

## KHUYẾN NGHỊ MUA CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM - (HSX: VNM) BIÊN LỢI NHUẬN ĐƯỢC CẢI THIẾN (tiếp theo)

Giá hiện tại:	<b>66,000</b>	Ngày viết báo cáo:	04/06/2024	<b>CƠ CẤU CỔ ĐỒNG</b>	
Giá mục tiêu trước:	<b>83,200</b>	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	20,089	SCIC	36.00%
Giá mục tiêu mới:	<b>79,600</b>	Vốn hóa (tỷ VND)	149,013	F&N Dairy	17.69%
Tỷ suất cổ tức tối thiểu	<b>5.8%</b>	Thanh khoản bình quân:	2,928	Platinum Victory	10.62%
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>21%</b>	Sở hữu nước ngoài	52.94%		

**Bộ phận Research:**

Tô Đình Hiền Viên  
(Ngành Tiêu dùng – Cảng – Vận tải biển)  
[vientdh@bsc.com.vn](mailto:vientdh@bsc.com.vn)

**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VNM với giá trị hợp lý 1 năm là 79,600 VNĐ/CP (Upside +21% so với giá đóng cửa ngày 04/06/2024, chưa bao gồm tỷ suất cổ tức 5.8%), dựa trên phương pháp DCF và P/E với tỷ trọng 50%:50%. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu giảm nhẹ -4.3% so với giá mục tiêu trước đó, chủ yếu do điều chỉnh WACC từ 8.7% lên 9.1% trong bối cảnh lãi suất có xu hướng tăng trở lại và tỷ trọng cân bằng giữa 2 phương pháp.

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

BSC điều chỉnh giảm nhẹ dự phóng KQKD 2024F so với **báo cáo Q1/2024** như sau:

**2024F** - BSC điều chỉnh giảm doanh thu thuần -0.2% so với dự phóng trước đó chủ yếu do kết quả kinh doanh của MCM trong quý 1/2024 thấp hơn so với kỳ vọng. Theo đó: DTT và LNST-CĐTS 2024 điều chỉnh lần lượt -0.2% và -0.1% so với dự phóng trước đó. Tiếp tục dựa trên các kỳ vọng:

- Thị phần hồi phục và cầu tiêu dùng cải thiện rõ ràng hơn trong 2H2024.
- Biên lợi nhuận gộp duy trì +1.4 bsp yoy nhờ giá nguyên vật liệu hạ nhiệt

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

Doanh nghiệp đầu ngành sữa với LNST-CĐTS 2024 phục hồi +12%yoy dựa trên:

- (1) Doanh thu nội địa cải thiện +5%yoy nhờ (i) thị phần hồi phục, (ii) cầu tiêu dùng cải thiện rõ ràng hơn trong 2H2024 và (iii) mùa bán hàng cao điểm trong 2 quý tiếp theo.
- (2) Biên gộp cải thiện +1.4bsp yoy nhờ chốt giá nguyên vật liệu bình quân cả năm giảm -9%yoy.
- (3) Định giá đang được chiết khấu sâu so với KQKD: P/E FW 2024 = 15.8x lần – thấp hơn so với trung vị 5 năm = 17.9x lần. Cùng với tỷ suất cổ tức 5.8%/năm – cao hơn bình quân lãi suất ngân hàng 12 tháng = 4.8%/năm.

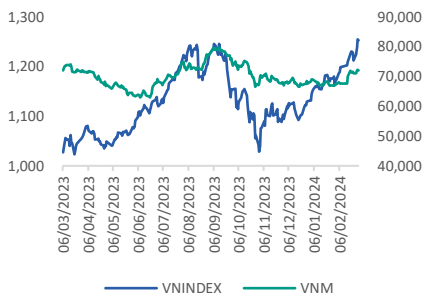
**CATALYST**

Kỳ vọng nâng hạng thị trường thành công trong 2025, sẽ là yếu tố quan trọng giúp góp phần cải thiện dòng tiền đối với các cổ phiếu có vốn hóa lớn như VNM. Nhờ đó, giá cổ phiếu kỳ vọng cải thiện theo hướng tích cực.

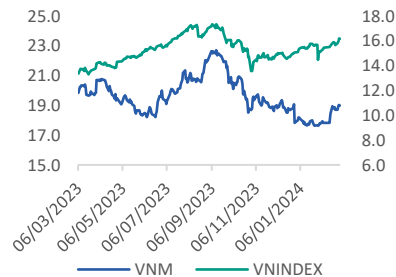
**RỦI RO ĐẦU TƯ**

- (1) Mất thị phần do áp lực cạnh tranh.
- (2) Giá nguyên vật liệu đầu vào tăng làm thu hẹp biên lợi nhuận.

**Bảng so sánh giá CP và VN- Index**



**Bảng so sánh P/E và VN index**



Chỉ số	2022	2023	2024F	2025F
<b>PE (x)</b>	18.2	17.4	15.8	15.1
<b>PB (x)</b>	3.9	4.0	4.0	3.9
<b>PS (x)</b>	2.3	2.3	2.2	2.1
<b>ROE (%)</b>	26%	26%	29%	29%
<b>ROA (%)</b>	18%	17%	19%	19%

KQKD	2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	59,956	60,369	63,595	66,195
<b>Lợi nhuận gộp</b>	23,897	24,545	26,744	27,837
<b>NPATMI</b>	8,516	8,874	9,716	10,166
<b>EPS</b>	3,632	3,804	4,165	4,358
<b>Tăng trưởng EPS</b>	-19%	5%	9%	5%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2024.

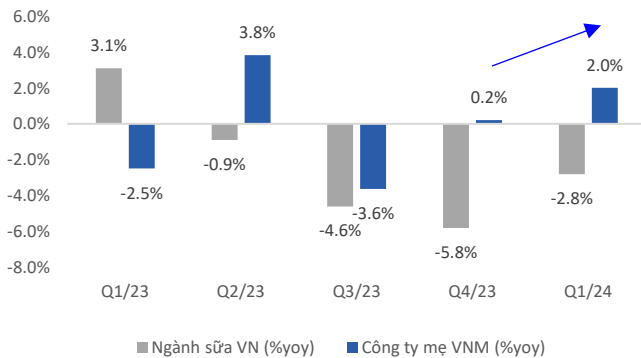
Tỷ đồng	Q1/2024	Q1/2023	% YoY	Bình luận
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>14,112</b>	<b>13,918</b>	<b>1%</b>	<b>Một số điểm nhấn chính cần lưu ý trong KQKD Q1.24</b> 1. Doanh thu thuần cải thiện +1%yoy. Trong đó: - DTT nội địa (không gồm MCM) = 10,872 tỷ đồng (+1%yoy) trong bối cảnh ngành sữa giảm gần -2.8%yoy.. Nhờ đẩy mạnh hoạt động bán hàng và quy mô thị trường đối với nhóm sữa đặc, sữa chua ăn và nhóm sữa có nguồn gốc từ thực vật. - DTT MCM giảm mạnh -15%yoy chủ yếu do thời tiết không thuận lợi, khiến nhu cầu tiêu thụ sữa giảm ở thị trường miền núi phía Bắc. - DTT chi nhánh nước ngoài = 1,319 tỷ đồng (+10%yoy) chủ yếu đóng góp đến từ các thị trường truyền thống của VNM. - DTT xuất khẩu = 1,296 tỷ đồng (+6%yoy) phần lớn đến từ cải thiện vị thế thương hiệu. 2. Biên lợi nhuận gộp +3.1 bsp yoy nhờ chi phí nguyên vật liệu đầu vào hạ nhiệt, ước tính giảm -15%yoy. 3. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/DTT +0.8bsp yoy do tiếp tục gia tăng hoạt động marketing nhằm duy trì thị phần. 4. LNST-CĐTS = 2,195 tỷ đồng (+18%yoy) chủ yếu nhờ cải thiện biên gộp và kiểm soát chi phí hoạt động hiệu quả.
Trong đó:				
+ DT nội địa (không bao gồm MCM)	10,872	10,756	1%	
% DT	77%	77%		
+ MCM	625	734	-15%	
% DT	4%	5%		
+ DT CNNN	1,319	1,203	10%	
% DT	9%	9%		
+ DT xuất khẩu trực tiếp	1,296	1,225	6%	
% DT	9%	9%		
Giá vốn	(8,201)	(8,520)	-4%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>5,912</b>	<b>5,398</b>	<b>10%</b>	
%Biên LNG	41.9%	38.8%	+3.11 bsp	
Chi phí bán hàng	(3,095)	(2,942)	5%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(396)	(389)	2%	
SG&A/DTT	24.7%	23.9%	+0.81 bsp	
<b>Lãi HĐKD cốt lõi</b>	<b>2,420</b>	<b>2,067</b>	<b>17%</b>	
%Biên LN HĐKD cốt lõi	17.2%	14.9%	+2.30 bsp	
Doanh thu tài chính	387	420	-8%	
Chi phí tài chính	(102)	(158)	-35%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(86)	(82)	5%	
Lãi từ CTLK	10	(14)	-175%	
Thu nhập khác, ròng	(10)	(3)	253%	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2,705</b>	<b>2,329</b>	<b>16%</b>	
Thuế	(499)	(406)	23%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2,207</b>	<b>1,906</b>	<b>16%</b>	
Biên LNST	15.6%	13.7%	+1.94 bsp	
CĐTS	12	49	-75%	
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>2,195</b>	<b>1,857</b>	<b>18%</b>	
<b>Chi số</b>				
Biên LNG	42%	39%	+3.11 bsp	
Biên LNR	16%	14%	+1.94 bsp	
SG&A/DT	25%	24%	+0.81 bsp	

## II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ.

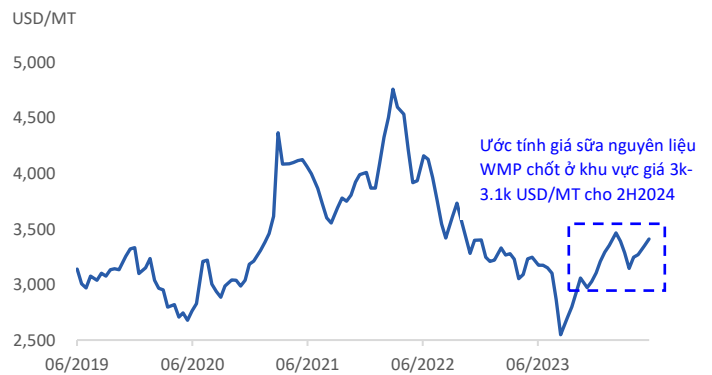
Chúng tôi duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** về KQKD 2024 của VNM ([tham khảo báo cáo gần nhất](#)):

- (1) **Doanh số nội địa kỳ vọng tăng trưởng +6%yoy dựa trên (i) thị phần hồi phục, (ii) cầu tiêu dùng cải thiện rõ ràng hơn trong 2H2024 và (iii) mùa bán hàng cao điểm trong 2 quý tiếp theo:** Tính tới 4T2024, doanh số nội địa (không bao gồm MCM) ghi nhận mức tăng trưởng +4%yoy chủ yếu nhờ vào đóng góp tích cực +10%yoy trong tháng 4/2024. Chúng tôi cho rằng, VNM sẽ tiếp tục duy trì kết quả khả quan trong các quý tiếp theo nhờ cộng hưởng từ các yếu tố nói trên.
- (2) **Giá nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt:** VNM đã chốt giá sữa nguyên liệu đầu vào ở mức giá thấp (ước tính giá bình quân giảm -3%yoy) cho 6 tháng còn lại của năm 2024. Theo đó, giá sữa nguyên liệu bình quân cả năm dự kiến giảm 9%yoy, giúp **biên lợi nhuận gộp cải thiện +1.4bsp yoy**.

Hình 1: VNM tại thị trường nội địa nổi tiếp đà tăng trưởng dương trong bối cảnh tiêu thụ ngành sữa còn ảm đạm



Hình 2: Nguyên vật liệu đầu vào giá thấp được chốt đến hết năm

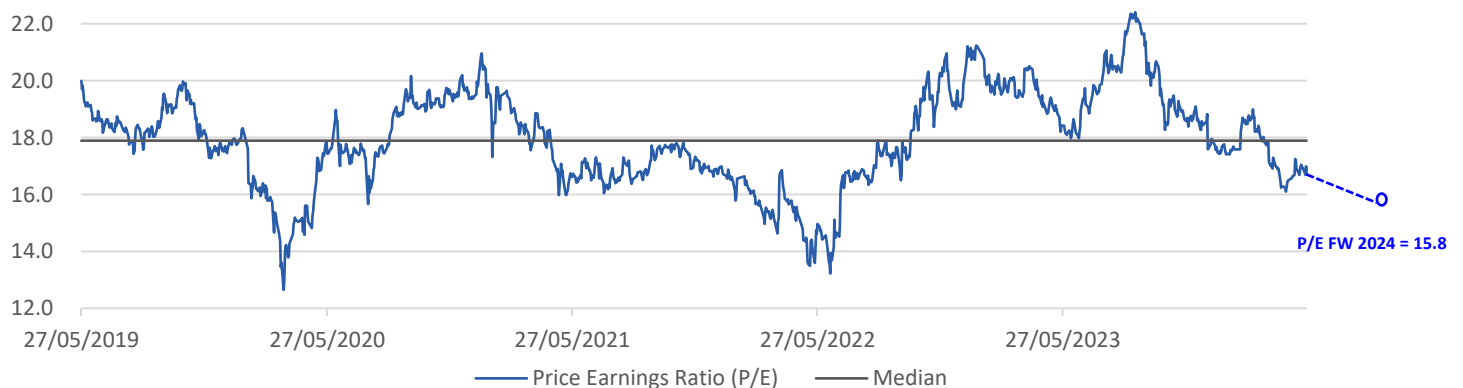


Nguồn: VNM, Bloomberg

- (3) **Cơ hội đầu tư vào cổ phiếu của doanh nghiệp có nền tảng tốt cùng với giá cổ phiếu được chiết khấu sâu so với bình quân 5 năm:** Dựa trên diễn biến giá cổ phiếu và kỳ vọng về kết quả kinh doanh 2024, chúng tôi nhận định tiềm năng tăng giá giai đoạn này đến từ 2 yếu tố:

- (i) Triển vọng kết quả kinh doanh hồi phục nhờ cải thiện doanh số và biên gộp (được đề cập tại mục 1 và 2).
- (ii) Với xu hướng lãi suất dần tăng trở lại, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu phòng thủ VNM sẽ là một lựa chọn tốt với giá cổ phiếu đã được chiết khấu sâu với P/E FW 2024 = 15.8x lần – thấp hơn so với P/E trung vị giai đoạn 5 năm = 17.9x lần, có tỷ suất cổ tức = 5.8%/năm - cao hơn lãi suất ngân hàng bình quân 12 tháng = 4.8%/năm.

Hình 3: P/E FW 2024 ước tính điều chỉnh về mức hấp dẫn = 15.8x lần – dưới mức trung vị 5 năm quá khứ



### III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2024

BSC điều chỉnh dự phóng kết quả kinh doanh 2024F so với báo cáo Q1/2023 như sau:

2024F - BSC điều chỉnh giảm nhẹ doanh thu thuần -0.2% so với dự phóng trước đó chủ yếu do kết quả kinh doanh của MCM trong quý 1/2024 thấp hơn so với kỳ vọng. Theo đó: DTT và LNST-CĐTTS 2024 điều chỉnh lần lượt -0.2% và -0.1% so với dự phóng trước đó, tương đương EPS FW 2024 = 4,165 VND/CP, P/E FW 2024 = 15.8 lần. Cụ thể:

Bảng: Dự phóng KQKD 2024

	2023	2024F		% thay đổi ước tính	Ghi chú thay đổi so với báo cáo quý 1/2024
		Cũ	Mới		
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>60,369</b>	<b>63,694</b>	<b>63,595</b>	<b>-0.2%</b>	→Điều chỉnh giảm nhẹ -0.2% chủ yếu kết quả kinh doanh của MCM trong quý 1/2024 thấp hơn so với kỳ vọng.
%YoY	0.70%	5.5%	5.3%		
Doanh thu nội địa	50,617	53,668	53,523	-0.3%	
%YoY	-0.20%	6.0%	5.7%		
Doanh thu xuất khẩu	5,039	5,208	5,208	0.0%	
%YoY	4.40%	3.4%	3.4%		
Doanh thu công ty con	4,713	4,818	4,864	0.9%	
%YoY	6.50%	2.2%	3.2%		
<b>Lãi gộp</b>	<b>24,545</b>	<b>26,789</b>	<b>26,744</b>	<b>-0.2%</b>	
% GPM	40.70%	42.1%	42.1%		
Chi phí bán hàng	-13,018	-14,229	-14,213	0%	
Chi phí QLDN	-1,756	-1,730	-1,721	-1%	
SG&A/Rev	24.50%	25.1%	25.1%		
<b>EBIT</b>	<b>9,771</b>	<b>10,830</b>	<b>10,810</b>	<b>-0.2%</b>	
Thu nhập tài chính	1,716	1,665	1,730	4%	
Chi phí tài chính	-503	-499	-554	11%	
Thu nhập khác, ròng	64	68	68		
<b>LNST</b>	<b>10,968</b>	<b>11,983</b>	<b>11,973</b>	<b>-0.1%</b>	→Điều chỉnh giảm nhẹ -0.1% chủ yếu do điều chỉnh giảm lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi
<b>LNST</b>	<b>9,019</b>	<b>9,884</b>	<b>9,875</b>	<b>-0.1%</b>	
%YoY	5.20%	9.6%	9.5%		
Biên LNST	14.90%	15.5%	15.5%		
LNST - LCĐTTS	8,874	9,725	9,716	-0.1%	
EPS Pha loãng (VND)	3,804	4,168	4,165		
PE (lần)	18.8	17.0	15.8		

Nguồn: Fiin, BSC Reseearch dự phóng

#### IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VNM với giá trị hợp lý 1 năm là 79,600 VNĐ/CP (Upside +21% so với giá đóng cửa ngày 04/06/2024, chưa bao gồm tỷ suất cổ tức 5.8%/năm), dựa trên phương pháp DCF và P/E với tỷ trọng 50%:50%. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu giảm nhẹ -4.3% so với giá mục tiêu trước đó, chủ yếu do điều chỉnh WACC từ 8.7% lên 9.1% trong bối cảnh lãi suất có xu hướng tăng trở lại và tỷ trọng cân bằng giữa 2 phương pháp.

Bảng 3: Định giá cổ phiếu

Phương pháp DCF	2024	2025	2026	2027	2028
Dòng tiền tự do công ty (FCFF)	11,178	11,309	12,049	12,878	14,182
Tổng giá trị chiết khấu dòng tiền tự do 5 năm	9,804	9,094	8,881	8,702	8,785
Giá trị cuối cùng	177,150				
Chiết khấu giá trị cuối cùng	109,733				
Tổng giá trị chiết khấu	155,000				
(-) Nợ	(7,274)				
(+) Tiền mặt	23,842				
<b>Tổng giá trị công ty</b>	<b>171,567</b>				
SLCP Lưu hành (triệu)	2,090				
<b>Giá trị hợp lý</b>	<b>82,091</b>				
Phương pháp P/E					
EPS Pha loãng 2024	4,165				
P/E mục tiêu	<b>18.5</b>				
<b>Giá hợp lý</b>	<b>77,044</b>				
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân	Chi phí sử dụng vốn	
DCF	82,091	50%	41,046	Rf	2.7%
P/E	77,044	50%	38,522	Beta	0.7
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>79,600</b>	Ke	10.1%
Giá đóng cửa (24/05/2024)			66,000	Kd	6.0%
<b>Tiềm năng tăng giá</b>			21%	E/A	80.6%
Tỷ suất cổ tức			5.8%	D/A	19.4%
<b>Tổng mức sinh lời</b>			<b>26.4%</b>	Thuế	17.8%
<b>Khuyến nghị</b>			<b>MUA</b>	<b>WACC</b>	<b>9.1%</b>

Nguồn: BSC Research ước tính

## PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	LCTT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>59,956</b>	<b>60,369</b>	<b>63,595</b>	<b>66,195</b>	(Lỗ)/LNST	<b>10,496</b>	<b>10,968</b>	<b>11,973</b>	<b>12,528</b>
Giá vốn hàng bán	(36,059)	(35,824)	(36,851)	(38,358)	Khấu hao và phân bổ	2,095	2,300	2,868	3,129
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>23,897</b>	<b>24,545</b>	<b>26,744</b>	<b>27,837</b>	Thay đổi vốn lưu động	104	(1,702)	51	(506)
Chi phí bán hàng	(12,548)	(13,018)	(14,213)	(14,827)	Điều chỉnh khác	(3,180)	(2,670)	(2,535)	(2,605)
Chi phí QLDN	(1,596)	(1,756)	(1,721)	(1,798)	LCTT từ HĐ KD	<b>8,827</b>	<b>7,887</b>	<b>11,204</b>	<b>11,243</b>
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>9,753</b>	<b>9,771</b>	<b>10,810</b>	<b>11,212</b>	Tiền chi mua TSCĐ	(1,457)	(1,580)	(1,254)	(1,306)
Doanh thu tài chính	1,380	1,716	1,730	1,855	Đầu tư khác	4,930	(1,409)	2	3
Chi phí tài chính	(618)	(503)	(554)	(529)	LCTT từ HĐ Đầu tư	<b>3,473</b>	<b>(2,989)</b>	<b>(1,252)</b>	<b>(1,303)</b>
Chi phí lãi vay	166	354	439	414	Tiền chi trả cổ tức	(8,167)	(8,152)	(8,046)	(8,046)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	(24)	(81)	(81)	(81)	Tiền từ vay ròng	-	-	16	11
Lãi/lỗ khác	4	64	68	70	Tiền thu khác	338	347	(159)	(167)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>10,496</b>	<b>10,968</b>	<b>11,973</b>	<b>12,528</b>	LCTT từ HĐ Tài chính	<b>(12,360)</b>	<b>(4,293)</b>	<b>(9,155)</b>	<b>(9,206)</b>
Thuế thu nhập DN	(1,918)	(1,949)	(2,097)	(2,194)	Dòng tiền đầu kỳ	2,349	2,300	2,912	3,705
<b>LN sau thuế</b>	<b>8,578</b>	<b>9,019</b>	<b>9,875</b>	<b>10,333</b>	Tiền trong kì	(60)	606	796	735
CĐTS	62	146	159	167	Dòng tiền cuối kỳ	<b>2,285</b>	<b>2,903</b>	<b>3,705</b>	<b>4,436</b>
LNST - CĐTS	8,516	8,874	9,716	10,166	<b>Chỉ số (%)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
EBITDA	11,849	12,071	13,678	14,341	Khả năng thanh toán				
EPS	3,632	3,804	4,165	4,358	Hố TT ngắn hạn	2.06	2.10	2.25	2.38
					Hố TT nhanh	1.69	1.73	1.83	1.82
					<b>Cơ cấu vốn</b>				
					Hố Nợ/TTS	10.2%	16.1%	14.1%	14%
					Hố Nợ/VCSH	15.0%	24.1%	21.2%	21%
					<b>Năng lực hoạt động</b>				
					Số ngày HTK	33.6	37.0	37.0	39.5
					Số ngày phải thu	37.1	39.4	39.9	40.4
					Số ngày phải trả	43.4	38.8	42.3	44.3
					CCC	27.3	37.6	34.6	35.6
					<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>				
					Lợi nhuận gộp	39.9%	40.7%	42.1%	42%
					Lợi nhuận LNST	14.3%	14.9%	15.5%	16%
					ROE	26.1%	25.8%	28.8%	29%
					ROA	17.7%	17.1%	19.1%	19%
					<b>Định Giá</b>				
					PE	18.2	17.4	15.8	15.1
					PB	4.2	3.9	4.0	3.9
					<b>Tăng trưởng</b>				
					Tăng trưởng DTT	-1.6%	0.7%	5.3%	4%
					Tăng trưởng EBIT	16.3%	16.2%	17.0%	17%
					Tăng trưởng LNNT	-19.3%	5.2%	9.5%	5%
					Tăng trưởng EPS	-19.1%	4.7%	9.5%	5%

Nguồn: BSC Research.

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 8-9 Tòa nhà Thái Holdings  
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

