

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

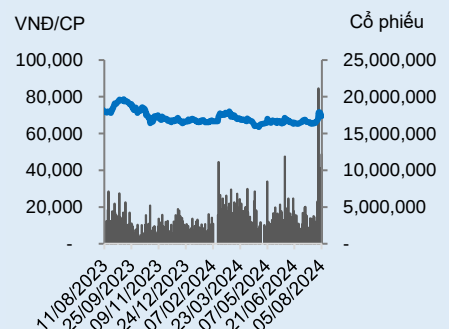
Tháng 8, 2024

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	85.900
Giá thị trường (05/8/2024)	69.400
Lợi nhuận kỳ vọng	+23,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	63.500-78.686
Vốn hóa	145.043 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	2.089.955.445
KLGD bình quân 10 ngày	7.699.891
% sở hữu nước ngoài	50,88%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.850
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,6%
Beta	1,01

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNM	2,9%	2,8%	4,4%	4,0%
VNIndex	5,0%	-8,2%	-4,4%	-0,9%

Chuyên viên phân tích

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

(84 24) 3928.8080 ext.209

dunglnt@bvsc.com.vn

CTCP Sữa Việt Nam

Mã giao dịch: VNM

Reuters: VNM.HM

Bloomberg: VNM VN

Doanh thu tăng trưởng nhờ mảng kinh doanh nước ngoài

Điểm sáng KQKD tới từ tốc độ tăng trưởng doanh thu. Lũy kế 6T2024, doanh thu hợp nhất đạt 30.790 tỷ đồng (+5,6% YoY) và LNST đạt 4.903 tỷ đồng (+18,6% YoY), lần lượt hoàn thành 48,7% và 52,3% kế hoạch năm 2024.

Doanh thu mảng nước ngoài tăng trưởng ấn tượng. Trong quý 2/2024, doanh thu kinh doanh nước ngoài tăng trưởng 29,9% YoY, lũy kế 1H2024 tăng trưởng 18,7% YoY. Mảng kinh doanh nước ngoài tăng trưởng ấn tượng nhờ xuất khẩu (+37,0% YoY) và các công ty con tại nước ngoài (+21,7%).

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục duy trì đà phục hồi. Biên gộp tăng 50 bps so với quý trước và 190 bps so với cùng kỳ năm trước trong bối cảnh hưởng lợi từ giá NVL hạ nhiệt. Ngoài ra, việc doanh thu tại nước ngoài (khu vực có biên gộp cao hơn nội địa) tăng trưởng mạnh mẽ cũng đóng góp cho sự cải thiện của biên LNG. VNM cho biết đã chốt 90% các loại NVL tới tháng 12/2024, một số ít các NVL còn lại sẽ tiếp tục được chốt giá mua cho 2024 dựa trên tình hình thị trường trong các tháng tới. BVSC dự phóng BLNG sẽ đi ngang so với Q2/2024 trong nửa cuối năm.

Chi phí bán hàng & QLDN được kiểm soát hợp lý trong Q2/2024. Chi phí Bán hàng & QLDN tăng 11% YoY, tương đồng với tốc độ tăng trưởng doanh thu. Biên chi phí Bán hàng & QLDN/Doanh thu thuần ở mức 24,2%, tăng nhẹ so với mức 23,9% cùng kỳ 2023.

Giành thêm được thị phần nội địa. Trong khoảng 3 quý gần nhất, khi tốc độ tăng trưởng của toàn ngành âm từ -5,8% đến -1,8% thì doanh thu thuần nội địa tăng trưởng từ 0,2% đến 3,8% YoY. Điều này cho thấy mảng sữa nội địa của VNM đã lấy thêm được thị phần từ các đối thủ cạnh tranh.

Toàn ngành Sữa kỳ vọng phục hồi trong 2H2024. Việc tốc độ tăng trưởng đã thu hẹp dần giảm cho thấy toàn ngành đang trên đà phục hồi, chúng tôi kỳ vọng toàn ngành sẽ bắt đầu tăng trưởng dương trở lại trong Q3-4/2024.

Tiếp tục tái định vị sản phẩm trong 2H2024. Công ty có kế hoạch sẽ tiếp tục tái định vị với các sản phẩm như sữa chua nước và sữa bột trong Q3/2024.

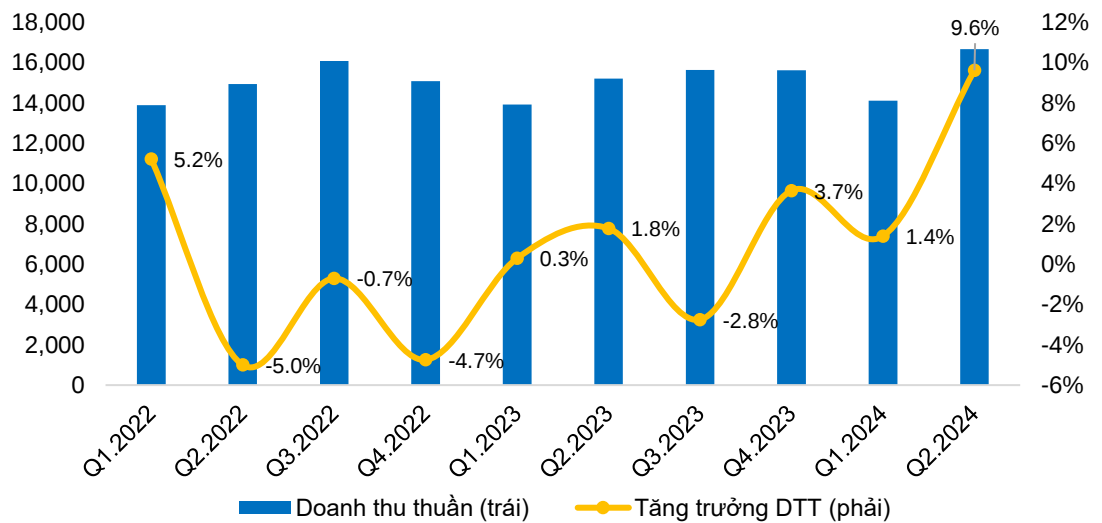
Duy trì quan điểm lợi nhuận tăng trưởng khả quan trong 2024. BVSC dự báo doanh thu 63.201 tỷ đồng (+4,7% yoy) và 65.630 tỷ đồng (+3,5% YoY); LNST-CĐTTS 9.836 tỷ đồng (+10,8% yoy) và 10.730 tỷ đồng (+9,1% YoY) trong 2024F và 2025F. Dự báo tương ứng với EPS 4.706 và 5.134 đồng/cp trong 2024F và 2025F, tương ứng với P/E forward lần lượt là 14,7x và 13,5x.

Khuyến nghị đầu tư: BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với VNM, giá kỳ vọng **85.900 đồng/cp** ở thời điểm giữa năm 2025 dựa trên phương pháp định giá DCF và so sánh P/E mục tiêu.

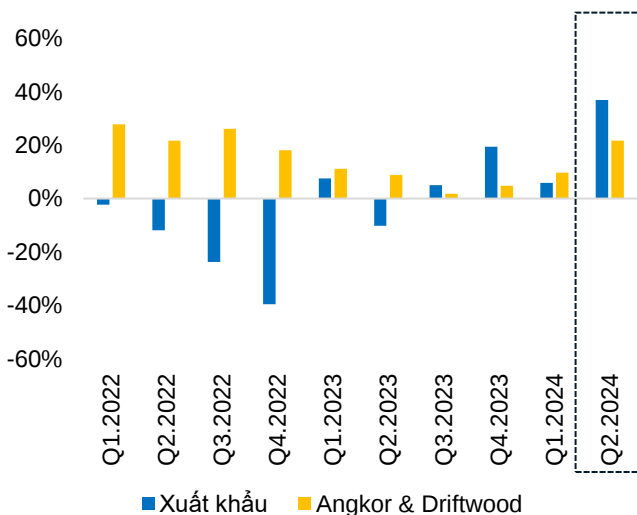
KQKD 1H2024 tăng trưởng doanh thu tích cực

Lũy kế 6T2024, doanh thu hợp nhất đạt 30.790 tỷ đồng (+5.6% YoY) và LNST đạt 4.903 tỷ đồng (+18,6% YoY), lần lượt hoàn thành 48,7% và 52,3% kế hoạch năm 2024. Doanh thu thuần theo quý của VNM đạt 16.656 tỷ đồng (+9,6% YoY, +18,0% QoQ) mức cao nhất theo quý trong lịch sử công ty.

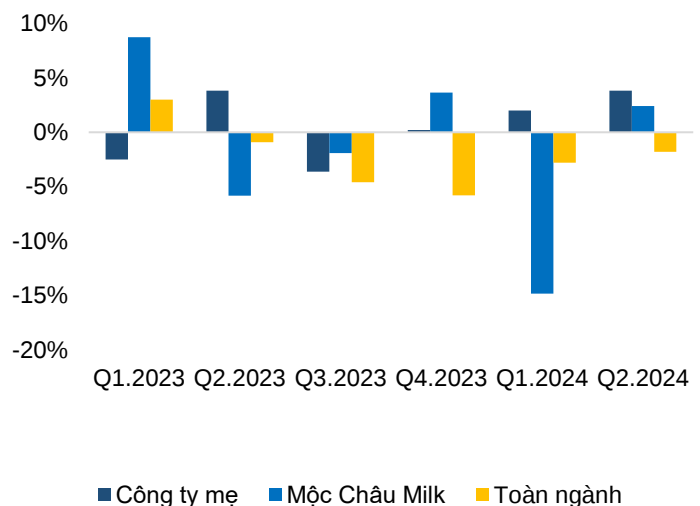
Doanh thu thuần và tăng trưởng
(Đvt: tỷ đồng)



DTT xuất khẩu và các công ty con tại nước ngoài tăng trưởng ấn tượng



Tốc độ tăng trưởng doanh thu nội địa (%)

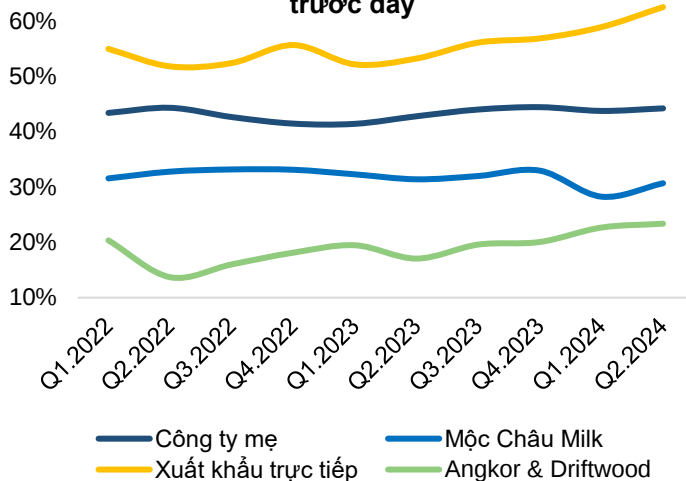


Nguồn: VNM, BVSC

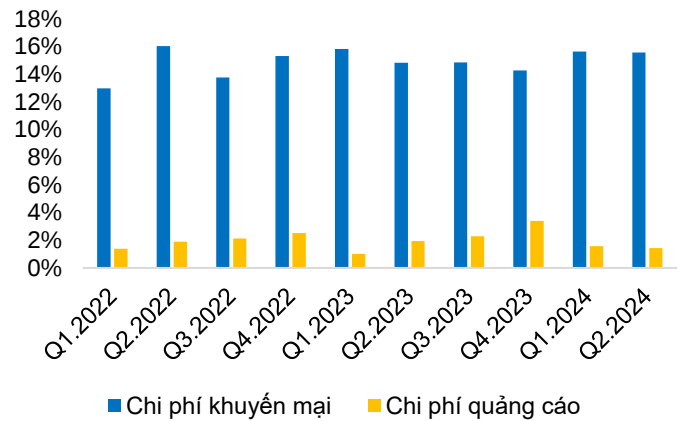
Doanh thu mảng nước ngoài tăng trưởng ấn tượng. Doanh thu thuần xuất khẩu đạt 1.740 tỷ đồng (+37,0% YoY), chủ yếu nhờ thị trường Trung Đông đạt sức mua tốt. Doanh thu thuần tại Campuchia và Mỹ tăng trưởng 21,8% YoY, đạt 1.384 tỷ đồng. Qua đó, tổng thị trường nước ngoài có tỷ trọng 18,8% tổng DTT, so với mức 15,8% cùng kỳ 2023.

Giành thêm được thị phần nội địa. Trong quý 2, doanh thu thuần nội địa công ty mẹ đạt 10.180 tỷ đồng (+3,8% YoY) và Mộc Châu Milk đạt 809 tỷ đồng (+2,4% YoY). Đáng chú ý, trong khoảng 3 quý gần nhất, khi tốc độ tăng trưởng của toàn ngành âm từ -5,8% đến -1,8% thì doanh thu thuần nội địa tăng trưởng từ 0,2% đến 3,8% YoY. Điều này cho thấy mảng sữa nội địa của VNM đã lấy thêm được thị phần từ các đối thủ cạnh tranh.

Biên lợi nhuận gộp của hầu hết các mảng kinh doanh đều cải thiện so với các quý trước đây



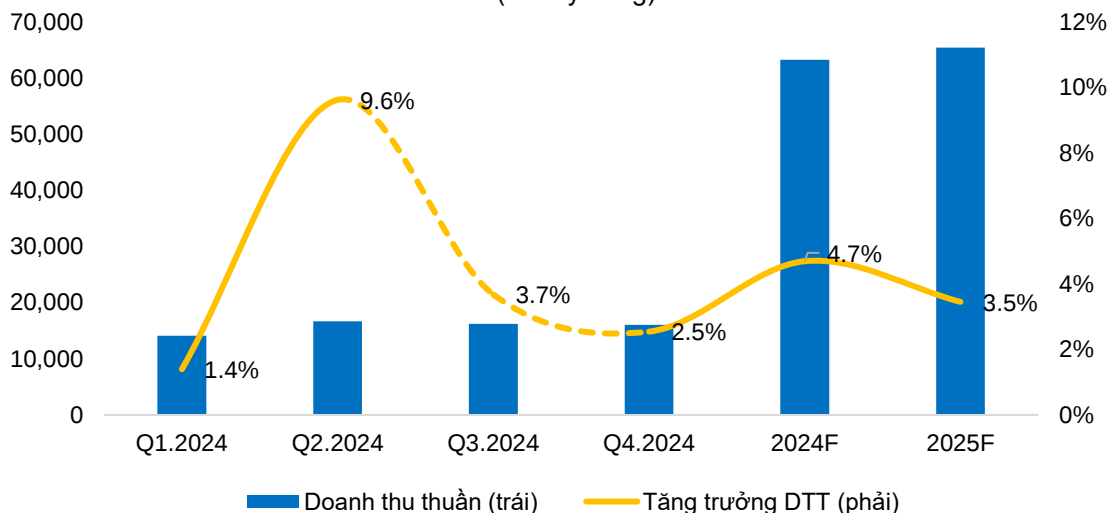
Tỷ trọng chi phí KM và quảng cáo/DTT (%) duy trì ổn định



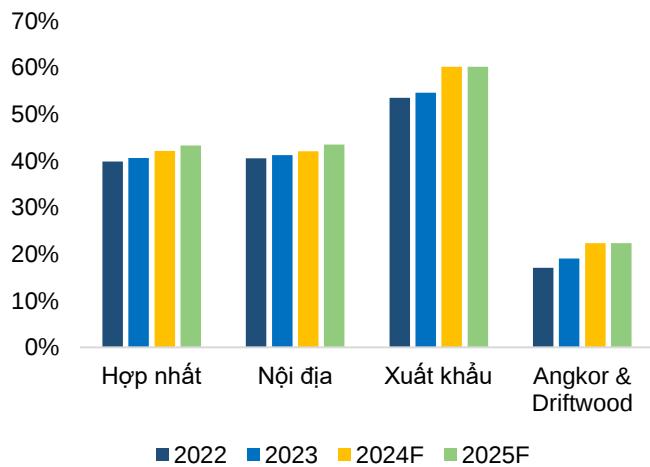
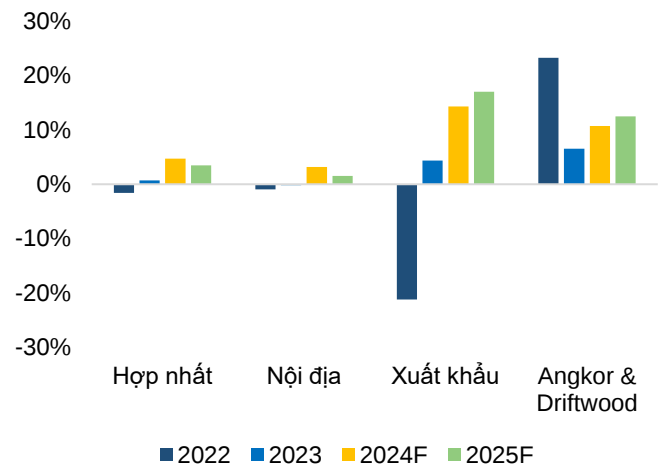
Nguồn: VNM, BVSC

Dự phóng KQKD 2024F-2025F

Dự phóng doanh thu thuần 2H2024 và 2025F
(Đvt: tỷ đồng)



Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt 3,7% và 2,5% YoY trong Q3-4/2024. Qua đó, doanh thu cả năm 2024 đạt 62.996 tỷ đồng (+4,4% YoY). Dự phóng 2025F, doanh thu đạt 65.141 tỷ đồng (+3,4% YoY).

Biên LNG dự phóng 2024F-2025F

Dự phóng DTT 2024F-2025F


Nguồn: BVSC dự phóng

Định giá theo phương pháp DCF và so sánh P/E

Giá định	Giá trị
Lợi suất phi rủi ro	3,0%
Phần bù rủi ro	10,0%
Beta	0,65
Chi phí VCSH	9,5%
Chi phí vay	5,0%
Tỷ trọng VCSH	91,7%
Tỷ trọng nợ vay	8,2%
Tăng trưởng dài hạn	2,5%
WACC	9,0%

Kết quả (Đvt: tỷ đồng)	2024F	2025F
PV FCFF	65.647	60.905
PV Giá trị cuối	88.897	96.919
Giá trị doanh nghiệp	154.544	157.824
(+) Tiền mặt	28.304	28.511
(+) Cổ tức tiền mặt	9.964	7.498
(-) Nợ vay	13.186	9.307
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	4.039	4.141
Giá trị cổ phần	175.588	180.385
Số lượng cổ phần (cp)	2.09	2.09
Giá trị cổ phiếu cuối năm (đồng/cp)	84.015	86.310
Giá trị cổ phiếu Mid-2025 (đồng/cp)	85.163	

Tăng trưởng dài hạn

		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Ke	8,5%	88.563	92.622	97.401	103.112	110.058
	9,0%	83.415	86.837	90.820	95.516	101.136
	9,5%	78.896	81.807	85.163	89.073	93.689
	10,0%	74.897	77.394	80.247	83.539	87.379
	10,5%	71.334	73.491	75.936	78.734	81.963

Lịch sử định giá P/E 5 năm gần nhất


Hiện tại, VNM đang được giao dịch ở mức PE là 14,9x, thấp hơn mức -1 STD so với PE trung vị trong 5 năm gần nhất là 15,9x. Mức P/E hiện tại thấp hơn 15,3% so với mức P/E trung vị 5 năm gần nhất là 17,6x lần.

	2024F	2025F
EPS (đồng/cp)	4.706	5.134
P/E trung vị 5 năm gần nhất	17,6	17,6
Giá mục tiêu cuối năm (đồng/cp)	82.825	90.358
Giá mục tiêu Mid-2025 (đồng/cp)	86.591	

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/cp)
DCF	50%	85.163
So sánh P/E quá khứ	50%	86.591
Tổng hợp	100%	85.877
P/E tại giá mục tiêu 2025F		16,7x
P/E tại giá mục tiêu 2026F		15,1x

Khuyến nghị

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với VNM, giá kỳ vọng **85.900 đồng/cp** ở thời điểm giữa năm 2025 dựa trên phương pháp định giá DCF và so sánh P/E, cao hơn giá đóng cửa ngày 05/8/2024 là 23,8%.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	59.956	60.369	63.201	65.382
Giá vốn	(36.059)	(35.824)	(36.576)	(37.047)
Lợi nhuận gộp	23.897	24.545	26.625	28.335
Doanh thu tài chính	1.380	1.716	1.581	1.761
Chi phí tài chính	618	503	436	611
Lợi nhuận sau thuế	8.578	9.019	9.921	10.788

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền & khoản tương đương tiền	19.714	23.049	28.304	28.469
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.223	5.464	5.330	5.453
Hàng tồn kho	5.538	6.128	6.409	6.272
Tài sản cố định	10.860	11.689	10.559	10.912
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	743	831	831	831
Tổng tài sản	48.483	52.673	57.245	58.473
Nợ ngắn hạn	15.308	17.139	20.258	18.164
Nợ dài hạn	358	509	633	665
Vốn chủ sở hữu	32.817	35.026	36.354	39.645
Tổng nguồn vốn	48.483	52.673	57.245	58.473

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024F	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	2%	-2%	1%	5%
Tăng trưởng LNST	-5%	-19%	4%	11%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	43%	40%	41%	42%
Lợi nhuận thuần biên	17%	14%	15%	16%
ROA	21%	17%	18%	18%
ROE	33%	27%	29%	31%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản	18%	10%	16%	23%
Tổng nợ/Tổng VCSH	26%	15%	24%	36%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.040	3.621	3.783	4.706
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.830	14.282	15.166	15.462

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lương Ngọc Tuấn Dũng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng Giám đốc khối dungpt@bvsc.com.vn	Lưu Văn Lương Phó Giám đốc khối luonglv@bvsc.com.vn	Nguyễn Chí Hồng Ngọc Phó Giám đốc khối ngocnch@bvsc.com.vn
Nguyễn Đức Hoàng Ngân hàng, Xây dựng, Vật liệu xây dựng hoangnd@bvsc.com.vn	Trương Sỹ Phú Hàng tiêu dùng, CNTT phuts@bvsc.com.vn	Trần Xuân Bách Phân tích kỹ thuật bachtx@bvsc.com.vn
Trần Phương Thảo Bất động sản, Vật liệu xây dựng thaotp@bvsc.com.vn	Tôn Nữ Nhật Minh Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhntn@bvsc.com.vn	Hoàng Thị Minh Huyền Chuyên viên vĩ mô huyenhtm@bvsc.com.vn
Nguyễn Hà Minh Anh Nông nghiệp, Tiện ích công cộng anhnhm@bvsc.com.vn	Nguyễn Viết Dân Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không dannv@bvsc.com.vn	Nguyễn Hồng Hoa Chiến lược thị trường hoanh@bvsc.com.vn
Trần Tuấn Dương Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD duongtt@bvsc.com.vn	Lương Ngọc Tuấn Dũng Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	Lê Hoàng Phương Chứng Khoán phuonglh@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888