CTCP Sữa Việt Nam - VNM

Trung lập

Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ Q3/23

Hàng tiêu dùng | CẬP NHẬT

Giá mục tiêu (12T)
VND77.300

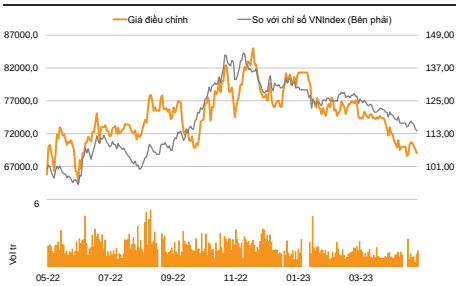
Consensus*: Mua:8 Giữ:6 Bán:2

Giá mục tiêu / Consensus: -3.6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo
- Tăng EPS năm 2023-24 3,9%%/4,3%

Khuyến nghị cũ	Trung lập
Giá mục tiêu cũ	VND82.000
Giá thị trường	VND69.000
Cao nhất 52 tuần (VND)	85.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	64.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	85.882
Thị giá vốn (tỷ VND)	145.461
Free float	33%
Tỷ suất cổ tức	5,53%
P/E trượt (x)	16,9
P/B hiện tại (x)	4,46

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT 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: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Hà Thu Hiền
hien.hathu@vndirect.com.vn

- VNM ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng giảm 18% svck trong Q1/23, hoàn thành 19,6% so với dự phóng của chúng tôi do biên LN gộp vẫn đang chịu áp lực từ chi phí đầu vào cao.
- Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của VNM cải thiện từ Q3/23, kéo theo biên LN gộp năm 2023-24 cải thiện 0,9 điểm/1,1 điểm % svck.
- Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn là 77.300/cp.

KQKD Q1/23: Doanh thu đi ngang trong khi biên LN gộp tiếp tục thu hẹp

VNM ghi nhận doanh thu (DT) đi ngang (+0,7% svck) trong Q1/23 do tổng doanh thu từ các thị trường nước ngoài tăng 9,4% svck đã bù đắp cho mức giảm 1,4% svck từ doanh thu nội địa. Biên LN gộp thu hẹp 1,7 điểm % svck trong Q1/23 xuống 38,8% và đi ngang so với Q4/22 do VNM chốt giá bột sữa nguyên liệu trong 6T23 cao hơn so với 6T22. Bên cạnh đó, chi phí bán hàng tăng 11,6% svck trong Q1/23 do công ty tăng cường các hoạt động khuyến mại trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt trên thị tường nội địa. Do đó, LN ròng của VNM giảm 18% trong Q1/23, hoàn thành 19,6% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp cải thiện từ Q3/23

Giá bột sữa nguyên kem ngày 02/05 đã giảm 17,5% svck. Theo đó, chúng tôi ước tính VNM đã chốt giá bột sữa nguyên liệu cho tháng 7-8 ở mức thấp hơn 20% svck. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ sử dụng nguyên liệu có chi phí thấp hơn từ Q3/23 giúp biên LN gộp cải thiện 3,1 điểm % svck lên 42,3% trong nửa cuối năm (dựa trên giả định giá bột sữa nguyên kem đầu vào giảm 15% svck). Trong 2023 chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên kem giảm 5% svck do nhu cầu nhập khẩu bột sữa từ Trung Quốc giảm cùng với nhu cầu tiêu thụ sữa toàn cầu có thể yếu đi trong ngắn hạn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của VNM cải thiện 0,9 điểm % svck lên 40,8% trong năm 2023.

Hạ dự phóng lợi nhuận ròng 2023-24 xuống 3,9%/4,3%

Do Q1 thường chiếm 24% tổng LN cả năm, chúng tôi hạ dự phóng LN ròng xuống 3,9%/4,3% do KQKD Q1/23 thấp hơn dự phóng. Chúng tôi điều chỉnh dựa trên 1) hạ dự phóng biên LN gộp xuống 1,0%/1,1% do chi phí nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến (giá sữa tươi mua từ nông dân và giá đường) và 2) tăng dự phóng chi phí tài chính lên 24,9%/1,5% do lỗ tỷ giá cao hơn dự kiến. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của VNM cải thiện 6,6%/8,1% svck trong 2023-24.

Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn là 77.300 đ/cp

Giá mục tiêu của VNM hạ xuống 5,7% do chúng tôi hạ dự phóng EPS năm 2023-24 xuống 3,9%/4,3%. 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	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	60.919	59.956	62.471	64.323
Tăng trưởng DT thuần	2,2%	(1,6%)	4,2%	3,0%
Biên lợi nhuận gộp	43,1%	39,9%	40,8%	41,9%
Biên EBITDA	24,8%	20,5%	21,1%	22,0%
LN ròng (tỷ)	10.532	8.517	9.077	9.812
Tăng trưởng LN ròng	(5,1%)	(19,1%)	6,6%	8,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.040	4.076	4.344	4.695
EPS điều chỉnh	4.546	3.634	3.872	4.186
BVPS	16.905	15.469	15.881	16.342
ROAE	30,8%	25,2%	27,7%	29,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ Q3/23

KQKD Q1/23: DT đi ngang trong khi biên LN gộp tiếp tục thu hẹp

Hình 1: KQKD Q1/23

Tỷ đồng	Q1/23	Q1/22	% svck	Dự phòng 2023	% so với dự phóng của chúng tôi	Chú thích
Doanh thu	**13.981**	**13.878**	**0,7%**	**61.168**	**22,9%**	
Nội địa	11.491	11.657	-1,4%	51.208	22,4%	Doanh thu nội địa giảm 1,4% svck phù hợp với dự phóng của chúng tôi trong Q1/23 do chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ sẽ bị ảnh hưởng trong 6T23. Trong khi đó, MCM ghi nhận doanh thu tăng 8,8% svck (đóng góp 6% vào tổng doanh thu của VNM) nhờ 1) tăng độ nhận diện thương hiệu thông qua việc thay đổi bao bì và đa dạng hóa danh mục sản phẩm, 2) tăng số lượng điểm bán hàng lên 10% so với năm 2022.
Nước ngoài	2.428	2.220	9,4%	9.960	24,4%	
Xuất khẩu	1.225	1.139	7,5%	5.170	23,7%	Doanh thu xuất khẩu tăng 7,5% svck kết thúc đà giảm trong 2 quý liên tiếp. Chúng tôi cho rằng kết quả tích cực này đến từ việc 1) VNM tích cực tham gia các hội chợ thương mại quốc tế nhằm quảng bá thương hiệu và 2) công ty tăng cường hoạt động gia công (sản xuất sữa bột bao 25kg để đóng gói tại các nước xuất khẩu) nhằm tiết kiệm chi phí và giảm giá bán. Trong Q1/23, công ty đã ký tổng giá trị các hợp đồng khoảng 100 triệu USD, chủ yếu xuất khẩu sang thị trường Trung Đông. Theo kế hoạch của ban lãnh đạo, các hợp đồng này sẽ được thực hiện trong 6T23.
Công ty con tại nước ngoài	1.203	1.081	11,3%	4.790	25,1%	Doanh thu Driftwood (tại Mỹ) tăng 7% svck trong Q1/23 nhờ 1) nhu cầu phục hồi tại kênh trường học trong khi Q1/22 vẫn bị ảnh hưởng bởi Covid-19 và 2) hoạt động du lịch phục hồi kéo theo doanh thu từ kênh nhà hàng, khách sạn (chiếm 20-25% doanh thu VNM). Trong khi đó, doanh thu của AngkorMilk (tại Campuchia) tăng 11% svck nhờ tăng số lượng điểm bán trong 2022.
Lợi nhuận gộp	**5.398**	**5.625**	**-4,0%**	**25.582**	**21,1%**	
Biên LN gộp	38,8%	40,5%	-1,7đ %	41,8%	-3,0đ %	Biên LN gộp giảm 1,9 điểm % svck do 1) VNM chốt giá bột sữa nguyên liệu cho 6T23 cao hơn so với 6T22 (theo ban lãnh đạo), 2) giá thu mua sữa tươi từ nông dân tăng 7% so với Q1/22 và 3) giá đường thế giới tăng cao. Trong Q1/23, tổng chi phí nguyên liệu của VNM tăng 3,7% svck.
Chi phí bán hàng và QLDN	**3.331**	**3.005**	**10,8%**	**14.892**	**22,4%**	
% chi phí BH & QLDN so với doanh thu	23,8%	21,7%	2,2đ %	24,3%	-0,5đ %	
Chi phí bán hàng	2.942	2.636	11,6%	13.179	22,3%	
% chi phí bán hàng/doanh thu	21,0%	19,0%	2,0đ %	21,5%	-0,5đ %	Trong Q1/23 VNM tăng chi phí khuyến mại lên 22,3% svck kéo theo % chi phí khuyến mại/doanh thu tăng 2,8 điểm % svck. Theo ban lãnh đạo, trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ yếu và cạnh tranh giữa các nhãn hàng tăng cao, VNM đã tăng cường hoạt động khuyến mại cho các nhà bán lẻ để duy trì số lượng điểm bán hàng truyền thống và độ nhận diện thương hiệu.
Chi phí quản lý DN	389	369	5,4%	1.713	22,7%	
Chi phí quản lý DN/doanh thu	2,8%	2,7%	0,1đ %	2,8%	0,0đ %	
EBIT	**2.067**	**2.620**	**-21,1%**	**10.690**	**19,3%**	
Biên EBIT	14,8%	18,9%	-4,1đ %	17,5%	-2,7đ %	
LN trước thuế (LNTT)	**2.312**	**2.764**	**-16,4%**	**11.755**	**19,7%**	
Biên LNTT	16,5%	19,9%	-3,4đ %	19,1%	-2,6đ %	
Thuế TNDN	**406**	**481**	**-15,6%**	**2.083**	**19,5%**	
Thuế suất TNDN	17,6%	17,4%	0,2đ %	17,7%	-0,2đ %	
LN ròng (LNR)	**1.857**	**2.266**	**-18,0%**	**9.450**	**19,6%**	
Biên LNR	13,3%	16,3%	-3,0đ %	15,7%	-2,5đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

[10/05/2023] Những điểm chính trong buổi họp với Chuyên viên phân tích và Nhà đầu tư Tổ chức

- Theo ban lãnh đạo, kết quả kinh doanh tháng 4 vẫn chưa khả quan với doanh thu đi ngang svck do thời tiết ở miền Trung và miền Bắc chưa vào mùa nắng nóng. Tuy nhiên công ty kỳ vọng doanh thu sẽ tăng vào tháng 5 nhờ 1) mùa bán hàng cao điểm năm 2023 lệch một tháng so với 2022 do thời tiết chưa vào mùa nắng nóng và 2) các chiến lược quảng cáo khuyến mại triển khai từ Q1/23 bắt đầu đem lại hiệu quả.

- Doanh thu xuất khẩu có tín hiệu phục hồi trong Q1/23. VNM đã ký tổng giá trị hợp đồng 100 triệu USD cho 6T23 và sẽ tiếp tục thúc đẩy hoạt động xuất khẩu trong nửa cuối năm. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu tổng giá trị hợp đồng xuất khẩu ký được đạt 220 triệu USD trong 2023.

- VNM vẫn còn đối mặt với áp lực cạnh tranh trong ngành hàng sữa bột và sữa nước. Do đó, công ty đã có kế hoạch tăng cường lợi thế cạnh tranh như 1) rà soát lại toàn bộ các dòng sản phẩm chính nhằm đảm bảo duy trì chất lượng vượt trội hơn so với các đối thủ cạnh tranh, 2) cải tiến ra mắt sản phẩm mới và 3) tăng cường truyền thông, quảng bá sản phẩm.

- Công ty vẫn còn tồn kho hàng nguyên liệu đầu vào giá cao, kỳ vọng nguyên liệu giá thấp hơn sẽ được đưa vào sử dụng kể từ Q3/23.

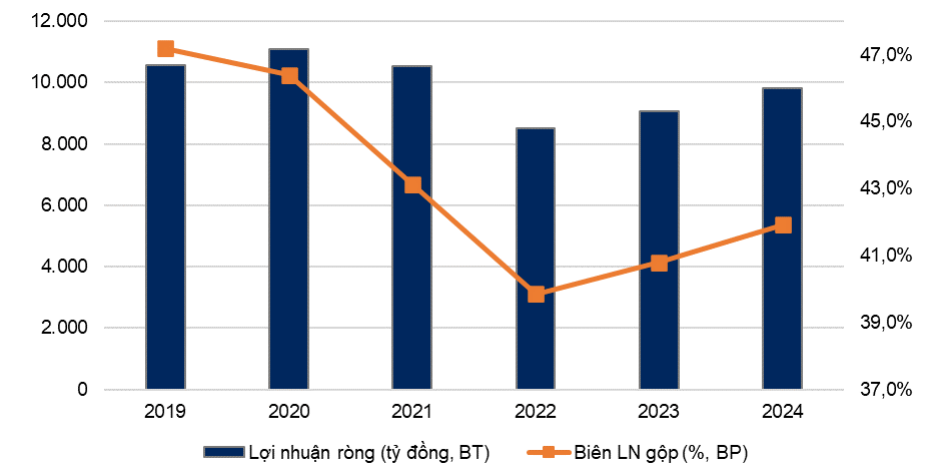
- Chi phí quảng cáo sẽ tiếp tục tăng trong Q2 – Q3/23 nhằm thúc đẩy doanh thu trong mùa tiêu thụ cao điểm.

Kỳ vọng lợi nhuận phục hồi từ năm 2023

Chúng tôi nhận thấy VNM đang tập trung hơn vào hoạt động marketing trong Q1/23 với chi phí khuyến mại tăng 22,3% svck, tương đương 15,8% doanh thu thuần. Chúng tôi cho rằng bước đi này là phù hợp với công ty trong bối cảnh VNM đang gặp áp lực cạnh tranh trong nhiều ngành hàng. Tuy nhiên các đối thủ cạnh tranh khác cũng đang tích cực ra mắt các sản phẩm mới cùng các chính sách khuyến mại hấp dẫn. Ví dụ như TH Truemilk vừa cho ra mắt sản phẩm sữa cacao lúa mạch TH true Chocomalt Mistori với bao bì bắt mắt và phù hợp với khẩu vị của trẻ em (theo quan điểm của chúng tôi). Trong khi đó, IDP cũng tung ra chương trình tích thẻ Kun trong mỗi lốc sữa để đổi những phần quà hấp dẫn như quạt tay, balo hoặc bóng phản quang. Chúng tôi cho rằng chương trình khuyến mãi này đã thành công trong việc thu hút sự chú ý của khách hàng mục tiêu (trẻ em từ 3-11 tuổi) góp phần vào mức tăng trưởng doanh thu 26,5% svck của IDP trong Q1/23. Do đó, trong bối cảnh thị trường sữa trong nước cạnh tranh khốc liệt và nhu cầu tiêu thụ chưa phục hồi, chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ duy trì thị phần không đổi trong 2023-24 với sản lượng bán trong nước gần như đi ngang trong 2023 và tăng 1% svck trong 2024. Trong khi đó, giá bán bình quân dự phóng tăng 3,0%/1,0% trong giai đoạn 2023-24. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần của VNM tăng 4,2%/3,0% svck trong năm 2023-24.

Trong khi đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp của VNM đạt 40,8% (+0,9 điểm % svck) trong 2023 và 41,9% (+1,1 điểm % svck) trong 2024, chủ yếu nhờ giá bột sữa nguyên kem giảm 5%/1% svck. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của VNM sẽ phục hồi 6,6% svck trong 2023 và 8,1% svck trong 2024. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của VNM sẽ tăng 15,8% svck trong Q2-Q4/23.

Hình 2: Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của VNM cải thiện 6,6%/8,1% svck trong 2023-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Thay đổi dự phóng 2023-24

Hình 3: 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**	**61.168**	**62.471**	**2,1%**	**63.496**	**64.323**	**1,3%**	
Nội địa	50.701	51.208	52.222	2,0%	52.755	53.272	1,0%	Chúng tôi tăng dự phóng giá bán lẻ bình quân năm 2023 lên 3% so với dự phóng trước đó để phù hợp với ước tính của ban lãnh đạo. Tuy nhiên chúng tôi hạ dự phóng sản lượng bán nội địa xuống 1%/1% do chúng tôi cho rằng các chiến lược quảng cáo và truyền thông sẽ có hiệu quả chậm hơn so với dự kiến.
Nước ngoài	9.255	9.960	10.249	2,9%	10.741	11.051	2,9%	
Lợi nhuận gộp	**23.897**	**25.582**	**25.483**	**-0,4%**	**27.334**	**26.966**	**-1,3%**	
Biên LNG	39,9%	41,8%	40,8%	-1,0đ %	43,0%	41,9%	-1,1đ %	Chúng tôi nâng dự phóng chi phí nguyên vật kiệu lên 8,9%/8,1% do giá thu mua sữa tươi nguyên liệu từ nông dân và giá đường cao hơn dự kiến.
Chi phí bán hàng và QLDN	**14.144**	**14.892**	**15.210**	**2,1%**	**15.459**	**15.660**	**1,3%**	
% chi phí BH & QLDN so với doanh thu	23,6%	24,3%	24,3%	0,0đ %	24,3%	24,3%	0,0đ %	
Chi phí tài chính	**618**	**307**	**383**	**24,9%**	**295**	**300**	**1,5%**	
Chi phí lãi vay	166	215	242	12,7%	200	204	1,8%	Chúng tôi nâng lãi suất dự phóng lên 0,5 điểm % nhằm phù hợp với số liệu trong Q1/23.
Lỗ tỷ giá	280	68	117	71,6%	70	71	1,4%	Chúng tôi nâng dự phóng lỗ tỷ giá lên 71,6%/1,4% do lỗ tỷ giá trong Q1/23 cao hơn dự kiến trong bối cảnh môi trường lãi suất ổn định.
EBIT	**9.753**	**10.690**	**10.273**	**-3,9%**	**11.875**	**11.305**	**-4,8%**	
Biên EBIT	16,3%	17,5%	16,4%	-1,0đ %	18,7%	17,6%	-1,1đ %	
LN trước thuế (LNTT)	**10.497**	**11.755**	**11.291**	**-3,9%**	**12.841**	**12.288**	**-4,3%**	
Biên LNTT	17,5%	19,2%	18,1%	-1,1đ %	20,2%	19,1%	-1,1đ %	
LN ròng (LNR)	**8.517**	**9.450**	**9.077**	**-3,9%**	**10.253**	**9.812**	**-4,3%**	
Biên LNR	14,2%	15,4%	14,5%	-0,9đ %	16,1%	15,3%	-0,9đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn là 77.300 đ/cp

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa phương pháp DCF và định giá P/E. Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 5,7% sau khi điều chỉnh giảm EPS năm 2023-24 xuống 3,9%/4,3%.

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 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	78.757	50%	39.378
P/E	75.897	50%	37.948
Giá trung bình (đồng)			77.327
Giá mục tiêu 2023 (Làm tròn)			**77.300**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Định giá P/E

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS năm 2023 (tỷ đồng)	**9.077**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
EPS pha loãng 2023 (đồng)	3.872
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)	**75.897**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Phương pháp định giá dòng tiền FCFF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	86.424
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	63.373
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	149.797
Nợ ròng 2021 (tỷ đồng)	14.781
Giá trị vốn (tỷ đồng)	164.578
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
Giá trị vốn/CP (đồng)	**78.757**
WACC	10,3%
Chi phí vốn	11,2%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: 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	9.753	10.273	11.305	13.136	13.860	14.533	15.237	15.944	16.680	17.447	18.245
Khấu hao	2.209	2.121	1.617	1.637	1.628	1.623	1.620	1.618	1.618	1.619	1.622	1.627	1.634
Đầu tư tài sản cố định	(1.265)	(1.531)	(1.457)	(1.437)	(1.672)	(1.723)	(1.795)	(1.864)	(1.936)	(2.011)	(2.088)	(2.170)	(2.255)
Thay đổi vốn lưu động	-2623,89	-2563,25	-1100,91	-1158,25	-391,416	-83,8052	-117,521	-113,306	-118,594	-122,246	-127,8	-133,654	-139,826
Dòng tiền tự do	10.583	9.787	8.812	9.315	10.870	12.951	13.567	14.174	14.800	15.431	16.087	16.770	17.484
Chi phí thuế	(2.283)	(2.290)	(1.918)	(2.001)	(2.245)	(2.491)	(2.691)	(2.759)	(2.986)	(3.031)	(3.270)	(3.318)	(3.579)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	8.300	7.498	6.894	7.314	8.624	10.461	10.877	11.415	11.814	12.400	12.816	13.453	13.905
Giá trị năm cuối mô hình													153.081
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8.300	7.498	6.894	7.314	7.819	8.599	8.106	7.713	7.238	6.888	6.455	6.143	5.757
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình													63.373

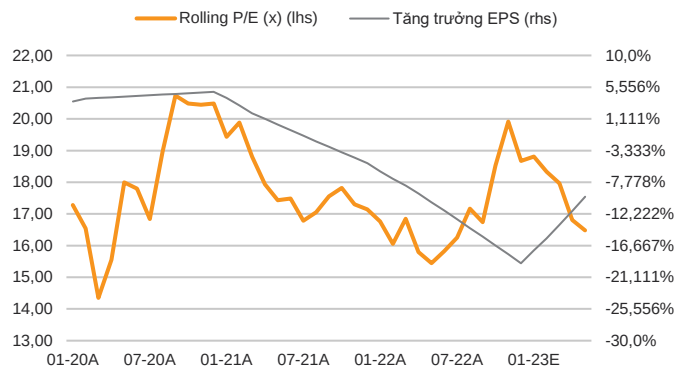
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

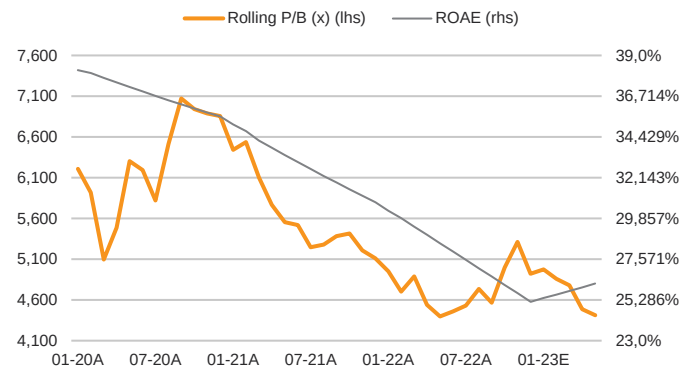
Hình 8: So sánh với các DN khác trong ngành (dữ liệu ngày 15/05/2023)

Công ty sản xuất sữa	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US$)	Tăng trưởng EPS 3 năm	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)		ROA (%)	
							2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH	N/a	11,22	N/a	2.225	(9,3)	21,5	20,4	1,8	1,7	7,9	8,4	2,6	2,8
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK	N/a	32,15	N/a	16.219	11,0	17,9	15,5	2,4	2,2	14,1	14,8	5,2	5,8
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH	N/a	30,26	N/a	27.857	9,2	17,0	14,9	3,4	3,0	20,0	21,1	8,9	10,0
MEIJI Holdings Co Ltd	2269 JP	N/a	3315	N/a	7.155	4,4	17,8	16,0	1,3	1,2	7,6	7,9	4,6	4,8
A2 Milk Co Ltd	A2M AU	N/a	5,3		2.560	2,0	24,0	22,8	3,4	3,0	12,3	13,5	9,8	11,4
Trung bình						3,4	19,6	17,9	2,5	2,2	12,4	13,1	6,2	7,0
CTCP Sữa Việt Nam	**VNM VN**	**Trung lập**	**69.600**	**77.300**	**6.150**	**(6,8)**	**18,0**	**16,6**	**4,3**	**4,2**	**27,7**	**29,1**	**19,0**	**20,5**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá





Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	59.956	62.471	64.323
Giá vốn hàng bán	(36.059)	(36.989)	(37.357)
Chi phí quản lý DN	(1.596)	(1.749)	(1.801)
Chi phí bán hàng	(12.548)	(13.460)	(13.859)
LN hoạt động thuần	**9.753**	**10.273**	**11.305**
EBITDA thuần	11.370	11.910	12.933
Chi phí khấu hao	**(1.617)**	**(1.637)**	**(1.628)**
LN HĐ trước thuế & lãi vay	**9.753**	**10.273**	**11.305**
Thu nhập lãi	1.381	1.427	1.308
Chi phí tài chính	(618)	(383)	(300)
Thu nhập ròng khác	4	(2)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	(24)	(24)	(24)
LN trước thuế	**10.497**	**11.291**	**12.288**
Thuế	(1.918)	(2.001)	(2.245)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(62)	(214)	(231)
LN ròng	**8.517**	**9.077**	**9.812**
Thu nhập trên vốn	8.517	9.077	9.812
Cổ tức phổ thông	(8.046)	(8.046)	(8.046)
LN giữ lại	**471**	**1.030**	**1.765**

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	2.300	2.181	2.683
Đầu tư ngắn hạn	17.414	17.492	18.010
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.100	5.963	6.140
Hàng tồn kho	5.538	5.138	5.291
Các tài sản ngắn hạn khác	243	2.105	3.482
Tổng tài sản ngắn hạn	**31.595**	**32.879**	**35.606**
Tài sản cố định	13.708	11.897	10.172
Tổng đầu tư	746	771	771
Tài sản dài hạn khác	2.433	2.235	2.294
Tổng tài sản	**48.483**	**47.783**	**48.843**
Vay & nợ ngắn hạn	4.867	4.998	5.146
Phải trả người bán	4.284	4.464	4.596
Nợ ngắn hạn khác	6.157	4.283	4.088
Tổng nợ ngắn hạn	**15.308**	**13.744**	**13.830**
Vay & nợ dài hạn	66	78	80
Các khoản phải trả khác	292	284	293
Vốn điều lệ và	20.900	20.900	20.900
LN giữ lại	3.353	3.399	4.100
Vốn chủ sở hữu	**32.326**	**33.186**	**34.150**
Lợi ích cổ đông thiểu số	490	490	490
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**48.483**	**47.783**	**48.843**

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	**10.497**	**11.291**	**12.288**
Khấu hao	2.095	1.955	1.591
Thuế đã nộp	(1.975)	(2.001)	(2.245)
Các khoản điều chỉnh khác	(689)	(659)	(624)
Thay đổi VLĐ	**(1.101)**	**(1.158)**	**(391)**
LC tiền thuần HĐKD	**8.827**	**9.427**	**10.618**
Đầu tư TSCĐ	(1.457)	(1.437)	(1.672)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	137	23	(5)
Các khoản khác	3.592	(103)	(518)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1.201	(126)	(25)
LC tiền từ HĐĐT	**3.473**	**(1.642)**	**(2.221)**
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)	142	150
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)**	**(7.904)**	**(7.896)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.349	2.300	2.181
LC tiền thuần trong năm	**(49)**	**(119)**	**502**
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.300	2.181	2.683

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	14,2%	14,5%	15,3%
Vòng quay TS	1,18	1,30	1,33
ROAA	16,7%	18,9%	20,3%
Đòn bẩy tài chính	1,50	1,47	1,43
ROAE	25,2%	27,7%	29,1%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	28,2	25,9	26,0
Số ngày nắm giữ HTK	56,1	50,7	51,8
Số ngày phải trả tiền bán	43,4	44,0	45,0
Vòng quay TSCĐ	4,35	4,88	5,83
ROIC	22,6%	23,4%	24,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,4	2,6
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	2,0	2,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,3	1,4	1,5
Vòng quay tiền	40,9	32,6	32,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(1,6%)	4,2%	3,0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(17,1%)	5,3%	10,0%
Tăng trưởng LN ròng	(19,1%)	6,6%	8,1%
Tăng trưởng EPS	(19,1%)	6,6%	8,1%

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