

KHUYẾN NGHỊ MUA		CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM - (HSX: VNM) LỢI NHUẬN PHỤC HỒI TỪ Q2/2023			
Giá hiện tại:	<b>70,900</b>	Ngày viết báo cáo:	10/7/2023	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>	
Giá mục tiêu trước:	<b>84,500</b>	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	20,089	SCIC	36.01%
Giá mục tiêu mới:	<b>81,700</b>	Vốn hóa (tỷ VND)	148,178	F&N Dairy	17.69%
Tỷ suất cổ tức	<b>6.8%</b>	Thanh khoản bình quân (tỷ đồng):	126.3758	Platinum Victory	10.62%
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>15%</b>	Sở hữu nước ngoài	55.79%		

**Bộ phận Research:**

Phạm Thị Minh Châu  
(Ngành Tiêu dùng – bán lẻ)  
[Chaupm@bsc.com.vn](mailto:Chaupm@bsc.com.vn)

**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VNM với giá hợp lý 1 năm là **81,700 VNĐ/CP** (Upside +15% so với giá đóng cửa ngày 7/7/2023), dựa trên phương pháp DCF và PE với tỷ trọng 50%/50%

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

**Kỳ vọng năm 2023:** BSC điều chỉnh doanh thu thuần và LNST-LICĐTS năm 2023 lần lượt -0.7 ppt và -4 ppt so với báo cáo trước do

- Biên lợi nhuận giảm 0.2% do giá tồn kho nguyên vật liệu cao hơn kì vọng trong 1H/2023 và xu hướng giá nguyên vật liệu khác như đường,... kì vọng tiếp tục tăng.
- Tăng tỷ lệ SG&A/REV từ 24.5% lên 24.9% do dựa trên kì vọng đẩy mạnh các chiến lược quảng cáo khuyến mãi cho chiến dịch nâng cấp bao bì hàng loạt sản phẩm và tăng nhận diện thương hiệu

**2024F – Kỳ vọng lợi nhuận phục hồi sau giai đoạn khó khăn:** BSC kì vọng DTT và LNST-LICĐTS lần lượt đạt 63,832 tỷ VND(+4%YoY) và 9,503 tỷ VND (+10%YoY), EPS FW 2024 =4,053 VND/cp và P/E FW 2024= 17.5 lần. Dựa trên kì vọng

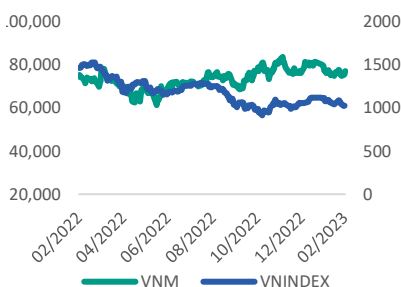
**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

- **Biên lợi nhuận gộp phục hồi từ đáy quý 1/2023 và cải thiện 1.1 điểm phần trăm trong 2024 so với cùng kì 2023 nhờ** giá NVL có dấu hiệu hạ nhiệt về mức giá của năm 2022
- **Định giá 2024F đã được chiết khấu sâu:** PE FW =17 lần chiết khấu so với PE 5 năm 19 lần và PE doanh nghiệp trong ngành là 20 lần và tỷ suất cổ tức ổn định ở mức 5%-7%

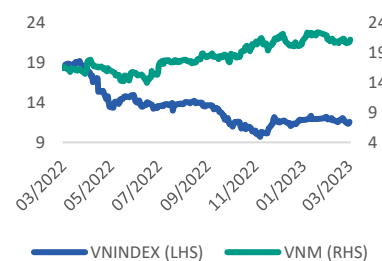
**RỦI RO ĐẦU TƯ**

Mất thị phần do áp lực cạnh tranh;  
Biến động giá nguyên vật liệu ảnh hưởng đến biên lợi nhuận;

**Bảng so sánh giá CP và VN- Index**



**Bảng so sánh P/E và VN index**



Chỉ số	2021	2022	2023E	2024F	KQKD	2021	2022	2023E	2024F
PE (x)	15.8	19.5	19.3	17.5	Doanh thu thuần	60,919	59,956	61,446	63,832
PB (x)	4.5	4.5	4.5	4.5	Lợi nhuận gộp	26,278	23,897	25,322	26,926
PS (x)	2.4	2.5	2.4	2.3	NPATMI	10,532	8,516	8,631	9,503
ROE (%)	30%	26%	27%	29%	EPS	4,487	3,632	3,681	4,053
ROA (%)	20%	18%	17%	19%	Tăng trưởng EPS	-5.7%	-19.1%	1.3%	10.1%

## I. ĐIỀU CHỈNH DỰ PHÓNG 2023 VỚI BÁO CÁO TRƯỚC

Tóm tắt tình hình KQKD của VNM 1H/2023:

(1) Kết quả kinh doanh Q1/2023: DTT và LNST chênh lệch lần lượt 0.4% và -7% so với dự phóng trước đó của BSC do

- Mức nền giá tồn kho nguyên vật liệu đầu vào cao hơn so với cùng kì.
- Chi phí SG&A/REV cao hơn 1 điểm phần trăm do các hoạt động quảng cáo khuyến mãi trong bối cảnh nhu cầu yếu.

(2) Những số liệu sơ bộ phục hồi trong Q2/2023: DTT và LNST lần lượt tăng trưởng 1.6% YoY và 5.6% YoY tương đương 8.9% và 16.5% MoM.

- Tín hiệu tăng trưởng doanh thu tháng 5/2023 ước tính 8%-10% MoM và tiếp tục tăng trưởng trong tháng 6/2023 nhờ hiệu quả của chiến lược tái cấu trúc kênh phân phối đặc biệt là kênh truyền thống dẫn tới.
- Biên lợi nhuận cải thiện từ tháng 6/2023 khi hoàn tất xử lý nguyên vật liệu giá cao trong tháng 5/2023

Ngoài ra, VNM cũng đã ra mắt nhận diện thương hiệu mới trong tháng 7/2023, nhằm đánh dấu giai đoạn hậu tái cấu trúc “từ trong (tái cấu trúc kênh phân phối và chuyển đổi số, nâng cấp quy trình quản trị, tuyển dụng nhân sự,...) ra ngoài”.

Do đó, chúng tôi kì vọng trong ngắn hạn chi phí SG&A/DTT dự kiến sẽ tăng so với cùng kì do áp dụng các chương trình khuyến mãi, quảng cáo thương hiệu mới hướng tới mục tiêu duy trì và mở rộng thị phần trong dài hạn.

**Hình 1: Tái định vị thương hiệu Vinamilk**



Nguồn: Thu thập

Dựa trên các yếu tố trên chúng tôi điều chỉnh như sau:

	Trước điều chỉnh				Sau điều chỉnh			
	Q1.23A	Q2.23E	Q3.23E	Q4.23E	Q1.23A	Q2.23E	Q3.23E	Q4.23E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	13,863	15,428	16,735	15,857	13,918	15,200	16,735	15,682
%YoY	0%	3%	4%	5%	0.3%	2%	4%	4%
LNST (tỷ VND)	2,040	2,235	2,635	2,260	1,906	2,200	2,485	2,215
%YoY	-11%	6%	13%	21%	-17%	5%	7%	19%

\* chi phí SG&A tăng do các chương trình quảng cáo, ra mắt thương hiệu mới

Nguồn: VNM, BSC ước tính.

## II. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

**BSC điều chỉnh doanh thu thuần và LNST-LICĐTS năm 2023 lần lượt -0.7 ppt và -4 ppt so với báo cáo trước do**

- biên lợi nhuận giảm 0.2 ppt do giá tồn kho nguyên vật liệu cao hơn kì vọng trong 1H/2023 và xu hướng giá nguyên vật liệu khác như đường,... dự kiến tiếp tục duy trì tại mức cao
- Tăng tỷ lệ SG&A/REV từ 24.5% lên 24.9% do dựa trên xu hướng đẩy mạnh các chiến lược quảng cáo khuyến mãi cho chiến dịch nâng cấp bao bì hàng loạt sản phẩm và tăng nhận diện thương hiệu, trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng yếu

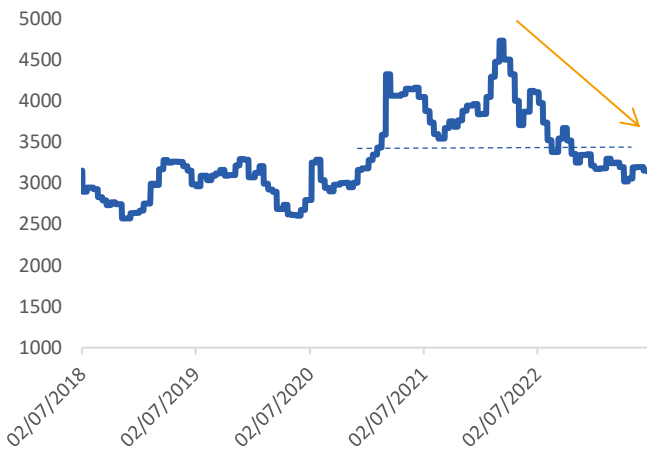
**2024F – Kỳ vọng lợi nhuận phục hồi sau giai đoạn khó khăn: BSC kì vọng DTT và LNST-LICĐTS lần lượt đạt 63,832 tỷ VND(+4%YoY) và 9,503 tỷ VND (+10%YoY), EPS FW 2024 =4,053 VND/cp và P/E FW 2024= 17.5 lần. Dựa trên kì vọng**

- Nhu cầu tiêu dùng phục hồi và hiệu quả của chiến lược tái cấu trúc kênh phân phối và các chương trình promotion,
- Biên lợi nhuận phục hồi 1ppt nhờ kì vọng giá sữa bột suy giảm so với mức nền cao 1H/2023.

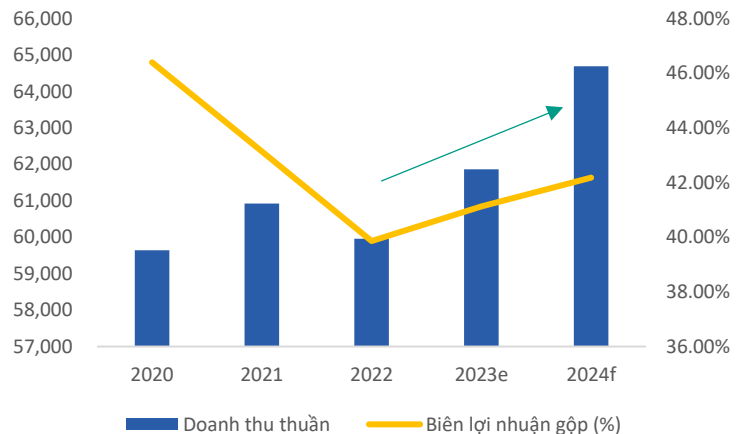
	2022	Dự báo trước đó	2023E	% điều chỉnh	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	59,956	61,883	61,446	-0.7%	63,832
<b>%YoY</b>	-1.6%	3%	2.5%		3.9%
Doanh thu nội địa	<b>50,704</b>	<b>52,376</b>	<b>51,946</b>	-0.8%	<b>53,997</b>
<b>%YoY</b>	-1.0%	3.3%	2.4%		3.9%
Doanh thu xuất khẩu	4,828	4,951	4,951	0.0%	5,149
<b>%YoY</b>	-21.2%	2.5%	2.5%		4.0%
Doanh thu công ty con	4,424	4,556	4,549	-0.2%	4,685
<b>%YoY</b>	7.0%	3.0%	2.8%		3.0%
Lãi gộp	23,897	25,641	25,322	-1.2%	26,926
<b>GPM</b>	39.9%	41.4%	41.2%		42.2%
Chi phí bán hàng	(12,548)	(13,553)	(13,693)	1.0%	(14,161)
Chi phí QLDN	(1,596)	(1,635)	(1,634)	-0.1%	(1,698)
<b>SG&amp;A/Rev</b>	23.6%	24.5%	24.9%		24.8%
EBIT	9,753	10,452	9,994	-4.4%	11,067
Thu nhập tài chính	1,380	1,355	1,308		1,358
Chi phí tài chính	(618)	(695)	(605)		(648)
Thu nhập khác, ròng	4	5	5		5
LNTT	10,496	11,117	10,677	-4.0%	11,757
LNST	8,578	9,169	8,807	-4.0%	9,697
<b>%YoY</b>	-19.3%	7%	2.7%		10.1%
<b>Biên LNST</b>	14.3%	14.8%	14.3%		15.2%
LNST - LICĐTS	8,516	8,986	8,631	-4.0%	9,503
EPS Pha loãng	3,632	3,833	3,681	-4.0%	4,053

Nguồn: Báo cáo tài chính VNM và BSC Research tổng hợp

Hình 1: xu hướng giảm giá bột sữa WMP về mức đầu 2021



Hình 2: Doanh thu và biên lợi nhuận kì vọng phục hồi từ đáy 2022



Nguồn: VNM, BSC ước tính

### III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **VNM** với giá trị hợp lý 1 năm là **81,700 VNĐ/CP** (Upside 15% so với giá đóng cửa ngày 7/7/2023)- điều chỉnh giảm nhẹ -3.4% so với giá mục tiêu trước đó do điều chỉnh giảm kì vọng LNST 2023E ~-4%, dựa trên phương pháp DCF với WACC=9% và P/E mục tiêu =18.5 lần- vẫn thấp hơn trung bình 5 năm 19.2 lần, do điều chỉnh tốc độ tăng trưởng giảm so với quá khứ.

**Theo quan điểm của chúng tôi, VNM vẫn có tiềm năng tăng giá nhờ**

(1) KQKD của VNM kì vọng phục hồi từ 2H/2023 nhờ biên lợi nhuận gộp phục hồi

(2) Định giá cho năm 2024f đã được chiết khấu về mức 17 lần thấp hơn PE trung bình các doanh nghiệp cùng ngày là 19 lần và tỷ suất cổ tức đều đặn ở mức 6.8%.

Hình 1: Định giá cổ phiếu

Phương pháp DCF	2023	2024	2025	2026	2027
Dòng tiền tự do công ty (FCFF)	9,431	10,554	11,673	12,870	14,061
Tổng giá trị chiết khấu dòng tiền tự do 5 năm	9,045	9,319	9,491	9,636	9,694
Giá trị cuối cùng	163,461				
Chiết khấu giá trị cuối cùng	112,691				
Tổng giá trị chiết khấu	159,876				
(-) Nợ	-6,506				
(+) Tiền mặt	20,892				
Tổng giá trị công ty	174,262				
SLCP Lưu hành (triệu)	2,090				
<b>Giá trị hợp lý</b>	<b>83,381</b>				
Phương pháp P/E					
EPS Pha loãng 2H/2023-1H/2024	4,276				
P/E mục tiêu	18.5				
<b>Giá hợp lý</b>	<b>79,106</b>				
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân	Chi phí sử dụng vốn	
DCF	83,381	60%	50,029	Rf	3.50%
P/E	79,106	40%	31,642	Beta	0.67
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>81,700</b>	Ke	9%
Giá Hiện tại			70,900	Kd	6%
Upside			15%	E/A	83%
<b>Khuyến nghị</b>			<b>THEO DÕI</b>	D/A	17%
Tỷ lệ cổ tức			6.8%	Thuế	18%
P/E ngành			20	WACC	9%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

## PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	60,919	59,956	61,446	63,832	(Lỗ)/LNST	12,922	10,496	10,677	11,757
Giá vốn hàng bán	(34,641)	(36,059)	(36,201)	(36,847)	Khấu hao và phân bổ	2,121	2,095	2,569	2,868
Lợi nhuận gộp	26,278	23,897	25,322	26,926	Thay đổi vốn lưu động	(1,293)	104	(402)	(382)
Chi phí bán hàng	(12,951)	(12,548)	(13,693)	(14,161)	Điều chỉnh khác	(3,626)	(3,180)	(2,270)	(2,506)
Chi phí QLDN	(1,567)	(1,596)	(1,634)	(1,698)	LCTT từ HĐ KD	9,432	8,827	9,793	10,952
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>11,760</b>	<b>9,753</b>	<b>9,994</b>	<b>11,067</b>					
Doanh thu tài chính	1,215	1,380	1,308	1,358	Tiền chi mua TSCĐ	(1,531)	(1,457)	(1,212)	(1,259)
Chi phí tài chính	(202)	(618)	(605)	(648)	Đầu tư khác	(2,402)	4,930	614	2
Chi phí lãi vay	89	166	400	449	LCTT từ HĐ Đầu tư	(3,933)	3,473	(598)	(1,257)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	(45)	(24)	(24)	(24)					
Lãi/lỗ khác	195	4	5	5	Tiền chi trả cổ tức	(7,621)	(8,167)	(8,046)	(8,046)
Lợi nhuận trước thuế	12,922	10,496	10,677	11,757	Tiền từ vay ròng	-	-	1,573	6
Thuế thu nhập DN	(2,290)	(1,918)	(1,870)	(2,059)	Tiền thu khác	318	338	(176)	(194)
LN sau thuế	10,633	8,578	8,807	9,697	LCTT từ HĐ Tài chính	(5,257)	(12,360)	(7,400)	(9,061)
CĐTS	100	62	176	194					
LNST - CĐTS	10,532	8,516	8,631	9,503	Dòng tiền đầu kỳ	2,111	2,349	2,300	4,091
EBITDA	13,882	11,849	12,563	13,935	Tiền trong kì	241	(60)	1,794	634
EPS	4,487	3,632	3,681	4,053	Dòng tiền cuối kỳ	2,349	2,285	4,091	4,721

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024
Tiền và tương đương tiền	2,349	2,300	4,091	4,721	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	21,026	17,414	16,801	16,801	Hỗ TT ngắn hạn	2.12	2.06	1.97	2.05
Phải thu ngắn hạn	5,822	6,100	6,416	6,840	Hỗ TT nhanh	1.71	1.69	1.53	1.53
Tồn kho	6,773	5,538	6,514	7,117					
TS ngắn hạn khác	141	208	213	222	<b>Cơ cấu vốn</b>				
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>36,110</b>	<b>31,560</b>	<b>35,029</b>	<b>38,010</b>	Hỗ Nợ/TTS	17.7%	10.2%	12.8%	12.5%
TS hữu hình	11,620	10,860	9,523	7,640	Hỗ Nợ/VCSH	26.4%	15.0%	19.9%	19.6%
Khấu hao	(16,025)	(17,642)	(20,210)	(23,079)					
TS dở dang dài hạn	1,130	1,805	1,653	1,927	Năng lực hoạt động				
ĐT dài hạn	60	58	58	58	Số ngày HTK	40.5	33.6	38.6	40.6
TS dài hạn khác	2,565	2,375	2,375	2,375	Số ngày phải thu	34.8	37.1	38.1	39.1
<b>TS dài hạn</b>	<b>17,222</b>	<b>16,922</b>	<b>15,764</b>	<b>14,155</b>	Số ngày phải trả	44.4	43.4	47.4	50.9
<b>Tổng TS</b>	<b>53,332</b>	<b>48,483</b>	<b>50,793</b>	<b>52,165</b>	CCC	30.9	27.3	29.3	28.8
Nợ phải trả	4,214	4,284	4,698	5,135					
Vay ngắn hạn	9,382	4,867	6,446	6,451	Tỉ suất lợi nhuận				
Nợ ngắn hạn khác	2,965	5,755	6,237	6,453	Lợi nhuận gộp	43.1%	39.9%	41.2%	42.2%
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>17,068</b>	<b>15,308</b>	<b>17,795</b>	<b>18,548</b>	Lợi nhuận LNST	17.4%	14.3%	14.3%	15.2%
Vay dài hạn	76	66	60	60	ROE	29.7%	26.1%	27.0%	29.2%
Nợ dài hạn khác	338	292	298	298	ROA	19.9%	17.7%	17.3%	18.6%
Tổng Nợ dài hạn	414	358	358	358					
<b>Tổng Nợ</b>	<b>17,482</b>	<b>15,666</b>	<b>18,153</b>	<b>18,906</b>	<b>Định Giá</b>				
Vốn góp	20,900	20,900	20,900	20,900	PE	15.80	19.52	19.26	17.49
Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34	PB	4.13	4.52	4.54	4.46
LN chưa phân phối	7,594	3,353	2,074	1,479					
Vốn chủ khác	-	-	-	-	<b>Tăng trưởng</b>				
Cổ đông thiểu số	2,767	2,967	3,144	3,338	Tăng trưởng DTT	2.2%	-1.6%	2.5%	3.9%
<b>Tổng Vốn chủ sở hữu</b>	<b>35,850</b>	<b>32,817</b>	<b>32,640</b>	<b>33,259</b>	Tăng trưởng EBIT	19.3%	16.3%	16.3%	17.3%
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>53,332</b>	<b>48,483</b>	<b>50,793</b>	<b>52,165</b>	Tăng trưởng LNNT	-5.4%	-19.3%	2.7%	10.1%
Số lượng cổ phiếu lưu hành	2,090	2,090	2,090	2,090	Tăng trưởng EPS	-5.7%	-19.1%	1.3%	10.1%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

## 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>**

