

CTCP Sữa Việt Nam

(HOSE: VNM)

Đón đà phục hồi

CTCP Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Huỳnh Hồng Hương, huong.hh@miraeeasset.com.vn

Tăng tỷ trọng

(Bảo cáo lần đầu)

Giá mục tiêu:

91,200 VNĐ

(+11%)

Quan điểm đầu tư

Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện từ Q4/2022 nhờ giá nguyên liệu bột sữa giảm. Theo Rabobank, giá nguyên liệu bột sữa thế giới có thể đã đạt đỉnh vào Q1/2022 và dự kiến sẽ giảm trong nửa cuối năm (xuống ngang mức 2021) nhờ nguồn cung sữa thế giới phục hồi và nhu cầu bột sữa từ Trung Quốc suy giảm do các chính sách phong tỏa COVID. Hiện công ty đã chốt giá bột sữa đến hết T8/2022, dự kiến chi phí đầu vào sẽ cải thiện từ Q4/2022 trở đi. Ngoài ra, trong 6T2022, công ty đã thực hiện điều chỉnh tăng giá một số sản phẩm 4-10% so với mức đầu năm.

Nỗ lực mở rộng chuỗi giá trị từ trang trại, nhà máy đến hệ thống phân phối. Dự án trang trại bò Mộc Châu (4,500 con) và Lao-Jagro (24,000 con) được kỳ vọng sẽ cung cấp thêm khoảng 69 triệu lít/năm, nâng khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào của VNM lên thêm 5% khi đi vào hoạt động năm 2023. Theo đó, chúng tôi dự phóng mức độ tự chủ nguyên liệu của VNM sẽ tăng từ 28% lên 33%.

Ngoài ra, công ty đã lên kế hoạch khởi công siêu nhà máy sữa Hưng Yên vào Q4/2022. Dự kiến giai đoạn 1 của nhà máy sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2025 và chúng tôi kỳ vọng sẽ đóng góp thêm khoảng 11-14% vào doanh thu năm 2026. Đối với mảng phân phối nội địa, chuỗi Giấc mơ sữa Việt dự kiến mở thêm 120 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng lên khoảng 700 vào cuối năm 2022. Bên cạnh đó, VNM sẽ tiếp tục M&A với các công ty sữa tại các quốc gia khác nhằm mở rộng thị phần quốc tế.

Kỳ vọng nguồn thu nhập mới đến từ dự án bò thịt với tập đoàn Sotjitz Nhật Bản. Trong giai đoạn đầu, công ty chủ yếu nhập khẩu sản phẩm từ Nhật Bản. Giai đoạn tiếp theo sẽ đầu tư trang trại bò thịt trên địa bàn tỉnh Vĩnh Phúc với công suất khai thác là 30,000 con/năm. Ban Lãnh Đạo dự kiến mảng bò thịt sẽ đem về 2,000-3,000 tỷ đồng doanh thu hằng năm khi sản phẩm chính thức bán ra thị trường cuối năm 2023.

Tiềm lực tài chính vững mạnh. Giữ vị thế đầu ngành sữa với tổng thị phần đạt 55.5% về giá trị trong 2021, VNM có nền tảng tài chính vững chắc với lượng tiền mặt lớn đạt 43.8% tổng tài sản tại cuối Q3/2022 và chỉ số ROE dự kiến duy trì ở mức cao 30% trong giai đoạn 2022-2026. Tiền ròng đạt khoảng 12,900 tỷ đồng đến cuối Q3/2022. Dù tăng dư nợ nhằm phục vụ nhu cầu phát triển dài hạn, VNM vẫn có tỷ lệ Nợ/Tài sản ở mức thấp so với các công ty cùng ngành, phản ánh rủi ro tài chính thấp khi đầu tư. Bên cạnh đó, chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt của VNM được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức cao với tỷ lệ 40-50%/mệnh giá trong giai đoạn 2022-2026 nhờ hoạt động kinh doanh ổn định.

Dự phóng & Định giá

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNST công ty mẹ năm 2023 của VNM sẽ đạt lần lượt 64,690 tỷ đồng (+4.7% CK) và 10,712 tỷ đồng (+14.4% CK) nhờ các yếu tố: 1) nhu cầu tiêu thụ trong & ngoài nước phục hồi; 2) giá bán bình quân tăng 3% svck; 3) giá nguyên liệu bột sữa giảm từ Q4/2022.

Chúng tôi khuyến nghị **Tăng tỷ trọng** cổ phiếu VNM với giá mục tiêu 12T dự kiến là 91,200 đồng (lợi nhuận kỳ vọng: +11%), tương đương với P/E dự phóng 2023 là 17.8x, thấp hơn trung bình ngành sữa khu vực là 21.5x.

Các chỉ số chính



Giá hiện tại (07/11/2022, VND)	82,200	Vốn hóa (tỷ đồng)	166,778
LNHD (22F, tỷ đồng)	10,439	SLCP lưu hành (triệu cp)	2,090
Tăng trưởng EPS (22F, %)	-11.1%	Tỷ lệ tự do chuyển đổi (%)	35.2
Kỳ vọng thị trường (22F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	55.5
P/E (22F, x)	20.4	Beta (12M)	0.7
P/E thị trường (22F, x)	9.9	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	64,500
VN-Index	975	Cao nhất 52 tuần (đồng)	91,100

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	17.8	18.3	-7.8
Tương đối	23.6	43.3	25.2

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Doanh thu (tỷ đồng)	52,562	56,318	59,636	60,919	61,804	64,690
LNHD (tỷ đồng)	11,212	12,182	12,263	11,760	10,439	12,177
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	10,227	10,581	11,099	10,532	9,360	10,712
EPS (đồng)	5,285	5,468	4,780	4,536	4,031	4,613
ROE (%)	41.6	39.7	37.8	32.7	28.2	31.0
P/E (x)	15.6	15.0	17.2	18.1	20.4	17.8
P/B (x)	5.6	5.2	5.5	5.2	5.1	4.8
Cổ tức/thị giá (%)	5.1	5.5	5.0	4.7	4.7	4.7

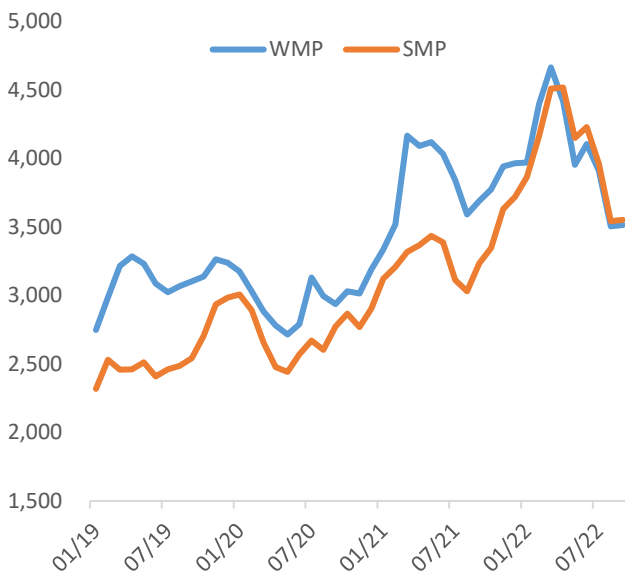
Luận điểm đầu tư

Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện từ Q4/2022 nhờ giá nguyên liệu bột sữa giảm

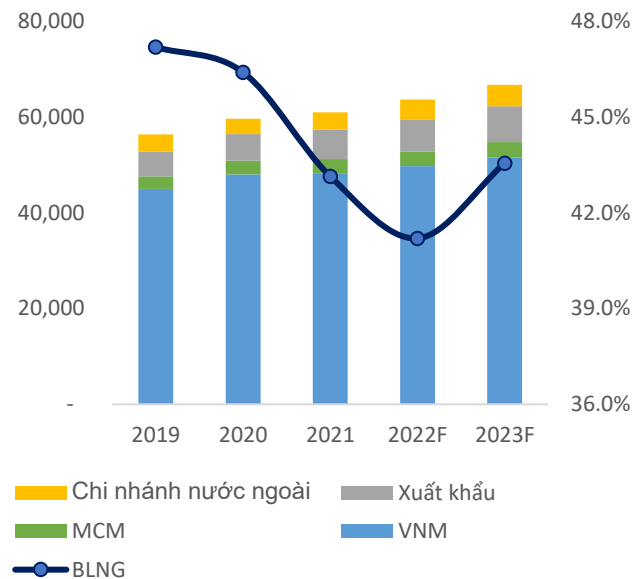
Chi phí sữa nguyên liệu của VNM chiếm hơn 50% giá thành sản phẩm và 60% trong số đó được nhập khẩu từ nước ngoài, cụ thể là các nước như Mỹ, New Zealand và EU. Vì vậy, biên lợi nhuận gộp của VNM chịu rủi ro biến động giá sữa nguyên liệu. Công ty thường đảm bảo nguyên vật liệu sản xuất trong 3-6 tháng và chốt giá mua nguyên liệu nhập khẩu trước từ 3-6 tháng. Trong tháng 3/2022, công ty đã chốt giá bột sữa đến hết tháng 8. Chúng tôi cho rằng đây là mức cao nhất trong năm 2022 khi giá bột sữa (WMP & SMP) đạt trung bình \$4,281/MT (+23.6% svck), gây áp lực tăng chi phí đầu vào và đẩy biên lợi nhuận gộp Q2/2022 xuống mức thấp nhất trong vòng 5 năm.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chi phí nguyên liệu đầu vào của VNM sẽ giảm đáng kể trong Q4/2022 theo đà giảm giá nguyên liệu bột sữa trong nửa cuối năm (xuống ngang mức 2021) nhờ nguồn cung sữa thế giới phục hồi và nhu cầu nhập khẩu sữa ở Trung Quốc (quốc gia nhập khẩu sữa lớn thứ 2 thế giới) suy yếu do các chính sách phong tỏa COVID. Ngoài ra, trong 6T2022, công ty đã thực hiện điều chỉnh tăng giá một số sản phẩm 4-10% so với mức đầu năm để cải thiện doanh thu và bảo toàn biên lợi nhuận.

Hình 1. Giá bột sữa thế giới (USD/MT)



Hình 2. Cơ cấu doanh thu VNM & BLNG



Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Nỗ lực mở rộng chuỗi giá trị từ trang trại, nhà máy đến hệ thống phân phối

Đối với hệ thống trang trại, VNM và các đơn vị thành viên sở hữu 14 trang trại bò sữa với tổng đàn bò khai thác hơn 160,000 con trong năm 2021, ước tính cung cấp khoảng 391 triệu lít/năm. Trong năm 2023, dự kiến quy mô sẽ mở rộng thêm 28,500 con từ dự án trang trại Mộc Châu (4,500 con) và Lao-Jagro (24,000 con), nâng khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào của VNM từ 28.7% lên 33.8%.

Đối với hệ thống nhà máy, công ty con Vilico (sở hữu trực tiếp 75%) tiếp tục đầu tư mở rộng công suất khi khởi công xây dựng nhà máy Hưng Yên vào cuối năm nay. Đây là một trong những dự án trọng điểm của VNM với tổng mức đầu tư là 4,600 tỷ và công suất thiết kế đạt khoảng 400 triệu lít/năm được xây dựng theo 2 giai đoạn. Dự kiến giai đoạn 1 sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2025, đóng góp thêm khoảng 11-14% vào doanh thu 2026.

Bên cạnh đó, công ty con MCM (sở hữu gián tiếp 24.4%) cũng khởi công nhà máy Mộc Châu 2 (thuộc dự án Tổ hợp Thiên đường sữa Mộc Châu) trong năm nay, dự kiến sẽ cung cấp tối đa 183 triệu lít/năm trong giai đoạn 1 (kỳ vọng 2024) và 365 triệu lít/năm trong giai đoạn 2 (kỳ vọng cuối 2025). Với sự đóng góp của 2 nhà máy, chúng tôi dự phóng tổng công suất nhà máy VNM tăng

khoảng 30% từ 2026.

Đối với hệ thống phân phối trong nước, VNM cho biết sẽ nỗ lực đẩy mạnh mở rộng kênh truyền thống từ 250,000 điểm bán lẻ tại thời điểm cuối năm 2021. Bên cạnh đó, công ty sẽ tập trung phát triển theo xu hướng chuyển từ kênh truyền thống sang kênh hiện đại (siêu thị và cửa hàng). Cụ thể, VNM dự kiến mở thêm 120 cửa hàng chuỗi Giấc mơ sữa Việt, nâng tổng số cửa hàng lên khoảng 700 vào cuối năm 2022. Hiện kênh hiện đại đang là động lực tăng trưởng chính với mức tăng trưởng hai chữ số. Ngoài ra, VNM đang lên kế hoạch tăng trưởng mạnh kênh thương mại điện tử, mảng kinh doanh dù tỷ lệ đóng góp còn thấp nhưng tiềm năng tăng trưởng cao nhờ thay đổi xu hướng mua sắm.

Đối với hệ thống phân phối nước ngoài, VNM đã phát triển được thêm 2 thị trường mới tại châu Mỹ và châu Á, nâng tổng số thị trường xuất khẩu lũy kế lên 57 quốc gia. Nhằm mở rộng thị phần và doanh số, VNM sẽ tiếp tục M&A với các công ty sữa tại các quốc gia khác. Cụ thể, VNM đang lên kế hoạch thâm nhập thị trường sữa ở Indonesia khi hơn 80% sữa tiêu thụ ở quốc gia này vẫn phụ thuộc vào nhập khẩu.

Kỳ vọng nguồn thu nhập mới đến từ dự án bò thịt với tập đoàn Sotjitz Nhật Bản

Cuối tháng 11/2021, VNM và công ty con Vilico đã ký kết biên bản ghi nhớ hợp tác với tập đoàn Sotjitz Nhật Bản và UBND tỉnh Vĩnh Phúc về việc phát triển dự án về bò thịt tại Việt Nam với quy mô dự kiến lên đến 500 triệu USD.

Thời gian tới, JVL - công ty liên doanh giữa Vilico và Sotjitz (Vilico góp vốn 51%) sẽ triển khai dự án chăn nuôi, chế biến và phân phối thịt bò tại tỉnh Vĩnh Phúc với tổng vốn đầu tư 2,985 tỷ đồng. Trước mắt, JVL sẽ tiến hành bán thử nghiệm sản phẩm bò thịt nhập khẩu từ Nhật Bản tại các hệ thống siêu thị lớn. Giai đoạn tiếp theo sẽ đầu tư trang trại bò thịt trên địa bàn tỉnh Vĩnh Phúc với công suất khai thác là 30,000 con/năm.

Theo ban lãnh đạo Vilico, thời gian triển khai toàn bộ dự án trên mất 3 năm và dự kiến sẽ đem về 2,000-3,000 tỷ đồng doanh thu/năm khi sản phẩm chính thức bán ra thị trường. Tuy nhiên, để tiếp tục triển khai giai đoạn 2, JVL cần tăng vốn điều lệ từ 46 tỷ đồng lên 3,031 tỷ đồng.

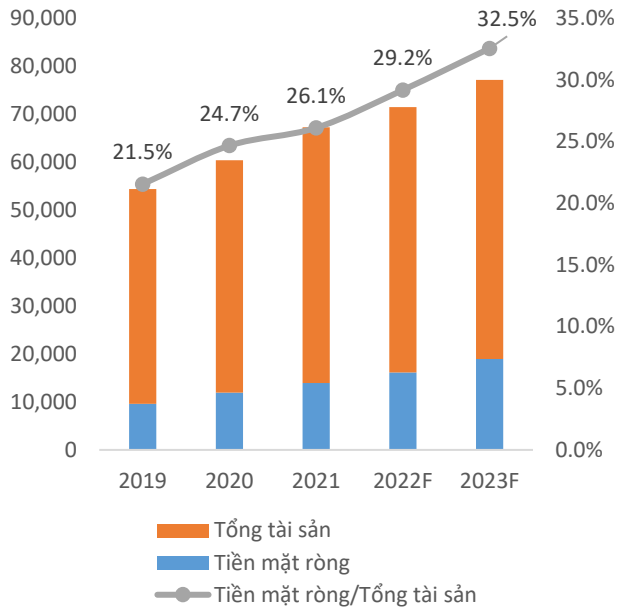
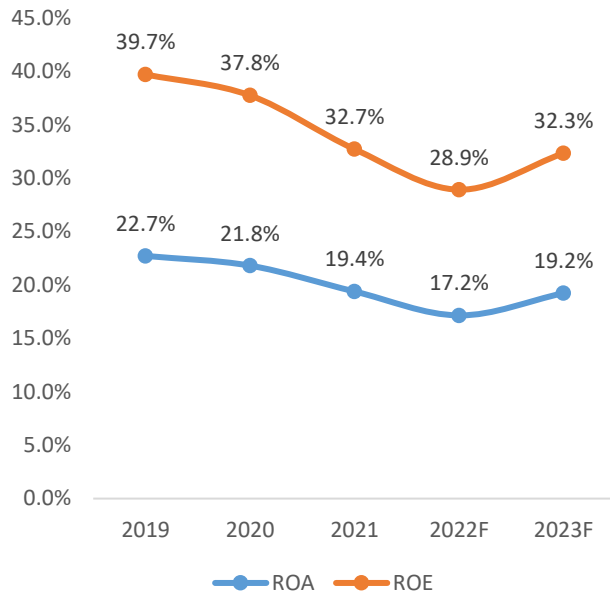
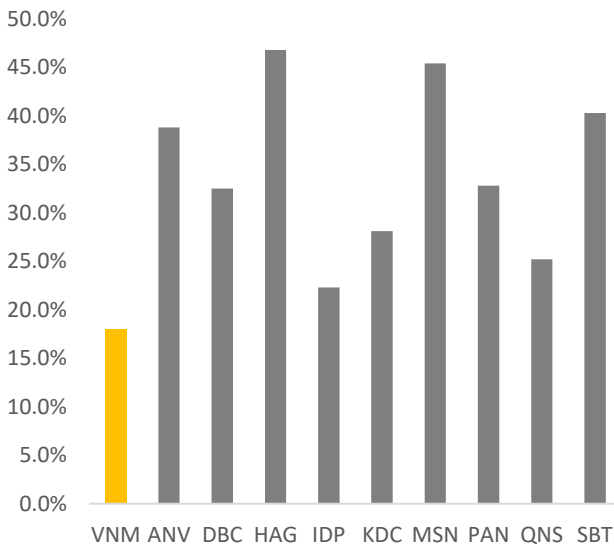
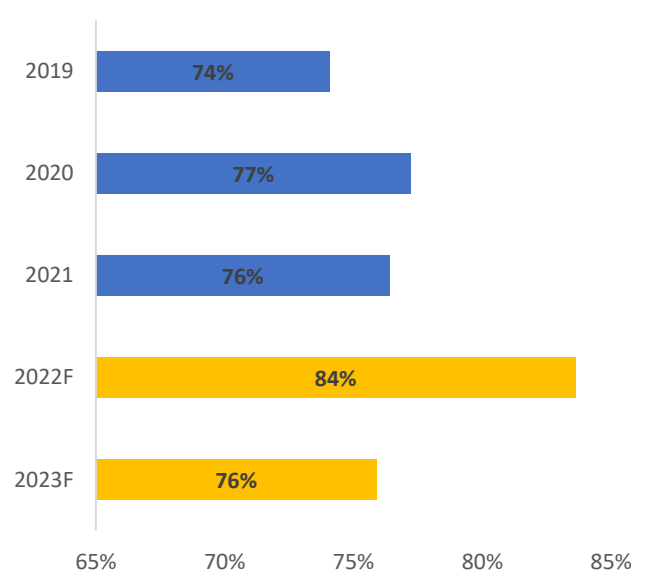
Bảng 1. Chi tiết kế hoạch CAPEX

Dự án trọng điểm	Năm hoạt động	Tỷ lệ lợi ích (%)	Diện tích (ha)	Quy mô (con bò)	Công suất (triệu lít/năm)	Tổng chi phí (tỷ đồng)
Trang trại bò sữa Lao-Jagro (giai đoạn 1)	2023	85.5%	5,000	24,000	131	3,450
Trang trại bò sữa Mộc Châu	2023	24.4%	150	4,500	20	1,150
Nhà máy sữa Hưng Yên (giai đoạn 1)	2025	75.0%	25	N/A	200	2,300
Nhà máy sữa Mộc Châu 2	2025	24.4%	26	N/A	365	2,000
Chăn nuôi và chế biến bò thịt Vilico-Sotjitz	Kỳ vọng cuối 2023	38.3%	N/A	30,000	N/A	2,985

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Tiềm lực tài chính vững mạnh

Giữ vị thế đầu ngành sữa với tổng thị phần đạt 55.5% về giá trị trong 2021, VNM có nền tảng tài chính vững chắc với lượng tiền mặt lớn đạt 43.8% tổng tài sản tại cuối Q3/2022 và chỉ số ROE dự kiến duy trì ở mức cao 30% trong giai đoạn 2022-2026. Tiền ròng (sau khi trừ các khoản vay) đạt khoảng 12,900 tỷ đồng đến cuối Q3/2022. Dù tăng dư nợ nhằm phục vụ nhu cầu phát triển dài hạn, VNM vẫn có tỷ lệ nợ/tài sản ở mức thấp so với các công ty cùng ngành, phản ánh rủi ro tài chính thấp khi đầu tư. Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt duy trì ở mức cao ~ 40-50%/mệnh giá trong giai đoạn 2022-2026 nhờ hoạt động kinh doanh ổn định.

Hình 3. Nguồn tiền mặt dự trữ dồi dào**Hình 4. Tỷ suất sinh lời kỳ vọng phục hồi từ 2023****Hình 5. Tỷ lệ Nợ/Tài sản các doanh nghiệp F&B Q2.2022****Hình 6. Chính sách cổ tức duy trì 70-80% LNST**

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Dự phóng & Định giá

1. Điểm nổi bật 9T2022

Trong 9T2022, VNM ghi nhận tổng doanh thu hợp nhất đạt 44,994 tỷ đồng (-0.4% CK) và LNST đạt 6,708 tỷ đồng (-20.3% CK), hoàn thành lần lượt 70.2% và 68.7% kế hoạch năm do các yếu tố:

- Doanh thu thuần nội địa hợp nhất (bao gồm MCM) đi ngang với 37,904 tỷ đồng (-0.0% CK) và xuất khẩu giảm nhẹ với 3,741 tỷ đồng (-13.6% CK) do lạm phát cao dẫn đến sức tiêu thụ giảm xuống đáng kể, đặc biệt ở phân khúc phổ thông. Hơn nữa, phân khúc cao cấp với quy mô nhỏ lại đang chịu sức ép cạnh tranh từ các đối thủ mới. Điểm nổi bật là tăng trưởng doanh thu thuần từ các chi nhánh nước ngoài (Driftwood & Angkormilk) đạt 3,243 tỷ đồng (+25.2% CK) nhờ nhu cầu từ các trường học phục hồi ở Mỹ và hoạt động phát triển thị trường hiệu quả ở Campuchia.
- Giá nguyên vật liệu tăng cao khiến lợi nhuận gộp tổng công ty giảm 7.7% CK.
- Ghi nhận khoản lỗ tỷ giá và lỗ lãi suất lần lượt là 132 tỷ đồng và 115 tỷ đồng, khiến lợi nhuận tài chính giảm 24.3% CK.
- Đối với MCM, doanh thu thuần đạt 2,346 tỷ đồng (+6.3% CK). Nhờ tối ưu chi phí sản xuất thông qua thế mạnh sẵn có của VNM, biên lợi nhuận gộp tăng thêm 2.3 điểm phần trăm lên 32.6%, góp phần khiến LNST tăng 18.6% CK đạt 274 tỷ đồng.

Bảng 2. Báo cáo kết quả kinh doanh 9T2022

(Tỷ đồng)	9T/2021	9T/2022	CK
Doanh thu thuần	45,100	44,888	-0.5%
Giá vốn hàng bán	25,547	26,836	5.0%
Lợi nhuận gộp	19,553	18,052	-7.7%
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>43.4%</i>	<i>40.2%</i>	
Chi phí bán hàng	9,080	9,213	1.5%
Chi phí quản lý	1,151	1,147	-0.3%
<i>Chi phí SG&A/Doanh thu thuần</i>	<i>22.7%</i>	<i>23.1%</i>	
Lợi nhuận từ HĐKD	9,323	7,692	-17.5%
<i>Biên lợi nhuận từ HĐKD</i>	<i>20.7%</i>	<i>17.1%</i>	
EBITDA	10,909	9,268	-15.0%
<i>Biên EBITDA</i>	<i>24.2%</i>	<i>20.6%</i>	
Lợi nhuận ròng tài chính	780	590	-24.3%
Lợi nhuận khác	146	(62)	-142.4%
Lợi nhuận trước thuế	10,234	8,200	-19.9%
Lợi nhuận sau thuế	8,420	6,708	-20.3%
<i>Biên lợi nhuận sau thuế</i>	<i>18.7%</i>	<i>14.9%</i>	

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

2. Tóm tắt dự phóng

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST công ty mẹ 2022 của VNM lần lượt là 61,804 tỷ đồng (+1.5% CK) và 9,417 tỷ đồng (-10.6% CK). Trong giai đoạn 2021-2026, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng công ty mẹ sẽ đạt CAGR lần lượt là 6.0% và 7.8%, dựa trên các giả định chính:

- Trong 2022, doanh thu nội địa (bao gồm cả VNM và MCM) được dự phóng tăng 3% svck với giả định VNM tăng giá bán bình quân 4% để bảo toàn biên lợi nhuận gộp. Từ 2023-2025, doanh thu nội địa tăng trưởng trung bình 4% theo tốc độ tăng trưởng dân số gần 1% và giá bán bình quân tăng 3% hằng năm. Từ 2026, kỳ vọng doanh thu nội địa sẽ tăng thêm khoảng 11% khi giai đoạn 1 của siêu nhà máy Hưng Yên đi vào hoạt động (giả định công suất 200 triệu lít/năm). Ngoài ra, thị trường quốc tế sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu trong tương lai gần với tốc độ trung bình hai chữ số 10-12%/năm.

- Trong 2022, ước tính biên lợi nhuận gộp tổng công ty giảm 1.8 điểm phần trăm với giả định giá nguyên liệu bột sữa tăng 20% svck và giá đường thô tăng 2% svck. Từ 2023-2025, biên lợi nhuận gộp tổng công ty dự kiến cải thiện từ 41.4% trong 2022 và duy trì ở mức trung bình 2020-2022.
- Công ty trả nợ ngắn hạn và duy trì số dư tiền mặt ở mức 4% doanh thu. Nợ dài hạn kỳ vọng sẽ không phát sinh thêm.
- Thuế suất duy trì ở mức trung bình 20%.
- Kết quả dự phóng chưa bao gồm dự án bò thịt Vĩnh Phúc và kế hoạch M&A với thông tin công bố từ doanh nghiệp còn sơ bộ.

Bảng 3. Dự phóng KQKD 2022-2026F

(Tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu hợp nhất	60,919	61,804	64,690	67,797	71,172	81,345
Nội địa Vinamilk	48,276	49,710	51,529	53,415	55,369	63,856
Nội địa MCM	2,926	3,014	3,225	3,450	3,691	3,950
Xuất khẩu trực tiếp	6,128	4,931	5,433	5,988	6,598	7,271
Công ty con ở nước ngoài	3,589	4,150	4,503	4,944	5,514	6,268
Giá vốn hàng bán	34,641	36,238	36,679	38,460	40,415	43,951
Nội địa Vinamilk	27,127	28,712	28,661	29,710	30,797	33,282
Nội địa MCM	2,027	2,091	2,222	2,377	2,544	2,722
Xuất khẩu trực tiếp	2,623	2,120	2,262	2,493	2,747	3,028
Công ty con ở nước ngoài	2,863	3,315	3,534	3,880	4,327	4,920
Lợi nhuận gộp	26,278	25,566	28,011	29,336	30,757	37,394
Chi phí SG&A	14,518	15,128	15,834	16,594	17,421	19,911
Lợi nhuận từ HĐKD	11,760	10,439	12,177	12,742	13,337	17,484
EBITDA	13,882	13,002	14,969	15,766	16,548	20,882
Doanh thu tài chính	1,215	1,491	1,561	1,633	1,709	1,788
Chi phí tài chính	202	482	445	365	266	114
Lợi nhuận tài chính	1,012	1,009	1,116	1,268	1,442	1,674
Doanh thu khác	423	290	293	308	323	352
Chi phí khác	228	124	129	136	142	163
Lợi nhuận khác	195	166	164	172	181	189
Lợi nhuận từ cty liên kết	(45)	3	4	4	4	6
Lợi nhuận trước thuế	12,922	11,617	13,461	14,186	14,965	19,353
Thuế TNDN	2,290	2,155	2,632	2,837	2,993	3,871
Lợi nhuận sau thuế	10,633	9,462	10,829	11,349	11,972	15,482
Lợi ích cổ đông thiểu số	100	102	117	123	130	168
Lợi nhuận sau thuế cty mẹ	10,532	9,360	10,712	11,226	11,842	15,314

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

3. Định giá**Bảng 4. Dự phóng FCFF từ 2022F-2026F**

(Tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận sau thuế cổ đông cty mẹ	10,532	9,360	10,712	11,226	11,842	15,314
Trước thay đổi Vốn lưu động	11,674	11,288	12,699	13,329	13,991	17,224
Thay đổi Vốn lưu động	(6,178)	(243)	(530)	(633)	(1,082)	(1,486)
Chi phí Tài sản cố định	(1,628)	(2,530)	(2,802)	(1,802)	(1,767)	(1,819)
Dòng tiền thuần Doanh nghiệp (FCFF)	3,867	8,515	9,367	10,894	11,143	13,919

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 5-7. Định giá DCF

WACC		Giá trị hiện tại	
Vốn chủ sở hữu	35,990	Giá trị hiện tại từ 2022-2026	43,152
Nợ vay	7,572	WACC	9.8%
E/V	82.62%	Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn	3.0%
D/V	17.38%	Hiện giá của giá trị cuối cùng	141,824
Chi phí Nợ vay	5.00%	Giá trị cuối cùng/ Tổng giá trị DN	76.7%
Thuế suất	19.55%		
Chi phí Nợ vay sau thuế	4.02%	Giá trị nội tại	
Lãi suất phi rủi ro	3.80%	Tổng giá trị DN	184,976
Beta 12 tháng	0.85	Nợ ròng	-18,197
Lợi suất thị trường kỳ vọng	12.30%	Giá trị Vốn chủ sở hữu	203,173
Chi phí Vốn chủ sở hữu	11.03%	Số lượng cổ phiếu lưu hành	2,089,955,445
WACC	9.81%	Giá trị mỗi cổ phiếu	97,214

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn của VNM là 3.0%, phản ánh tốc độ tăng trưởng chậm lại của thị trường nội địa do cạnh tranh khốc liệt. Chi phí nợ vay là 5.0% do phần lớn các khoản nợ của công ty là ngắn hạn.

Bảng 8. Định giá Tương đối

	2022F
EPS 2022	4,031
P/E trung vị ngành sữa 2022 (khu vực)	20.4
Giá trị mỗi cổ phiếu (P/E)	82,224

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 9. Kết quả tổng hợp

Phương pháp định giá	Kết quả	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	97,214	60%	58,329
P/E	82,224	40%	32,890
Giá trị trung bình mỗi cổ phiếu	91,218		

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Kết hợp cả hai phương pháp DCF (60.0%) và P/E (40.0%), giá trị nội tại của VNM trên mỗi cổ phiếu tương đương với 91,200 đồng (+11% tiềm năng tăng giá).

Rủi ro

1. Giá nguyên vật liệu tăng

Xu hướng giá sữa nguyên liệu có thể đảo chiều nếu Trung Quốc gỡ bỏ giãn cách và nhu cầu nhập khẩu tăng mạnh so với dự kiến. Ngoài ra, công ty cũng chịu ảnh hưởng gián tiếp do thuế chống bán phá giá đường nhập khẩu có nguyên liệu từ Thái Lan. Nếu giá bán không tăng kịp tốc độ tăng giá nguyên liệu sẽ ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận công ty.

2. Cạnh tranh khốc liệt

Do tốc độ tăng trưởng tầng lớp trung lưu đáng kể, thị phần sản phẩm sữa VNM có thể sụt giảm do xu hướng cao cấp hóa khiến người tiêu dùng chuyển sang các thương hiệu sữa ngoại nhập. Bên cạnh đó, các đối thủ lớn đều có những bước đi chiến lược trong đầu tư công nghệ và liên tục cho ra mắt các sản phẩm mới.

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh

(VND tỷ)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	59,636	60,919	61,804	64,690
Giá vốn hàng bán	31,968	34,641	36,238	36,679
Lợi nhuận gộp	27,669	26,278	25,566	28,011
Chi phí SG&A	15,406	14,518	15,128	15,834
Lợi nhuận HĐKD (đ/c)	12,263	11,760	10,439	12,177
Lợi nhuận HĐKD	12,263	11,760	10,439	12,177
Lợi nhuận Phi HĐKD	1,256	1,162	1,179	1,284
Doanh thu tài chính	1,581	1,215	1,491	1,561
Chi phí tài chính	309	202	482	445
Lợi nhuận tài chính	1,273	1,012	1,009	1,116
Lợi nhuận khác	(21)	195	166	164
Lợi nhuận từ CT liên doanh, liên kết	4	(45)	3	4
Lợi nhuận trước thuế	13,519	12,922	11,617	13,461
Thuế TNDN	2,283	2,290	2,155	2,632
Lợi nhuận từ Hoạt động Tiếp diễn	13,519	12,922	11,617	13,461
Lợi nhuận từ Hoạt động không liên tục	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	11,236	10,633	9,462	10,829
Lợi nhuận ròng cổ đông mẹ	11,099	10,532	9,360	10,712
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	137	100	102	117
EBITDA	14,472	13,882	13,002	14,969
FCFF (Dòng tiền thuần Doanh nghiệp)	3,084	3,867	8,515	9,367
Biên EBITDA (%)	24.3%	22.8%	21.0%	23.1%
Biên LNHTKD (%)	20.6%	19.3%	16.9%	18.8%
Biên lợi nhuận ròng (%)	18.8%	17.5%	15.3%	16.7%

Bảng Lưu chuyển tiền tệ

(VND tỷ)	2020	2021	2022F	2023F
Dòng tiền thuần HĐKD	10,175	9,428	11,773	13,085
Lợi nhuận sau thuế	11,232	10,566	9,462	10,829
Trích lập dự phòng	50	33	(6)	(2)
Doanh thu từ CT liên kết	(1,178)	-	(3)	(4)
Khấu hao Tài sản cố định	2,209	2,121	2,563	2,792
Chi phí lãi vay ròng	(69)	(10)	-	-
Thay đổi Vốn lưu động	(2,069)	(3,283)	(243)	(530)
Thay đổi các Khoản phải thu	(715)	(517)	(204)	(213)
Thay đổi Hàng tồn kho	(270)	(2,261)	844	294
Thay đổi các Khoản phải trả	(213)	1,484	61	258
Điều chỉnh khác	(871)	(1,989)	(943)	(868)
Dòng tiền thuần HĐĐT	(4,802)	(3,933)	(3,127)	(3,430)
Thay đổi TSCĐ Hữu hình	(1,114)	(1,397)	(3,127)	(3,430)
Thay đổi Đầu tư CT liên kết	22	(22)	-	-
Thay đổi Tài sản Tài chính	(4,850)	(3,514)	-	-
Cổ tức & Tiền lãi nhận được	1,141	1,000	-	-
Dòng tiền thuần HĐTC	(5,927)	(5,257)	(8,523)	(9,539)
Thay đổi các khoản Vay	2,016	2,046	(476)	(1,410)
Thay đổi Vốn chủ sở hữu	(14)	318	-	-
Tiền trả cổ tức	(7,928)	(7,621)	(8,046)	(8,129)
Khác	-	-	-	-
Thay đổi tiền thuần trong kỳ	(554)	237	124	115
Tiền và tương đương tiền - Đầu kỳ	2,665	2,111	2,349	2,472
Tiền và tương đương tiền - Cuối kỳ	2,111	2,349	2,472	2,588

Nguồn: VNM, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng Cân đối kế toán

(VND tỷ)	2020	2021	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	29,666	36,110	36,675	37,892
Tiền và tương đương tiền	2,111	2,349	2,472	2,588
Khoản phải thu	4,157	4,356	4,560	4,773
Hàng tồn kho	4,905	6,773	5,935	5,643
Tài sản ngắn hạn khác	18,492	22,633	23,708	24,888
Tài sản dài hạn	18,767	17,222	17,629	18,118
Tài sản cố định hữu hình	12,777	11,680	11,988	12,255
Xây dựng cơ bản dở dang	1,063	1,130	1,124	1,176
Tài sản cố định vô hình	1,137	1,087	1,348	1,667
Tài sản dài hạn khác	3,790	3,326	3,169	3,020
Tổng tài sản	48,432	53,332	54,304	56,010
Nợ ngắn hạn	14,213	17,068	17,085	16,619
Khoản phải trả	3,199	4,214	4,059	4,291
Vay ngắn hạn	7,316	9,382	8,906	7,496
Nợ ngắn hạn khác	3,697	3,472	4,120	4,832
Nợ dài hạn	573	414	414	414
Vay dài hạn	167	76	76	76
Nợ dài hạn khác	405	338	338	338
Tổng nợ	14,785	17,482	17,499	17,033
Vốn góp	20,888	20,934	20,934	20,934
Lợi nhuận chưa phân phối	6,910	7,594	8,446	10,501
Vốn khác	3,500	4,555	4,555	4,555
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,350	2,767	2,869	2,987
Vốn chủ sở hữu	33,647	35,850	36,805	38,977

Dự phóng/Định giá

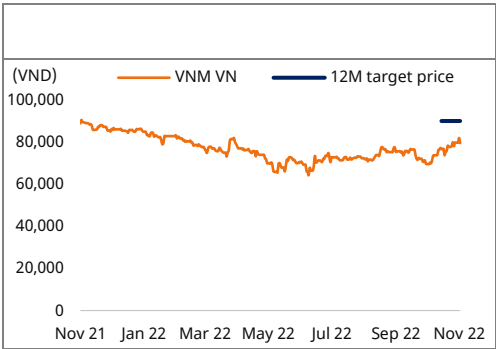
	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	17.2	18.1	20.4	17.8
P/B (x)	5.5	5.2	5.1	4.8
EV/EBIT (x)	13.1	13.7	15.4	13.2
EV/EBITDA (x)	11.1	11.6	12.4	10.7
EPS (VND)	4,780	4,536	4,031	4,613
BPS (VND)	14,975	15,830	16,237	17,221
DPS (VND)	4,100	3,850	3,850	3,890
Tỷ lệ thanh toán cổ tức (%)	77.2%	76.4%	86.0%	75.9%
Tỷ suất cổ tức (%)	5.0%	4.7%	4.7%	4.7%
Tăng trưởng doanh thu (%)	5.9%	2.2%	1.5%	4.7%
Tăng trưởng EBITDA (%)	2.4%	-4.1%	-6.3%	15.1%
Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động (%)	0.7%	-4.1%	-11.2%	16.7%
Tăng trưởng EPS (%)	-12.6%	-5.1%	-11.1%	14.4%
Vòng quay Tài sản (x)	1.3	1.2	1.1	1.2
Vòng quay Khoản phải thu (x)	15.6	14.3	13.8	13.8
Vòng quay Hàng tồn kho (x)	6.4	5.9	5.7	6.3
Vòng quay Khoản phải trả (x)	6.1	6.2	6.0	5.9
ROA (%)	21.8%	19.6%	17.2%	19.2%
ROE (%)	37.8%	32.7%	28.2%	31.0%
ROIC (%)	31.1%	27.2%	23.9%	27.5%
Tỷ lệ Nợ phải trả/ Vốn chủ sở hữu (%)	47.2%	52.8%	51.6%	47.3%
Tỷ lệ Thanh toán Hiện hành (%)	208.7%	211.6%	214.7%	228.0%
Tỷ lệ Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu (%)	-38.2%	-42.1%	-45.9%	-50.6%
Hệ số Thanh toán Lãi vay (x)	95.0	146.5	32.5	41.6

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Sữa Việt Nam	08/11/2022	Tăng tỷ trọng	91,200



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng:	Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

- * Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, ví mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhằm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày

của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336