

Biên lợi nhuận gộp hồi phục

GIỮ [-0.5%]

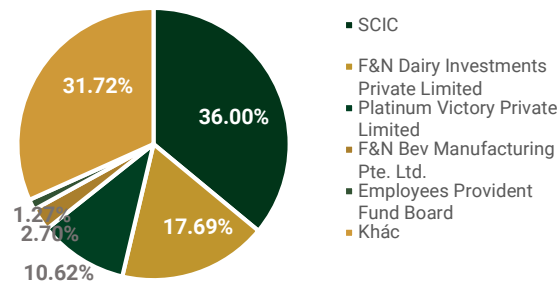
Giá hợp lý 73,100 VND
 Giá hiện tại 73,500 VND

Ngày cập nhật: 23/08/23

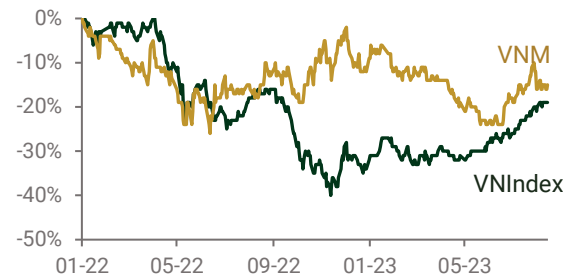
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu) 2,089.955
 Free float (triệu) 835.982
 Vốn hóa (tỷ VND) 153,821
 KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu) 4,369,381
 Sở hữu nước ngoài (%) 54.4%
 Ngày niêm yết đầu tiên 19/01/2006

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI INDEX



LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ



Kết quả kinh doanh: Kết thúc quý 02.2023, Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 15,213 tỷ VND (+1.7% YoY, +9.0% QoQ) và 2,229 tỷ VND (+6.0% YoY, +16.9% QoQ). Biên lợi nhuận trong quý là 40.5%, tăng 170bps so với quý 1, chủ yếu nhờ vào nguyên vật liệu đầu vào giảm giá.

- Công ty mẹ: Doanh thu nội địa đạt 11,414 tỷ VND, tăng 3.8% so với cùng kỳ (Lũy kế 6 tháng đạt 21,393 tỷ VND, tăng 0.8% YoY).
- Mộc Châu Milk (MCM) ghi nhận doanh thu thuần đạt 790 tỷ VND trong Q2.2023, giảm 5.8% YoY do nhu cầu suy yếu tại miền Bắc.
- Xuất khẩu: Doanh thu quý 2.23 đạt 1,270 tỷ VND (Lũy kế 6 tháng đạt 2,494 tỷ VND, -2.3% YoY).
- Chi nhánh nước ngoài: Doanh thu trong Q2.23 đạt 1,136 tỷ VND (+9.0% YoY) (Doanh thu lũy kế 6 tháng đạt 2,340 tỷ VND). Cụ thể, AngkorMilk vẫn ghi nhận mức tăng trưởng trên 10% trong khi Driftwood đã quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng bình thường.

Dự phóng: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty trong năm 2023 sẽ lần lượt đạt 60,367 tỷ VND (+0.7% YoY) và 9,204 tỷ VND (+7.3% YoY) nhờ vào chiến lược tái định vị thương hiệu và giá nguyên liệu đầu vào giảm.

Định giá & khuyến nghị: Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 73,100 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị GIỮ với mức tăng giá tiềm năng là -0.5%. Định giá của chúng tôi đã phản ánh con số ước tính dựa trên kịch bản cơ sở trong giai đoạn 5 năm tiếp theo.

Rủi ro: (1) Suy yếu sức mua do suy thoái kinh tế; (2) Biến động bất lợi của giá nguyên vật liệu; (3) Rủi ro gia nhập mảng kinh doanh mới

Điểm nhấn đầu tư:

Biên lợi nhuận gộp tích cực nhờ vào giá nguyên vật liệu

Giá sữa bột gầy (SMP) và sữa nguyên kem (WMP) trong thời gian qua đã liên tục điều chỉnh giảm kể từ thời điểm nổ ra cuộc chiến tranh tại Ukraine. Giá nguyên liệu đầu vào của Vinamilk đã có mức cải thiện lớn nhất kể từ đầu năm 2021, khi biên lợi nhuận gộp trong Q2.2023 đạt 40.5% (Lũy kế 6 tháng năm 2023 đạt 39.7%), tương ứng với mức tăng 170 điểm cơ bản so với quý trước. Công ty kỳ vọng xu hướng hồi phục của biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp diễn trong các quý tiếp theo với mục tiêu quay trở về mức trước đại dịch COVID. Tuy nhiên, công ty cũng không miễn nhiễm với các tác động từ hiện tượng thời tiết cực đoan El Nino khi nhiệt độ tăng cao có thể làm tăng giá nguyên liệu chăn nuôi, cũng như làm giảm sản lượng sữa. Công ty cũng đã điều chỉnh giá thu mua sữa lên 7% để chia sẻ với người nông dân trong thời gian vừa qua và đã chốt giá nguyên vật liệu tới cuối quý 3 và đầu quý 4 năm 2023.

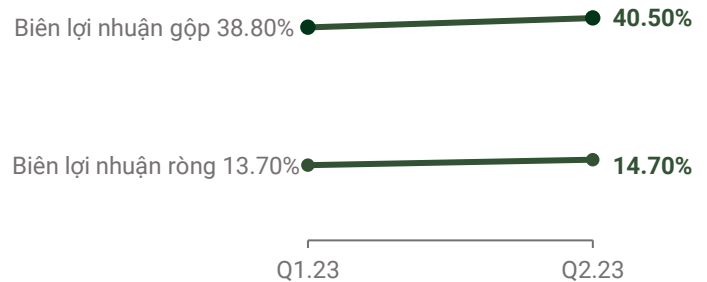
Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	52,562	56,318	59,636	60,919	59,956	61,480
LNST (tỷ VND)	10,206	10,554	11,236	10,633	8,516	9,365
EPS (VND)	5,295	5,478	4,770	4,517	3,632	4,481
Tăng trưởng EPS (%)	-17%	3%	-13%	-5%	-20%	23%
Giá trị sổ sách (VND)	15,087	15,392	16,102	17,154	15,830	14,764
P/E	22.7	21.27	22.81	18.88	18.06	16.3
P/B	8.0	7.6	6.8	5.0	5.2	4.9
Cổ tức (%)	47%	45%	35%	36%	52%	40%

CHI TIẾT CƠ CẤU DOANH THU QUÝ 2

Thấp | Cao

(Tỷ đồng)	Q2/2023	QoQ	YoY
Công ty mẹ	11,414	14.4%	3.8%
Xuất khẩu	1,270	3.7%	-10.2%
Chi nhánh nước ngoài	1,136	-5.6%	9.0%
Mộc Châu Milk (MCM)	790	7.6%	-5.8%

Hình 1: VNM, PHS tổng hợp

CÁC CHỈ SỐ SINH LỢI

Hình 2: VNM, PHS tổng hợp

Chiến lược tái định vị thương hiệu sẽ là tâm điểm thời gian sắp tới:

Tâm điểm lớn nhất trong thời gian qua của VNM là sự kiện tái định vị thương hiệu với việc thay đổi logo, mẫu mã sản phẩm, ứng dụng công nghệ vào trong tương tác với khách hàng. Các động thái mới nhất cho thấy những nỗ lực trẻ hóa thương hiệu để hướng đến nhóm tiêu dùng trẻ, năng động. Các dự án số hóa của Vinamilk nhằm ứng công nghệ để giúp VNM có thể tiếp cận và hiểu được khách hàng một cách nhanh chóng và kịp thời, nhằm đưa ra các giải pháp giúp tăng hiệu suất hoạt động của công ty.

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, VNM tự tin sẽ giành lại được thị phần trong các quý sắp tới nhờ vào Chiến dịch tái định vị thương hiệu và thay đổi bao bì sản phẩm mới (công ty đã giành lại được thị phần trong tháng 6). Hiện tại thị phần của ngành hàng Sữa nước đang đạt hơn 60%, Sữa chua khoảng 80%, Sữa đặc lớn hơn 80% và Sữa bột ở mức quanh 20%.

Villico (công ty con của VNM) đã công bố thông báo chào bán cổ phiếu ra công chúng với thời gian nhận đăng ký mua sẽ diễn ra trong khoảng từ ngày 24/07/2023 đến ngày 28/08/2023. Số tiền dự kiến thu được từ đợt chào bán là 603 tỷ đồng sẽ được VLC sử dụng để tăng phần vốn góp của VLC tại công ty liên doanh của VLC và Tập đoàn Sojitz của Nhật Bản JVL, để thực hiện dự án bò thịt. Dự án đã được khởi công vào Q1.2023 và dự kiến hoàn thành và tung sản phẩm ra thị trường vào cuối Q3.2024.

Chúng tôi dự phóng thị trường sữa và các sản phẩm liên quan tại Việt Nam sẽ đạt mức tăng trưởng CAGR khoảng 4.0%/năm trong khi đó thị phần của VNM có thể tăng 0.3 điểm phần trăm mỗi năm. Biên lợi nhuận gộp trong năm 2023 theo dự phóng của chúng tôi có thể đạt 41.2%, tăng 136bps so với năm trước nhờ vào xu hướng giảm của giá nguyên vật liệu. EPS dự phóng đạt 4,481 VND/cổ phiếu tương đương với mức P/E dự phóng là 16.3x.

Dự báo kết quả kinh doanh 2023:

(tỷ đồng)	2022A	%YoY	2023F	%YoY	Nhận định
Doanh thu	59,956	-1.6%	61,480	2.5%	
<i>Nội địa</i>	50,704	-1.0%	52,071	2.7%	
<i>Xuất khẩu</i>	4,828	-21.2%	4,587	-5.0%	
<i>Công ty con tại nước ngoài</i>	4,424	23.3%	4,822	9.0%	
Giá vốn hàng bán	(36,059)	4.1%	(36,140)	0.2%	
Lợi nhuận gộp	23,897	-9.1%	25,340	6.0%	<i>Biên lợi nhuận gộp phục hồi nhờ vào xu hướng giảm giá nguyên vật liệu.</i>
Chi phí bán hàng	(12,548)	-3.1%	(13,570)	8.1%	
Chi phí QLDN	(1,596)	1.8%	(1,502)	-5.9%	
EBIT	9,753	-17.1%	10,267	5.3%	
Thu nhập tài chính	762	-24.7%	1,035	35.8%	
Chi phí tài chính	(618)	205.2%	(306)	-50.4%	
EBT	10,496	-18.8%	11,303	7.7%	
Chi phí thuế TNDN	(1,918)	16.2%	(1,938)	1.0%	
Lợi nhuận sau thuế	8,578	-19.3%	9,365	9.2%	

Định giá:

Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 73,100 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị GIỮ với mức tăng giá tiềm năng là -0.5%. Định giá của chúng tôi đã phản ánh con số ước tính dựa trên kịch bản cơ sở trong giai đoạn 5 năm tiếp theo.

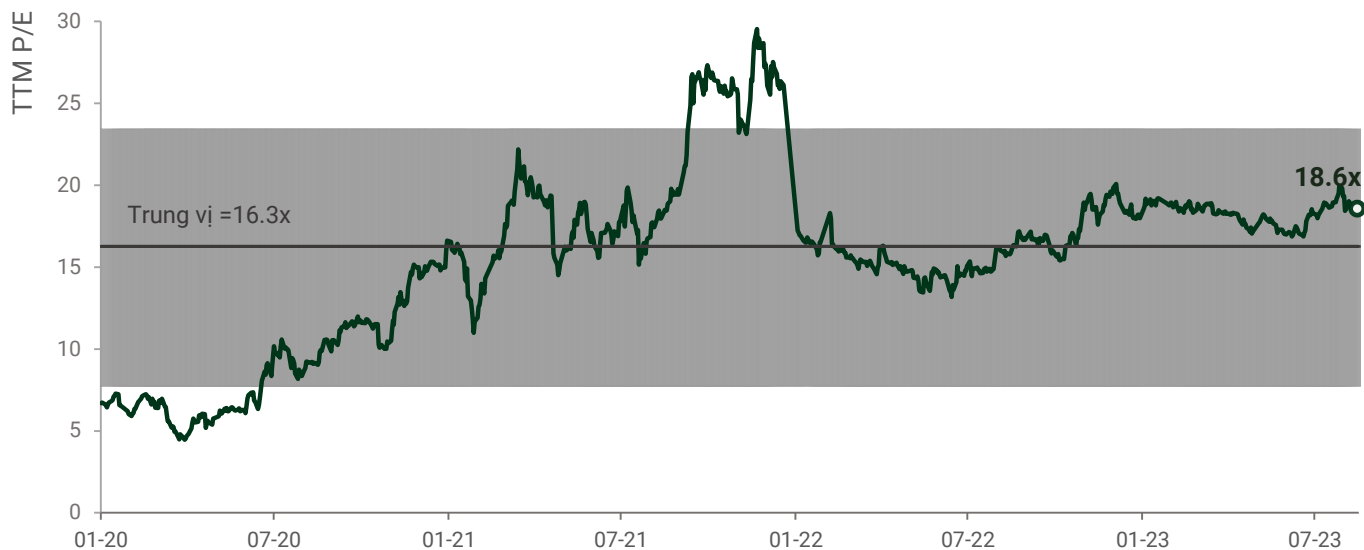
Phương pháp	Tỷ số lựa chọn	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
DCF	NA	73,936	50%
P/E	16.5x	73,560	50%
Giá trị hợp lý			73,100

Bảng: Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ năm 2023 đến năm 2027

Năm tài chính	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận ròng	9,365	10,402	11,497	12,653	14,616
Cộng: Chi phí không bằng tiền	2,034	2,194	2,321	2,448	2,581
Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng	(305)	286	374	135	164
Trừ: Mua sắm TSCĐ	2,041	2,151	2,267	2,389	2,518
Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế	127	122	128	132	141
FCFF	9,790	10,282	11,306	12,710	14,655

Nguồn: PHS

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ VNM



Hình 3: Fiinpro, PHS tổng hợp

Bảng tính P/E mục tiêu cho VNM

F P/E của VNM	16.3
P/E mục tiêu của VNM	16.5

Bảng: Định giá bằng DCF

Tỷ VND (ngoại trừ Giá trị hợp lý)

Beta	0.61
Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)	2.5%
Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần)	9.5%
Chi phí sử dụng vốn cổ phần	9.6%
Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế)	2.9%
Thuế suất	17.0%
Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế)	2.4%
E/V	0.96
D/V	0.04
WACC	9.3%
Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value) (g=2.0%)	94,004
Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF)	47,055
Cộng: Tiền	18,444
Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn	(5,765)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(-)
Tổng giá trị cổ phần (triệu đồng)	153,735
Số cổ phiếu đang lưu hành	2,089,955,455
Giá trị hợp lý	73,560

Nguồn: PHS

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần	52,562	56,318	59,636	60,919	59,956	61,480
Giá vốn hàng bán	(27,951)	(29,746)	(31,968)	(34,641)	(36,059)	(36,140)
Lợi nhuận gộp	24,611	26,572	27,669	26,278	23,897	25,340
Chi phí bán hàng	(12,266)	(12,993)	(13,447)	(12,951)	(12,548)	(13,570)
Chi phí QLDN	(1,133)	(1,396)	(1,958)	(1,567)	(1,596)	(1,502)
Lợi nhuận từ HĐKD	11,212	12,182	12,263	11,760	9,753	10,267
Lợi nhuận tài chính	642	620	1,273	1,012	762	1,035
Chi phí lãi vay	(118)	(187)	(309)	(202)	(618)	(306)
Lợi nhuận trước thuế	12,052	12,796	13,519	12,922	10,496	11,303
Lợi nhuận sau thuế	10,206	10,554	11,236	10,633	8,578	9,365
LNST của cổ đông Công ty mẹ	10,227	10,581	11,099	10,532	8,516	9,365
Cân đối kế toán	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Tài Sản Ngắn Hạn	20,560	24,722	29,666	36,110	31,560	33,733
Tiền và tương đương tiền	1,523	2,665	2,111	2,349	2,300	3,372
Đầu tư tài chính ngắn hạn	8,674	12,436	17,314	21,026	17,414	18,444
Phải thu ngắn hạn	3,369	3,458	4,157	4,356	4,620	4,202
Hàng tồn kho	5,526	4,983	4,905	6,773	5,538	6,214
Tài sản ngắn hạn khác	1,469	1,180	1,179	1,607	1,688	1,500
Tài Sản Dài Hạn	16,806	19,978	18,767	17,222	16,922	17,132
Phải thu dài hạn	88	21	20	17	38	25
Tài sản cố định	13,365	14,894	13,854	12,707	11,903	12,194
Bất động sản đầu tư	90	62	60	60	58	53
Chi phí xây dựng dở dang	654	694	794	835	1,471	1,442
Đầu tư tài chính dài hạn	1,069	987	973	744	743	967
Tài sản dài hạn khác	1,001	955	1,007	1,047	1,142	1,130
Lợi thế thương mại	538	2,366	2,059	1,813	1,567	1,322
Tổng cộng tài sản	37,366	44,700	48,432	53,332	48,483	50,865
Nợ phải trả	11,095	14,969	14,785	17,482	15,666	17,042
Nợ ngắn hạn	10,640	14,443	14,213	17,068	15,308	16,496
Nợ dài hạn	455	526	573	414	358	546
Vốn chủ sở hữu	26,271	29,731	33,647	35,850	32,817	33,823
Vốn góp	17,417	17,417	20,900	20,900	20,900	20,900
Lợi ích cổ đông thiểu số	490	2,227	2,350	2,767	2,967	2,967
Tổng nguồn vốn	37,366	44,700	48,432	53,332	48,483	50,865

Lưu chuyển tiền tệ	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	8,140	11,410	10,180	9,432	8,827	10,432
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,045)	(6,748)	(4,802)	(3,933)	3,473	(1,999)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(6,535)	(3,516)	(5,927)	(5,257)	(12,360)	(7,362)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	560	1,146	(548)	241	(60)	1,072
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	963	1,523	2,665	2,111	2,349	2,300
Ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá	(1)	(3)	(6)	(4)	12	-
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1,523	2,665	2,111	2,349	2,300	3,372
Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Tăng trưởng						
Doanh thu	3.0%	7.1%	5.9%	2.2%	-1.6%	2.5%
Lợi nhuận sau thuế	-0.7%	3.4%	6.5%	-5.4%	-19.3%	9.2%
Tổng tài sản	7.8%	19.6%	8.4%	10.1%	-9.1%	-100.0%
Tổng vốn chủ sở hữu	10.0%	13.2%	13.2%	6.5%	-8.5%	3.1%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	46.8%	47.2%	46.4%	43.1%	39.9%	41.2%
Tỷ suất EBIT	21.3%	21.6%	20.6%	19.3%	16.3%	16.7%
Tỷ suất lãi ròng	19.4%	18.7%	18.8%	17.5%	14.3%	15.2%
ROA	27.3%	23.6%	23.2%	19.9%	17.7%	18.4%
ROE	38.8%	35.5%	33.4%	29.7%	26.1%	27.7%
Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay khoản phải thu	15.55	16.21	14.29	13.95	12.94	14.59
Vòng quay hàng tồn kho	76.78	65.62	59.56	75.15	58.68	65.62
Vòng quay khoản phải trả	6.88	7.36	9.34	8.20	7.67	7.89
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.93	1.71	2.09	2.12	2.06	2.04
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.41	1.37	1.74	1.72	1.70	1.67
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.30	0.33	0.31	0.33	0.32	0.34
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.42	0.50	0.44	0.49	0.48	0.50
Vay ngắn hạn/VCSH	0.04	0.18	0.22	0.26	0.15	0.17
Vay dài hạn/VCSH	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Nguồn: PHS tổng hợp

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Minh Trí, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tầng trệt, CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, phường Tân Phú, Quận 7, Thành phố Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 & 5, 458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận 3, Thành phố Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex, N04 Hoàng Đạo Thúy, phường Trung Hòa, quận Cầu Giấy, Hà Nội

Điện thoại: (+84-28) 6 250 9999

Fax: (+84-28) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend, 251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, quận Tân Bình, Thành phố Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor, số 127 Lò Đúc, phường Đồng Mác, quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, tòa nhà số 18 Trần Hưng Đạo, phường Hoàng Văn Thụ, quận Hồng Bàng, Thành phố Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, số 81-83-83B-85 đường Hàm Nghi, phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912