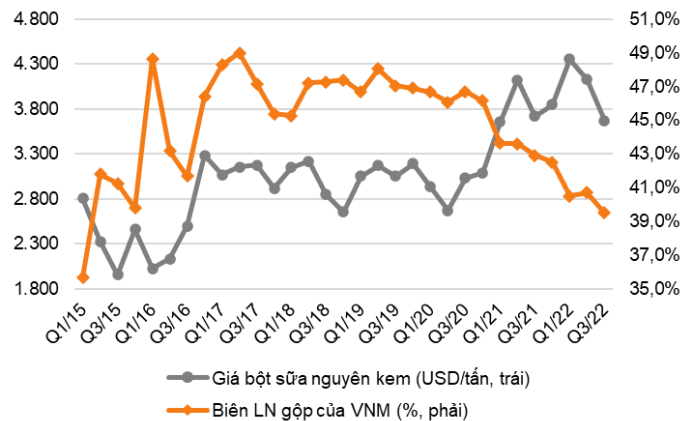
Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp tăng lên mức 43,4% (+1,5 điểm % svck) trong năm 2023 và 44,9% (+1,5 điểm % svck) trong năm 2024. Do đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của VNM giảm 11,4% svck trong năm 2022 trước khi phục hồi 9,9% svck năm 2023 và tăng 11,4% svck năm 2024.

Hình 3: Dự báo sản lượng sản xuất và tiêu thụ bột sữa nguyên kem toàn cầu trong giai đoạn 2022-31 (đơn vị: triệu lít)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, OECD

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp của VNM và giá bột sữa nguyên kem toàn cầu từ Q1/15 đến Q3/22



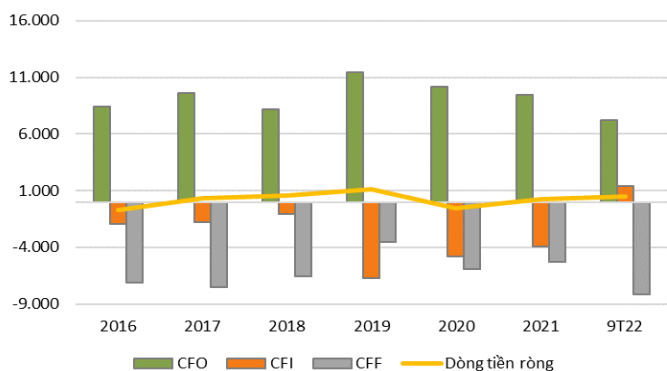
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GLOBAL DAIRY TRADE

Sức khỏe tài chính tốt trong bối cảnh tăng lãi suất và biến động tỷ giá

VNM duy trì sức khỏe tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt ròng cao (10.718đ/cp) và đòn bẩy tài chính ở mức thấp (0,3) lần giúp công ty giảm rủi ro do tăng lãi suất và biến động tỷ giá. Doanh nghiệp vay ngắn hạn chủ yếu bằng đồng USD tại ngân hàng với lãi suất thả nổi, chiếm 98% tổng nợ vay ngắn hạn. Trong 9T22, VNM ghi nhận lỗ tỷ giá tương đương 152 tỷ đồng (+642% svck) và chi phí lãi vay 50 tỷ đồng (+105% svck) và do biến động tỷ giá và lãi suất tăng. Do đó chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng thu nhập tài chính ròng của doanh nghiệp xuống 8,8% trong năm 2022 so với dự báo cũ.

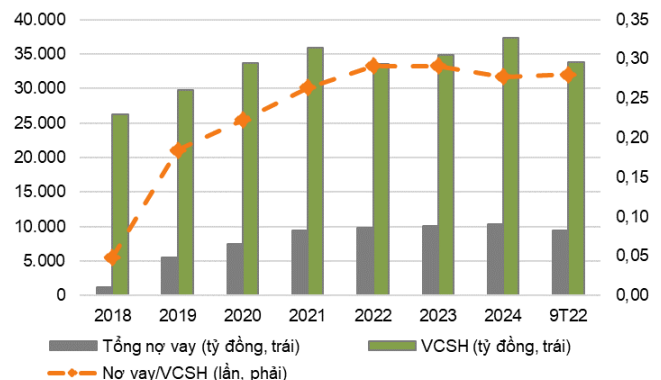
Với năm 2023, chúng tôi kỳ vọng thu nhập tài chính ròng tăng 36,0% svck do lỗ tỷ giá hồi đoái giảm và lãi suất ổn định hơn.

Hình 5: Dòng tiền thuần của VNM (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: Tỷ lệ nợ vay/VCSH dự kiến sẽ duy trì ở mức thấp trong năm 2023-2024



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Thay đổi dự phóng trong giai đoạn 2022-2024

Hình 7: Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2022-24

Tỷ đồng	2022			2023			2024			Chú thích
	Cũ	Mới	Thay	Cũ	Mới	Thay	Cũ	Mới	Thay	
Doanh thu	63.946	63.009	-1,5%	66.359	65.356	-1,5%	69.487	68.403	-1,6%	
Nội địa	53.009	53.009	0,0%	54.600	54.600	0,0%	56.800	56.800	0,0%	
Nước ngoài	10.937	9.999	-8,6%	11.759	10.756	-8,5%	12.687	11.603	-8,5%	Chúng tôi hạ dự báo doanh thu xuất khẩu xuống 14,3%/14,3%/16% trong năm 2022/23/24 nhằm phản ánh nhu cầu thấp hơn dự kiến ở thị trường Trung Đông trong năm 2022.
Lợi nhuận gộp	26.768	26.406	-1,4%	28.941	28.395	-1,9%	30.961	30.708	-0,8%	
Biên LNG	41,9%	41,9%	0,0đ %	43,6%	43,4%	-0,2đ %	44,6%	44,9%	0,3đ %	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo giá bột sữa nguyên kem xuống 2,8%/3,8%/3,8% đồng thời tăng dự báo tỷ giá hối đoái lên 3,2%/5,2%/3,0%, do đó biên LN gộp dự phóng thay đổi 0,0/-0,2/0,3 điểm % trong 2022/23/24.
Chi phí bán hàng và QLDN	16.135	15.533	-3,7%	16.904	16.649	-1,5%	17.701	17.425	-1,6%	
% chi phí BH & QLDN so với doanh thu	25,2%	24,7%	-0,6đ %	25,5%	25,5%	0,0đ %	25,5%	25,5%	0,0đ %	Hạ tỷ lệ % chi phí BH&QLDN/doanh thu xuống 0,6% so với dự phóng trước đó, phù hợp với số liệu 9T22.
EBIT	10.633	10.873	2,3%	12.036	11.746	-2,4%	13.260	13.283	0,2%	
Biên EBIT	16,6%	17,3%	0,6đ %	18,1%	18,0%	-0,2đ %	19,1%	19,4%	0,3đ %	
Thu nhập tài chính	858	782	-8,8%	922	1.064	15,3%	992	977	-1,6%	
Doanh thu tài chính	1.340	1.382	3,1%	1.423	1.457	2,4%	1.509	1.486	-1,6%	
Chi phí tài chính	482	600	24,4%	501	393	-21,5%	517	509	-1,5%	
Chi phí lãi vay	386	191	-50,6%	403	297	-26,4%	415	408	-1,7%	Do ảnh hưởng của việc tăng lãi suất thấp hơn trong 9T22, chúng tôi hạ dự báo lãi suất 2% điểm / 1% điểm trong năm tài chính 22 / 23F so với dự báo trước đó. Do đó, dự báo chi phí lãi vay trong năm tài chính 22 / 23F sẽ giảm 50,6% / 26,4%.
Lỗ tỷ giá	71	252	254,9%	72	72	0,2%	73	76	3,4%	Chúng tôi điều chỉnh mức lỗ tỷ giá của công ty trong năm 2022 lên 254,9% so với dự phóng trước đó do chúng tôi cho rằng VNM sẽ bị ảnh hưởng từ mức tỷ giá đang tăng cao như hiện nay.
LN trước thuế (LNTT)	11.445	11.609	1,4%	12.911	12.763	-1,1%	14.205	14.213	0,1%	
Biên LNTT	17,9%	18,4%	0,5đ %	19,5%	19,5%	0,1đ %	20,4%	20,8%	0,3đ %	
LN ròng (LNR)	9.200	9.332	1,4%	10.379	10.260	-1,1%	11.419	11.425	0,1%	
Biên LNR	14,4%	14,8%	0,4đ %	15,6%	15,7%	0,1đ %	16,4%	16,7%	0,3đ %	
EPS pha loãng (VND)	3.962	4.019	1,4%	4.470	4.419	-1,1%	4.918	4.921	0,1%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hạ đánh giá xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn ở mức 86.800đ/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa mô hình DCF (lãi suất phi rủi ro 4,0%, tăng trưởng dài hạn 2,0%) và định giá P/E. Chúng tôi tăng giá mục tiêu từ 85.400đ/cp lên 86.800đ/cp (tiềm năng tăng giá 11%) do chuyển mô hình định giá DCF sang năm 2023. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu là 19,6 lần trong năm 2023 theo mức P/E trung bình của các nhà sản xuất sữa lớn trên thế giới.

Giá cổ phiếu VNM tăng 14,6% kể từ ngày 7/10, vượt trội hơn so với chỉ số VN-Index (-1,7%), do đó chúng tôi cho rằng mức đã tăng giá gần đây đã phản ánh triển vọng tăng trưởng LN ròng của DN trong giai đoạn 2023-24. Vì vậy, chúng tôi hạ đánh giá từ Khả quan xuống Trung lập.

Rủi ro 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.

Hình 8: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	87.051	50%	43.525
P/E	86.610	50%	43.305
Giá trung bình (đồng)			86.830
Giá mục tiêu 2023 (Làm tròn)			86.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Định giá P/E

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS năm 2023 (tỷ đồng)	10.260
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
EPS pha loãng 2023 (đồng)	4.419
P/E trung bình của các nhà sản xuất sữa khu vực (lần)	19,6
Mức chiết khấu phản ánh LN ròng tăng trưởng kém khả quan	0%
Hệ số P/E mục tiêu (lần)	19,6
Định giá 2023 (đồng)	86.610

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Phương pháp định giá dòng tiền FCFF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	96.194
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	71.799
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	167.993
Nợ ròng 2021 (tỷ đồng)	13.916
Giá trị vốn (tỷ đồng)	181.909
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
Giá trị vốn/CP (đồng)	87.051
WACC	10,6%
Chi phí vốn	12,6%
Tăng trưởng dài hạn	2,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Tóm tắt dự báo dòng tiền FCFF (Đơn vị: tỷ đồng)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	12.263	11.760	10.873	11.746	13.283	14.093	14.917	15.702	16.527	17.366	18.244	19.164	20.128
Khấu hao	2.209	2.121	1.744	1.795	1.858	1.927	2.001	2.081	2.166	2.257	2.354	2.456	2.565
Đầu tư tài sản cố định	(1.265)	(1.531)	(1.292)	(1.699)	(1.778)	(1.862)	(1.971)	(2.079)	(2.193)	(2.312)	(2.438)	(2.571)	(2.711)
Thay đổi vốn lưu động	(2.624)	(2.563)	(796)	(213)	(276)	(292)	(377)	(376)	(397)	(416)	(439)	(463)	(489)
Dòng tiền tự do	10.583	9.787	10.529	11.630	13.086	13.865	14.571	15.328	16.103	16.895	17.722	18.587	19.493
Chi phí thuế	(2.283)	(2.290)	(2.057)	(2.262)	(2.518)	(2.671)	(2.827)	(3.003)	(3.166)	(3.330)	(3.501)	(3.681)	(3.869)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	8.300	7.498	8.472	9.368	10.568	11.194	11.744	12.325	12.937	13.566	14.221	14.906	15.624
Giá trị năm cuối mô hình													177.736
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8.300	7.498	8.472	9.368	9.556	9.152	8.681	8.238	7.819	7.413	7.026	6.660	6.311
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình													71.799

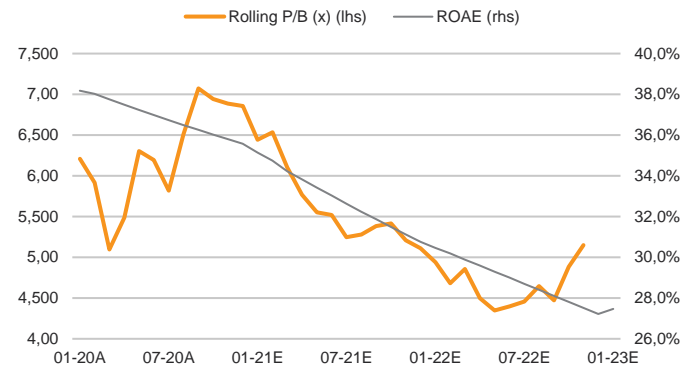
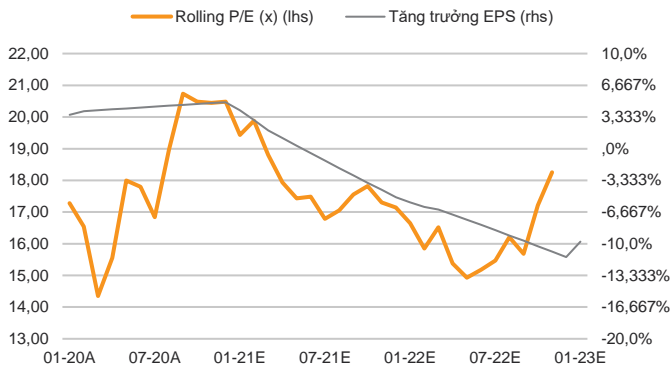
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: So sánh với các DN khác trong ngành (dữ liệu ngày 09/11/2022)

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr USD)	Tăng trưởng EPS 3 năm	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)	
							2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH	N/a	10	N/a	1.885	21,5	20,5	17,1	1,6	1,5	7,5	8,2	2,7	3,0
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK	N/a	30	N/a	15.116	20,7	18,7	16,0	2,7	2,4	15,1	15,0	6,0	6,2
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH	N/a	28	N/a	24.459	10,8	18,4	15,0	3,4	3,1	18,9	20,3	9,2	10,2
MEIJI Holdings Co Ltd	2269 JP	N/a	6.180	N/a	6.218	13,5	15,5	15,0	1,2	1,2	8,4	8,2	5,0	5,0
Nestle Malaysia Bhd	NESZ MK	N/a	132	N/a	6.537	(4,2)	47,0	42,4	53,5	51,4	111,3	119,6	21,3	22,7
Megmilk Snow Brand Co Ltd	2270 JP	N/a	1.624	N/a	779	5,7	12,6	12,1	0,5	0,5	4,1	4,2	3,7	3,4
Trung bình						11,3	22,1	19,6	10,5	10,0	27,5	29,2	8,0	8,4
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	Trung lập	80.000	86.800	6.916	1,0%	19,9	18,1	5,0	4,8	27,2	30,2	21,6	23,3

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	63.009	65.356	68.403
Giá vốn hàng bán	(36.603)	(36.961)	(37.695)
Chi phí quản lý DN	(1.873)	(1.830)	(1.915)
Chi phí bán hàng	(13.660)	(14.819)	(15.510)
LN hoạt động thuần	10.873	11.746	13.283
EBITDA thuần	12.617	13.541	15.141
Chi phí khấu hao	(1.744)	(1.795)	(1.858)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	10.873	11.746	13.283
Thu nhập lãi	1.382	1.457	1.486
Chi phí tài chính	(600)	(393)	(509)
Thu nhập ròng khác	(2)	(2)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	(45)	(45)	(45)
LN trước thuế	11.609	12.763	14.213
Thuế	(2.057)	(2.262)	(2.518)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(220)	(242)	(269)
LN ròng	9.332	10.260	11.425
Thu nhập trên vốn	9.332	10.260	11.425
Cổ tức phổ thông	(8.046)	(8.046)	(8.046)
LN giữ lại	1.286	2.214	3.379

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	2.944	2.937	4.520
Đầu tư ngắn hạn	21.738	23.397	24.488
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.978	6.200	6.490
Hàng tồn kho	7.561	7.843	8.208
Các tài sản ngắn hạn khác	237	246	258
Tổng tài sản ngắn hạn	38.458	40.624	43.963
Tài sản cố định	12.808	12.015	11.278
Tổng đầu tư	772	773	774
Tài sản dài hạn khác	2.067	2.135	2.226
Tổng tài sản	54.105	55.547	58.242
Vay & nợ ngắn hạn	9.703	10.065	10.260
Phải trả người bán	4.358	4.521	4.732
Nợ ngắn hạn khác	3.475	3.604	3.772
Tổng nợ ngắn hạn	17.537	18.190	18.764
Vay & nợ dài hạn	78	81	85
Các khoản phải trả khác	2.743	2.177	1.843
Vốn điều lệ và	20.900	20.900	20.900
LN giữ lại	7.947	9.134	11.371
Vốn chủ sở hữu	33.257	34.609	37.059
Lợi ích cổ đông thiểu số	490	490	490
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	54.105	55.547	58.242

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
LN trước thuế	11.609	12.763	14.213
Khấu hao	2.486	1.755	1.806
Thuế đã nộp	(2.057)	(2.262)	(2.518)
Các khoản điều chỉnh khác	(711)	(992)	(905)
Thay đổi VLĐ	(796)	(213)	(276)
LC tiền thuần HKKD	10.530	11.052	12.319
Đầu tư TSCĐ	(1.292)	(1.699)	(1.778)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	15	16	23
Các khoản khác	(745)	(1.660)	(1.092)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(190)	(33)	(43)
LC tiền từ HĐĐT	(2.212)	(3.377)	(2.890)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	324	364	199
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(8.046)	(8.046)	(8.046)
LC tiền thuần HĐTC	(7.723)	(7.682)	(7.847)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.349	2.944	2.937
LC tiền thuần trong năm	595	(7)	1.582
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.944	2.937	4.520

Các chỉ số cơ bản

	12-22E	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	14,8%	15,7%	16,7%
Vòng quay TS	1,17	1,19	1,20
ROAA	17,4%	18,7%	20,1%
Đòn bẩy tài chính	1,57	1,62	1,59
ROAE	27,2%	30,2%	31,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	25,9	25,9	26,0
Số ngày nắm giữ HTK	75,4	77,4	79,7
Số ngày phải trả tiền bán	43,5	44,6	45,9
Vòng quay TSCĐ	4,73	5,27	5,87
ROIC	21,4%	22,7%	23,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,2	2,2	2,3
Khả năng thanh toán nhanh	1,8	1,8	1,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,4	1,4	1,5
Vòng quay tiền	57,9	58,7	59,7
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	3,4%	3,7%	4,7%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(7,5%)	8,0%	13,1%
Tăng trưởng LN ròng	(11,4%)	9,9%	11,4%
Tăng trưởng EPS	(11,4%)	9,9%	11,4%

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.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@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>