

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND75.000

Giá mục tiêu

VND82.000

Tỷ suất cổ tức

5,08%

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Ngành

Hàng tiêu dùng

Ngày 13/02/2023

Triển vọng ngắn hạn: **Trung lập**

Triển vọng dài hạn: **Trung lập**

Định giá: **Trung lập**

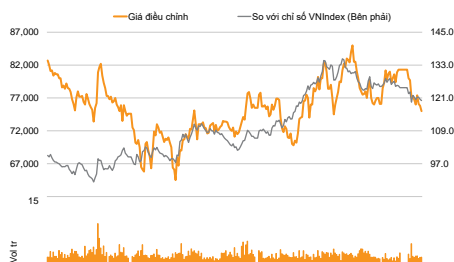
Consensus*: Mua:11 Giữ:3 Bán:2

Giá mục tiêu/Consensus: -3,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Hạ dự phóng EPS 2023 xuống 7,9%
- Hạ dự phóng EPS 2024 xuống 10,3%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	85.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	64.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	145.074
Thị giá vốn (tỷ VND)	158.419
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	18,4
P/B hiện tại (x)	4.85

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

Lợi nhuận hồi phục trong năm 2023

- Doanh thu (DT) và lợi nhuận (LN) ròng giảm lần lượt 1,6%/19,1% svck trong 2022, hoàn thành 95%/90% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp cải thiện trong 2023-24 nhờ chi phí nguyên liệu đầu vào thấp hơn.
- Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn là 82.000đ/cp.

KQKD Q4/22 thấp hơn kỳ vọng

VNM ghi nhận DT và LN ròng Q4/22 lần lượt giảm 4,7%/14,9% svck, thấp hơn 16%/30% so với dự phóng của chúng tôi. Nguyên nhân chủ yếu do sức tiêu thụ yếu hơn dự báo và DN cắt giảm chi phí bán hàng xuống 17,2% svck trong Q4/22, trong khi chúng tôi dự báo VNM đẩy mạnh hoạt động khuyến mại. Doanh thu nội địa qua đó giảm 1,7% svck, chỉ bằng 85% dự phóng Q4/22 của chúng tôi. DT xuất khẩu giảm mạnh 42,5% svck cũng góp phần khiến KQKD thấp hơn kỳ vọng trong Q4/22. Bất chấp giá bột sữa toàn cầu đạt đỉnh vào Q2/22 và giảm dần trong nửa cuối 2022, biên LN gộp của VNM vẫn giảm 3,7 điểm % svck và 0,7 điểm % so với quý trước trong Q4/22 do DN vẫn còn hàng tồn kho nguyên liệu giá cao, do vậy biên LN gộp 2022 thấp hơn 2,1 điểm % so với kỳ vọng của chúng tôi.

Thiếu động lực tăng trưởng doanh thu trong 2023-24

VNM vẫn đang trong giai đoạn tái cấu trúc về thương hiệu và làm mới bao bì, hương vị và dự kiến hoàn thành trong năm 2023. Tuy nhiên việc tái cấu trúc kênh bán trong năm 2022 có thể tiếp tục ảnh hưởng đến doanh số nửa đầu năm 2023, cũng như chúng tôi chưa thấy những sản phẩm đột phá mới của VNM để tạo động lực tăng trưởng doanh thu. Ngoài ra, ban lãnh đạo kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sữa sẽ ghi nhận mức tăng trưởng thấp (dưới 5% svck) trong 2023 do người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VNM ghi nhận DT tăng trưởng 2,0%/3,8% svck trong giai đoạn 2023-24, vẫn cao hơn mức DT trung bình trong ba năm qua.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận 2023-24

Chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên kem giảm 5% svck trong 2023, bên cạnh đó đồng USD hạ nhiệt gần đây cũng là một thông tin tích cực giúp giảm bớt áp lực lên tỷ giá và chi phí nhập sữa bột của VNM. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp đạt 41,8% (+2,0% điểm svck) trong 2023 và 43,0% (+1,2% điểm svck) trong 2024. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của VNM phục hồi 10,9%/8,5% svck trong 2023-24.

Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn là 82.000đ/cp

Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 5,9% sau khi điều chỉnh giảm EPS năm 2023 xuống 7,9%. Rủi ro tăng giá là nhu cầu tiêu thụ nội địa và xuất khẩu cao hơn dự kiến. 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	61.168	63.496
Tăng trưởng DT thuần	2,2%	(1,6%)	2,0%	3,8%
Biên lợi nhuận gộp	43,1%	39,9%	41,8%	43,0%
Biên EBITDA	24,8%	20,5%	22,2%	23,1%
LN ròng (tỷ)	10.532	8.517	9.450	10.253
Tăng trưởng LN ròng	(5,1%)	(19,1%)	10,9%	8,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.040	4.076	4.522	4.907
EPS điều chỉnh	4.546	3.634	4.031	4.374
BVPS	16.905	15.469	15.951	16.633
ROAE	30,8%	25,2%	28,8%	30,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

LỢI NHUẬN HỒI PHỤC TRONG 2023
KQKD Q4/2022 thấp hơn kỳ vọng

Hình 1: KQKD Q4/22 và 2022

Tỷ đồng	Q4/22	Q4/21	% svck	2.021	2.022	% svck	Dự phóng 2022	% so với dự phóng 2022	Chú thích
Doanh thu	15.069	15.819	-4,7%	59.956	60.919	-1,6%	63.009	95,2%	
Nội địa	12.800	13.020	-1,7%	50.704	51.202	-1,0%	53.009	95,7%	Doanh thu nội địa giảm 1,7% svck trong Q4/22, tương đương với 85% dự phóng của chúng tôi do 1) nhu cầu tiêu thụ yếu hơn dự kiến và 2) chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ đẩy mạnh hoạt động khuyến mại nhằm kích cầu trong khi DN cắt giảm chi phí khuyến mại xuống 17,2% svck trong Q4/22.
Nước ngoài	2.268	2.799	-19,0%	9.251	9.717	-4,8%	9.999	92,5%	
Xuất khẩu	1.087	1.890	-42,5%	4.828	6.128	-21,2%	5.626	85,8%	Doanh thu xuất khẩu giảm 42,5% svck trong Q4/22 chủ yếu do doanh thu từ thị trường Trung Đông giảm mạnh. Do đồng nội tệ mất giá so với USD khiến sản phẩm của VNM (tính theo USD) tại thị trường này mất sức cạnh tranh. Công ty đang xem xét tình hình tỷ giá để có các chính sách hỗ trợ giá cho các nhà phân phối nhằm cải thiện doanh thu tại thị trường Trung Đông trong 2023.
Công ty con tại nước ncg	1.180	998	18,2%	4.423	3.589	23,2%	4.374	101,1%	Doanh thu của Driftwood tiếp tục tăng trưởng tích cực (+30% svck) trong Q4/22 (dựa trên ước tính của chúng tôi) so với mức nền thấp năm 2021 nhờ đa dạng hóa các kênh phân phối và nhu cầu tại các trường học hồi phục. Bên cạnh đó, doanh thu của Ankor Milk tăng 10% svck nhờ phát triển thêm các sản phẩm mới và tăng số lượng điểm bán hàng.
Lợi nhuận gộp	5.846	6.725	-13,1%	23.897	26.278	-9,1%	26.406	90,5%	
Biên LNG	38,8%	42,5%	-3,7đ %	39,9%	43,1%	-3,3đ %	41,9%	-2,1đ %	Biên LN gộp giảm 3,7 điểm % svck trong Q4/22 do DN vẫn còn hàng tồn kho nguyên liệu giá cao và giá đường tăng (+11,8% svck)
Giá bột sữa nguyên kem (USD/tấn)	3.386	3.889	-12,9%	3.885	3.843	1,1%	3.997	97,2%	
Chi phí bán hàng và QLDN	3.783	4.287	-11,8%	14.143	14.518	-2,6%	15.533	91,1%	
% chi phí BH & QLDN so với doanh thu	25,1%	27,1%	-2,0đ %	23,6%	23,8%	-0,2đ %	24,7%	-1,1đ %	
EBIT	2.063	2.438	-15,4%	9.754	11.761	-17,1%	10.873	89,7%	
Biên EBIT	13,7%	15,4%	-1,7đ %	16,3%	19,3%	-3,0đ %	20,1%	-3,8đ %	
LN trước thuế (LNTT)	2.295	2.688	-14,6%	10.496	12.922	-18,8%	11.609	90,4%	
Biên LNTT	15,2%	17,0%	-1,8đ %	17,5%	21,2%	-3,7đ %	18,4%	-0,9đ %	
Thuế TNDN	426	475	-10,3%	1.918	2.289	-16,2%	2.057	93,2%	
Thuế suất TNDN	18,6%	17,7%	0,9đ %	18,3%	17,7%	0,6đ %	17,7%	0,6đ %	
LN ròng (LNR)	1.869	2.196	-14,9%	8.516	10.532	-19,1%	9.332	90,0%	
Biên LNR	12,4%	13,9%	-1,5đ %	14,2%	17,3%	-3,1đ %	14,8%	-0,6đ %	
EPS pha loãng (VND)	797	943	-15,5%	3.632	4.517	-19,6%	4.019	90,0%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TYS

[09/02/2023] Những điểm chính trong buổi họp với Chuyên viên phân tích và Nhà đầu tư Tổ chức

- Ban lãnh đạo cho biết VNM vẫn chưa ghi nhận tăng trưởng tích cực trong T1/2023 do công ty đang chủ động giảm hàng tồn kho tại các nhà phân phối. Tuy nhiên mảng sữa bột ghi nhận tăng trưởng ở mức hai con số 1 vài tuần trở lại đây có thể do tỷ lệ sinh tăng trở lại đầu năm âm lịch Quý Mão.

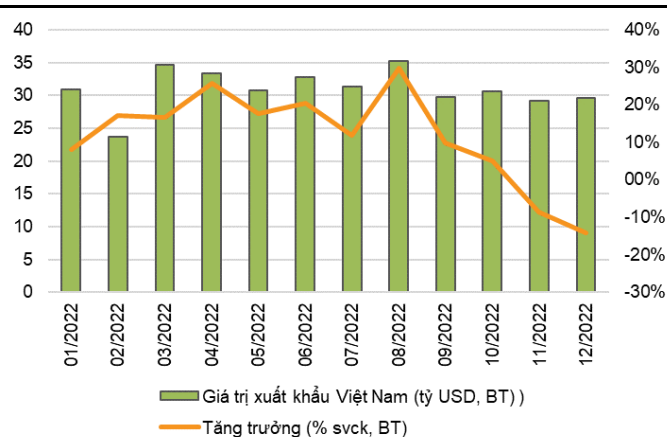
- Ban lãnh đạo không quá lạc quan về khả năng phục hồi nhu cầu tiêu thụ sữa do người tiêu dùng đang thắt chặt chi tiêu.
- Chi phí nguyên vật liệu đầu vào: Giá bột sữa toàn cầu dự kiến sẽ giảm trong 2023, việc Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ không có nhiều tác động tới xu hướng này. VNM đã chốt xong giá bột sữa đầu vào cho giai đoạn nửa đầu năm 2023.
- MCM đặt mục tiêu mở rộng hệ thống cửa hàng ở miền Bắc thay vì miền Trung và miền Nam do 1) chi phí vận chuyển thấp hơn và 2) Mộc Châu Milk là thương hiệu lâu đời ở miền Bắc (có thị phần ổn định).
- Dự án trang trại tại Lào (hiện có 1.000 con và dự kiến nhập 4.000 con) dự kiến cho ra sản phẩm vào 2023.
- Số lượng cửa hàng “Giấc mơ sữa Việt” hiện tại là 650. Ban lãnh đạo kỳ vọng nâng tổng số lên 1.000 cửa hàng trong 2 năm tới.

Triển vọng 2023-24: Kỳ vọng lợi nhuận phục hồi từ năm 2023

Thiếu động lực tăng trưởng doanh thu trong 2023-24

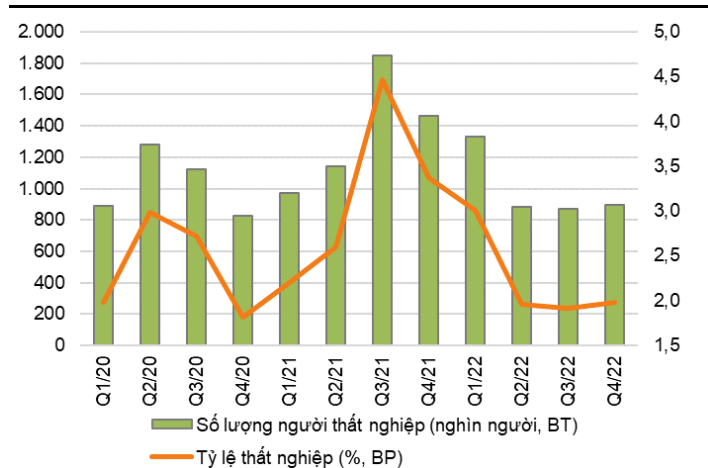
Hầu hết các ngành thâm dụng lao động đều đang phải đối mặt với nhiều thách thức, dẫn đến tỷ lệ thất nghiệp gia tăng và buộc người tiêu dùng phải thắt chặt chi tiêu. Chúng tôi ước tính tiêu dùng Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng mạnh trong 6T23 và dần phục hồi đà tăng trưởng kể từ Q3/23. Theo ban lãnh đạo, sản phẩm sữa là mặt hàng có mức độ nhạy cảm cao với giá bán và thu nhập do phần lớn người tiêu dùng Việt Nam chưa coi sữa là sản phẩm dinh dưỡng thiết yếu. Do đó, nhu cầu đối với các sản phẩm sữa sẽ yếu đi khi người tiêu dùng thắt chặt thói quen chi tiêu. Ban lãnh đạo kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sữa ghi nhận mức tăng trưởng một con số (dưới 5% svck) trong năm 2023.

Hình 2: Giá trị xuất khẩu giảm trong Q4/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO

Hình 3: Tỷ lệ thất nghiệp tại Việt Nam tăng trong Q1/20-Q4/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO

Bên cạnh đó, VNM đang phải đối mặt với áp lực cạnh tranh ngày càng tăng ở hầu hết các dòng sản phẩm, đặc biệt là ở phân khúc sữa bột. Trong năm 2022, chúng tôi nhận thấy công ty chưa tung ra sản phẩm mới nào đáng chú ý trong khi các hoạt động khuyến mại bị cắt giảm. VNM vẫn đang trong giai đoạn tái cấu trúc về thương hiệu và làm mới bao bì, hương vị và dự kiến hoàn thành trong năm 2023. Tuy nhiên việc tái cấu trúc kênh bán trong năm 2022 có thể tiếp tục ảnh hưởng đến doanh số nửa đầu năm 2023, cũng như chúng tôi chưa thấy những sản phẩm đột phá mới của VNM để tạo động lực tăng trưởng doanh thu.

Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ duy trì thị phần không đổi trong giai đoạn 2023-24 với sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 1,0%/2,0% svck trong khi giá bán trung bình không đổi trong năm 2023 và tăng nhẹ 1,0% svck trong năm 2024.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa sẽ tăng 1,0%/3,0% yoy trong 2023/24.

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu tăng 7,0% svck trong năm 2023 so với mức cơ sở thấp trong năm 2022 do nhu cầu tiêu thụ sữa tại thị trường Trung Đông phục hồi ở mức chậm. Chúng tôi cũng kỳ vọng nhu cầu nhập khẩu sữa của Trung Quốc sẽ phục hồi sau khi nước này mở cửa trở lại. Tuy nhiên, thị trường Trung Quốc vẫn chưa đóng góp tỷ trọng lớn vào doanh thu xuất khẩu (khoảng 5%). Do đó, chúng tôi cho rằng sự kiện này sẽ không tác động đáng kể đến tăng trưởng doanh thu xuất khẩu của VNM. Do đó, doanh thu thuần của VNM dự kiến sẽ tăng 2,0%/3,8% svck trong 2023/24.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận 2023-24

Giá hợp đồng bột sữa nguyên kem ngày 17/01/2023 đã giảm 21,2% svck và thấp hơn 32,3% so với mức đỉnh vào T3/2022. Theo Rabobank, sản lượng nhập khẩu bột sữa của Trung Quốc trong Q1/23 dự kiến sẽ giảm so với Q1/22 do vẫn còn hàng tồn kho tích lũy trong năm qua. Nhu cầu sữa toàn cầu có thể sẽ yếu đi trong ngắn hạn do nhiều nền kinh tế đang đối mặt với lạm phát. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên kem sẽ tiếp tục giảm và giao dịch ở mức thấp hơn 5,0% so với năm 2022. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng việc đồng USD hạ nhiệt thời gian gần đây là một thông tin tích cực đối với Việt Nam khi giảm bớt áp lực lên tỷ giá. Chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ bắt đầu sử dụng nguyên liệu tồn kho chi phí thấp từ giữa Q1/23. Do đó, biên LN gộp có thể được cải thiện đáng kể svck từ Q3/23 do trong 6T22 công ty vẫn sử dụng nguyên liệu đầu vào có chi phí thấp hơn so với nửa đầu năm 2023.

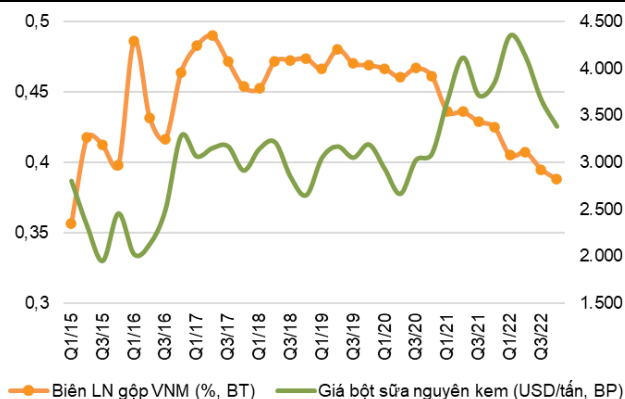
Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy giá đường toàn cầu gần đây tăng do 1) triển vọng nguồn cung đường bị ảnh hưởng bởi điều kiện thời tiết bất lợi ở Ấn Độ (mưa lớn) và 2) Các nhà sản xuất mía đường Brazil dự kiến sẽ tiếp tục ưu tiên sản xuất ethanol hơn trong niên vụ 2023-24. Chúng tôi cho rằng yếu tố này có thể ảnh hưởng phần nào đến biên LN gộp của VNM do công ty cũng nhập khẩu đường từ thị trường nước ngoài để sản xuất bên cạnh việc nhập đường từ Vietsugar (công ty con của VNM). Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của VNM sẽ tăng lên 41,8% (+2,0 điểm % svck) trong năm 2023. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng LN ròng của VNM sẽ cải thiện 10,9% svck.

Hình 4: Giá đường thế giới chạm mức cao nhất trong 06 năm (đơn vị: USD/pound)



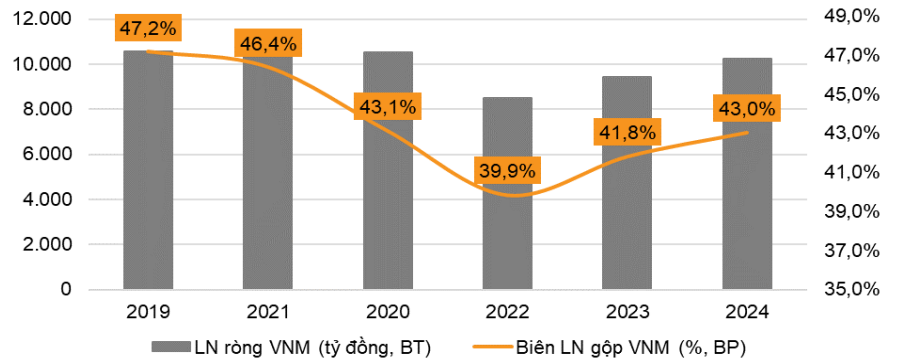
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TRADING ECONOMICS

Hình 5: Biên LN gộp VNM và giá bột sữa nguyên kem từ Q1/15 đến Q4/23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp cải thiện 1,9/1,2 điểm % trong 2023-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ phục hồi từ mức nền thấp năm 2022 chủ yếu nhờ chi phí đầu vào thấp hơn, trong khi tăng trưởng doanh thu vẫn ở mức khiêm tốn. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của VNM sẽ cải thiện 1,2 điểm % nhờ chi phí bột sữa đầu vào giảm 1,0% svck. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của VNM tăng 8,5% svck trong năm 2024, cao hơn 20,4% so với năm 2022.

Thay đổi dự phóng 2023-24

Hình 7: Thay đổi dự phóng giai đoạn 2023-24

Tỷ đồng	2023			2024			Chú thích
	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi	
Doanh thu	65.356	61.168	-6,4%	68.403	63.496	-7,2%	
Nội địa	54.600	51.208	-6,2%	56.800	52.755	-7,1%	Chúng tôi hạ dự phóng sản lượng nội địa xuống 6,2%/7.1% nhằm phản ánh mức tiêu thụ sữa thấp hơn kỳ vọng do người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu trong 6T23.
Nước ngoài	10.756	9.960	-7,4%	11.603	10.741	-7,4%	Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu xuất khẩu xuống 14,1%/14,1% trong 2023-24 so với dự phóng cũ do nhu cầu tiêu thụ thấp hơn kỳ vọng tại thị trường Trung Đông trong 2022 và mức phục hồi chậm trong 2023-24.
Lợi nhuận gộp	28.395	25.582	-9,9%	30.708	27.334	-11,0%	
Biên LNG	43,4%	41,8%	-1,6đ %	44,9%	43,0%	-1,8đ %	Chúng tôi nâng dự phóng giá bột sữa nguyên kem lên 0,8%/0,8% trong 2023-24 so với dự phóng cũ để phù hợp với số liệu năm 2022.
Chi phí bán hàng và QLDN	16.649	14.892	-10,6%	17.425	15.459	-11,3%	
% chi phí BH & QLDN so với doanh thu	25,5%	24,3%	-1,1đ %	25,5%	24,3%	-1,1đ %	Chúng tôi hạ dự phóng % chi phí khuyến mại/DT xuống 1,6 điểm %/1,6 điểm % so với dự phóng cũ nhằm phù hợp với số liệu năm 2022. Tuy nhiên so với năm 2022, dự phóng % chi phí khuyến mại/DT và % chi phí quảng cáo/DT vẫn tăng 0,5 điểm %/0,4 điểm % trong 2023 do chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ đầu tư thêm vào hoạt động khuyến mại nhằm thúc đẩy tăng trưởng sản lượng bán hàng.
EBIT	11.746	10.690	-9,0%	13.283	11.875	-10,6%	
Biên EBIT	18,0%	17,5%	-0,5đ %	19,4%	18,7%	-0,7đ %	
LN trước thuế (LNTT)	12.763	11.755	-7,9%	14.213	12.841	-9,7%	
Biên LNTT	19,5%	19,2%	-0,3đ %	20,8%	20,2%	-0,6đ %	
LN ròng (LNR)	10.260	9.450	-7,9%	11.425	10.253	-10,3%	
Biên LNR	15,7%	15,4%	-0,3đ %	16,7%	16,1%	-0,6đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Duy trì khuyến nghị Trung Lập với giá mục tiêu thấp hơn là 82.000đ/cp

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa phương pháp DCF (lãi suất phi rủi ro: 4,0% và tăng trưởng dài hạn: 2,0%) và định giá P/E. Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 5,9% sau khi điều chỉnh giảm EPS năm 2023 xuống 7,9%.

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	85.008	50%	42.504
P/E	79.015	50%	39.508
Giá trung bình (đồng)			82.011
Giá mục tiêu 2023 (Làm tròn)			82.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Định giá P/E

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS năm 2023 (tỷ đồng)	9.450
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
EPS pha loãng 2023 (đồng)	4.031
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)	79.015

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Phương pháp định giá dòng tiền FCFF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	89.054
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	73.805
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	162.859
Nợ ròng 2021 (tỷ đồng)	14.781
Giá trị vốn (tỷ đồng)	177.640
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
Giá trị vốn/CP (đồng)	85.008
WACC	10,3%
Chi phí vốn	11,2%
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	9.753	10.690	11.875	13.262	14.120	14.940	15.803	16.682	17.604	18.570	19.584
Khấu hao	2.209	2.121	1.617	1.636	1.627	1.622	1.619	1.618	1.620	1.624	1.631	1.640	1.652
Đầu tư tài sản cố định	(1.265)	(1.531)	(1.457)	(1.407)	(1.651)	(1.729)	(1.829)	(1.929)	(2.035)	(2.146)	(2.263)	(2.386)	(2.517)
Thay đổi vốn lưu động	(2.624)	(2.563)	(1.101)	(1.109)	(215)	(119)	(153)	(153)	(162)	(169)	(178)	(188)	(199)
Dòng tiền tự do	10.583	9.787	8.812	9.810	11.637	13.036	13.756	14.476	15.226	15.991	16.793	17.635	18.520
Chi phí thuế	(2.283)	(2.290)	(1.918)	(2.083)	(2.346)	(2.512)	(2.740)	(2.836)	(3.097)	(3.172)	(3.453)	(3.534)	(3.846)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	8.300	7.498	6.894	7.728	9.291	10.524	11.016	11.640	12.129	12.819	13.340	14.101	14.674
Giá trị năm cuối mô hình													178.280
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8.300	7.498	6.894	7.728	8.423	8.651	8.210	7.866	7.431	7.121	6.718	6.439	6.075
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình													73.805

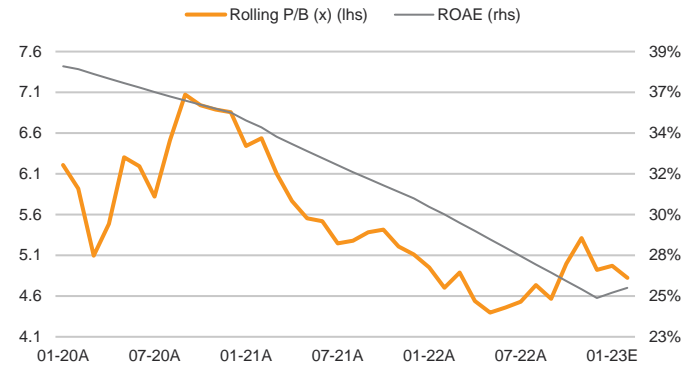
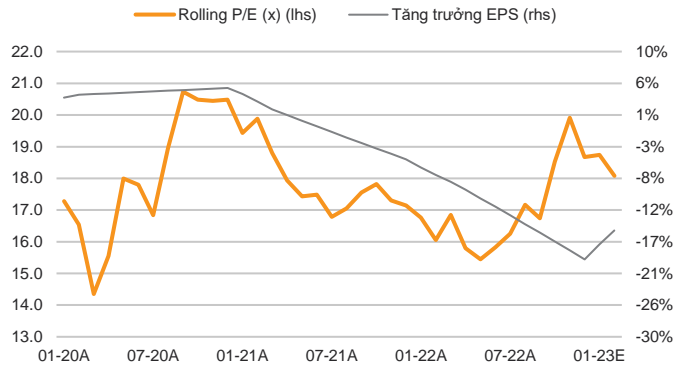
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 12: So sánh với các DN khác trong ngành (dữ liệu ngày 10/02/2023)

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	10,62	N/a	2.158	21,5	19,0	20,4	1,7	1,6	6,9	7,3	2,3	2,4
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK	N/a	37,5	N/a	18.898	20,7	18,0	16,8	2,8	2,5	14,9	15,6	6,1	6,7
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH	N/a	31,02	N/a	29.257	10,8	17,0	15,2	3,5	3,1	19,7	21,1	9,8	10,8
MEIJI Holdings Co Ltd	2269 JP	N/a	6730	N/a	7.569	13,5	16,2	15,2	1,3	1,2	8,2	8,3	5,0	5,1
A2 Milk Co Ltd	151 HK		6,8		3.460	2,0	28,0	24,5	3,9	3,4	14,1	15,3	11,8	13,0
Trung bình						13,7	19,6	18,4	2,6	2,4	12,8	13,5	7,0	7,6
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	Trung lập	75.000	82.000	6.767	-7,3%	18,6	17,1	4,6	4,4	28,8	30,1	19,7	21,1

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	59.956	61.168	63.496
Giá vốn hàng bán	(36.059)	(35.586)	(36.162)
Chi phí quản lý DN	(1.596)	(1.713)	(1.778)
Chi phí bán hàng	(12.548)	(13.179)	(13.681)
LN hoạt động thuần	9.753	10.690	11.875
EBITDA thuần	11.370	12.326	13.502
Chi phí khấu hao	(1.617)	(1.636)	(1.627)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	9.753	10.690	11.875
Thu nhập lãi	1.381	1.398	1.287
Chi phí tài chính	(618)	(307)	(295)
Thu nhập ròng khác	4	(1)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	(24)	(24)	(24)
LN trước thuế	10.497	11.755	12.841
Thuế	(1.918)	(2.083)	(2.346)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(62)	(222)	(241)
LN ròng	8.517	9.450	10.253
Thu nhập trên vốn	8.517	9.450	10.253
Cổ tức phổ thông	(8.046)	(8.046)	(8.046)
LN giữ lại	471	1.403	2.207

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	2.300	2.899	3.955
Đầu tư ngắn hạn	17.414	17.127	17.779
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.100	5.839	6.061
Hàng tồn kho	5.538	5.031	5.223
Các tài sản ngắn hạn khác	243	1.932	3.277
Tổng tài sản ngắn hạn	31.595	32.828	36.295
Tài sản cố định	13.708	11.846	10.128
Tổng đầu tư	746	771	771
Tài sản dài hạn khác	2.433	2.190	2.265
Tổng tài sản	48.483	47.635	49.459
Vay & nợ ngắn hạn	4.867	4.893	5.080
Phải trả người bán	4.284	4.371	4.537
Nợ ngắn hạn khác	6.157	4.194	4.226
Tổng nợ ngắn hạn	15.308	13.458	13.843
Vay & nợ dài hạn	66	76	79
Các khoản phải trả khác	292	279	289
Vốn điều lệ và	20.900	20.900	20.900
LN giữ lại	3.353	3.731	4.826
Vốn chủ sở hữu	32.326	33.333	34.758
Lợi ích cổ đông thiểu số	490	490	490
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	48.483	47.635	49.459

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	10.497	11.755	12.841
Khấu hao	2.095	1.980	1.581
Thuế đã nộp	(1.975)	(2.083)	(2.346)
Các khoản điều chỉnh khác	(689)	(706)	(607)
Thay đổi VLĐ	(1.101)	(1.109)	(215)
LC tiền thuần HKKD	8.827	9.837	11.253
Đầu tư TSCĐ	(1.457)	(1.407)	(1.651)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	137	23	(6)
Các khoản khác	3.592	262	(652)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1.201	(106)	(32)
LC tiền từ HĐĐT	3.473	(1.228)	(2.340)
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)	36	189
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)	(8.010)	(7.857)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.349	2.300	2.899
LC tiền thuần trong năm	(49)	599	1.056
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.300	2.899	3.955

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	14,2%	15,4%	16,1%
Vòng quay TS	1,18	1,27	1,31
ROAA	16,7%	19,7%	21,1%
Đòn bẩy tài chính	1,50	1,46	1,43
ROAE	25,2%	28,8%	30,1%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	28,2	25,9	26,0
Số ngày nắm giữ HTK	56,1	51,6	52,9
Số ngày phải trả tiền bán	43,4	44,8	45,9
Vòng quay TSCĐ	4,35	4,79	5,78
ROIC	22,6%	24,4%	25,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,4	2,6
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	2,1	2,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,3	1,5	1,6
Vòng quay tiền	40,9	32,7	32,9
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(1,6%)	2,0%	3,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(17,1%)	9,6%	11,1%
Tăng trưởng LN ròng	(19,1%)	10,9%	8,5%
Tăng trưởng EPS	(19,1%)	10,9%	8,5%

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>