

## CTCP SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)

### Kỳ vọng chi phí đầu vào thấp hơn trong năm 2023

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	13.918	15.069	-7,6%	13.878	0,3%
Lợi nhuận sau thuế	1.857	1.869	-0,7%	2.266	-18,1%
EBIT	2.067	2.062	0,3%	2.620	-21,1%
Tỷ suất EBIT	14,9%	13,7%	+120 bps	18,9%	-400 bps

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

#### Q1/2023 – Chi phí nguyên liệu cao vẫn là một vấn đề đau đầu đối với VNM

- Q1 2023, Doanh thu thuần hợp nhất đạt 13.918 tỷ đồng (~592 triệu USD; +0,3% YoY), trong đó doanh thu kênh nội địa giảm và kênh xuất khẩu tăng. Doanh thu xuất khẩu đã quay lại tăng trưởng dương sau giai đoạn sụt giảm trong năm 2022.
- Biên lợi nhuận bị thu hẹp do chi phí sữa nguyên liệu cao và sự tăng mạnh trong chi phí BH&QLDN. Lợi nhuận tài chính cao hơn giúp tốc độ giảm của lợi nhuận ròng thấp hơn tốc độ giảm của EBIT, đạt 1.856 tỷ đồng (~79 triệu USD, -18,1% YoY).
- Q1 2023, VNM hoàn thành 22% doanh thu và 21,8% lợi nhuận kế hoạch năm 2023.

#### Triển vọng Q2 2023 và cả năm – Chi phí đầu vào giảm sẽ là yếu tố chính đóng góp vào sự tăng trưởng lợi nhuận

Trong điều kiện kinh doanh thuận lợi ví dụ sự tăng lên của các hoạt động ngoài trời, cộng với hiệu quả của chiến lược bán hàng mới, chúng tôi kỳ vọng doanh thu Q2 2023 sẽ tăng trưởng tích cực, đạt 15.703 tỷ đồng (~668 triệu USD; +12,8% QoQ; +5,2% YoY). Chúng tôi cho rằng VNM sẽ đưa một lượng nhỏ bột sữa nguyên liệu giá rẻ vào sản xuất kể từ Q2 2023, dẫn đến biên lợi nhuận gộp được cải thiện. Tuy nhiên, vì kỳ vọng chi phí quảng cáo và khuyến mãi cao hơn, lợi nhuận sau thuế dự tính sẽ chỉ tăng +3,6% QoQ và +1,3% YoY, lên mức 2.110 tỷ đồng (~90 triệu USD).

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST hợp nhất năm 2023 sẽ lần lượt đạt 62.532 tỷ đồng (~2.661 triệu USD; +4,3% YoY) và 8.767 tỷ đồng (~373 triệu USD; +2,9% YoY). EPS tương đương 3.775 đồng (+3,9% YoY). Sự tăng trưởng doanh thu sẽ phản ánh sự thành công của chiến lược mới cũng như sự phục hồi của thị trường xuất khẩu. Đối với lợi nhuận, chúng tôi tin rằng lợi ích của chi phí đầu vào thấp sẽ thể hiện rõ nét hơn vào 2H2023, thúc đẩy biên lợi nhuận gộp cải thiện trong Q2 và Q3 trước khi tăng mạnh trong Q4 2023.

#### Định giá và khuyến nghị

Bên cạnh xu hướng giảm của chi phí đầu vào, chúng tôi cho rằng chiến lược bán hàng mới cũng là một luận điểm chính để đầu tư vào VNM, cái sẽ mang lại khả năng tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn. Về triển vọng ngắn hạn, một phần của sự tăng trưởng còn nhờ vào việc tăng số lượng đơn hàng xuất khẩu. Với lợi thế dòng tiền dồi dào và cấu trúc vốn lành mạnh, chúng tôi tin rằng một khi công ty cho thấy tín hiệu tăng trưởng doanh thu, nó sẽ tạo lực cầu cho cổ phiếu, đặc biệt là từ phía các nhà đầu tư tổ chức.

Kết hợp giữa FCF (50%) và so sánh bội số (PER) (50%), giá mục tiêu của chúng tôi cho VNM là **81.100 đồng**. Cộng với cổ tức tiền mặt 3.850 đồng/cổ phiếu, lợi nhuận kỳ vọng 12 tháng là 23% so với giá đóng cửa vào ngày 23/06/2023. Giá cổ phiếu đã có xu hướng giảm từ năm 2021 do sự thất vọng của nhà đầu tư đối với tăng trưởng lợi nhuận âm trong hai năm liên tiếp. Với quan điểm 1) sự kỳ vọng tiêu cực đã được phản ánh vào giá cổ phiếu; và 2) tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong thời gian tới, chúng tôi có đề xuất **MUA** cổ phiếu này cho dài hạn.

## MUA +23%

Giá thị trường (VND)	69.100
Giá mục tiêu (VND)	81.100

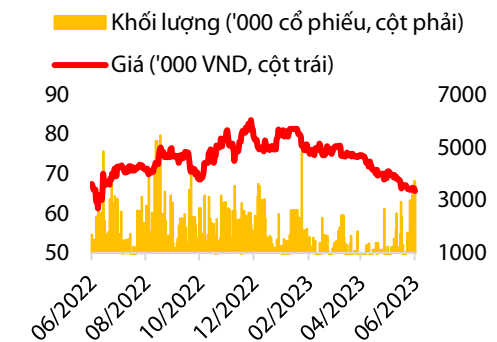
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.850
-----------------------	-------

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng tiêu dùng thiết yếu
Vốn hóa (tỷ đồng)	137.728
SLCPDLH	2.089.955.445
KLGD bình quân 20 phiên	1.913.625
Free Float (%)	40
Giá cao nhất 52 tuần	85.600
Giá thấp nhất 52 tuần	64.500
Beta	0,62

	FY2022	Hiện tại
EPS	3.632	3.455
Tăng trưởng EPS (%)	-19,1	-19,6
EPS điều chỉnh	3.632	3.455
P/E	21,0	19,0
P/B	4,8	4,3
EV/EBITDA	12,2	12,7
Tỷ suất cổ tức	5,1	5,9
ROE (%)	28,5	22,7

#### Diễn biến giá



#### Cổ đông lớn (%)

SCIC	36,0
F&N Dairy Investment Pte Ltd	4,7
Giới hạn sở hữu ĐTTN còn lại (%)	58,4

#### An Nguyễn

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1541

[an.ntn@vdsc.com.vn](mailto:an.ntn@vdsc.com.vn)

**Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q1/2023**

(Tỷ đồng)	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Doanh thu	13.918	15.069	-7,6%	13.878	0,3%
Lợi nhuận gộp	5.398	5.846	-7,7%	5.625	-4,0%
Chi phí bán hàng và quản lý	3.331	3.784	-12,0%	3.005	10,8%
Thu nhập HĐKD	2.067	2.062	0,3%	2.620	-21,1%
EBITDA	2.596	2.580	0,6%	3.157	-17,8%
EBIT	2.067	2.062	0,3%	2.620	-21,1%
Chi phí tài chính	158	207	-23,6%	132	19,4%
- Chi phí lãi vay	82	53	54,6%	26	214,5%
Khấu hao	529	518	2,1%	537	-1,5%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	2.312	2.295	0,7%	2.764	-16,4%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	1.857	1.869	-0,7%	2.266	-18,0%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	1.857	1.869	-0,7%	2.266	-18,0%

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1/2023**

Chỉ tiêu	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	38,8%	38,8%	0 bps	40,5%	-170 bps
EBITDA/Doanh thu	18,7%	17,1%	+160 bps	22,7%	-410 bps
EBIT/Doanh thu	14,9%	13,7%	120 bps	18,9%	-400 bps
TS lợi nhuận ròng	13,3%	12,4%	90 bps	16,3%	-300 bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	13,3%	12,4%	90 bps	16,3%	-300 bps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	5,6	6,5	-1,0	4,6	1,0
-Khoản phải thu	8,8	10,0	-1,2	9,4	-0,6
-Khoản phải trả	3,9	4,3	-0,3	4,8	-0,9
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	41,7%	46,6%	-490 bps	50,3%	-860 bps

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2/2023**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY23	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	15.703	12,8%	5,2%
Lợi nhuận gộp	6.283	16,4%	3,4%
EBIT	2.374	14,8%	-0,4%
Lợi nhuận tài chính	304	16,2%	46,9%
LNST	2.110	13,6%	1,3%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Giả định Q2/2023**

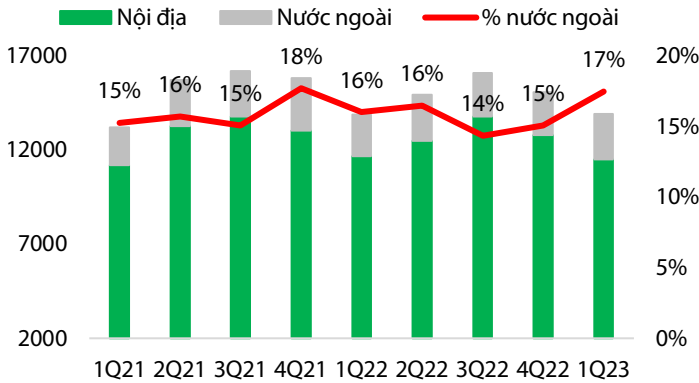
- Doanh thu tăng 5,2% YoY, được thúc đẩy bởi sự tăng lên của kênh nội địa nhờ kỳ nghỉ lễ dài và tăng số lượng đơn hàng xuất khẩu.
- Biên lợi nhuận gộp được cải thiện lên 40,0% từ 38,8% trong Q1 2023 với kỳ vọng VNM sẽ sử dụng một lượng nhỏ bột sữa nguyên liệu giá rẻ vào sản xuất.
- Tỉ lệ chi phí bán hàng/doanh thu đạt 22,2%, cao hơn so với Q1 2023 vì chi phí quảng cáo và khuyến mãi (A&P) tăng lên nhằm thúc đẩy doanh số bán hàng.

**Q1 2023: Chi phí nguyên liệu cao vẫn là vấn đề đau đầu đối với VNM**

**Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng tích cực giúp tổng doanh thu đi ngang**

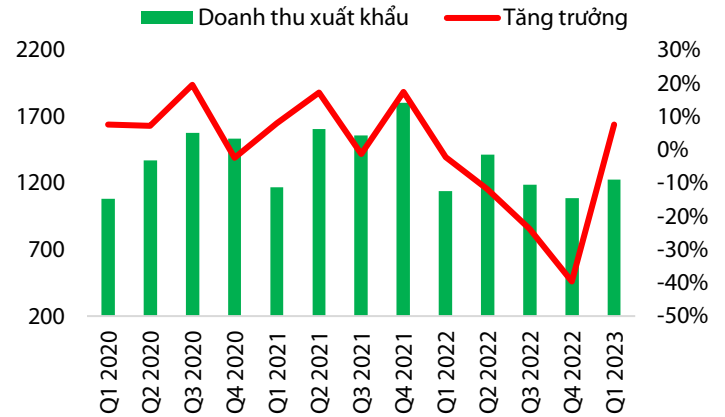
Q1 2023, doanh thu hợp nhất đạt 13.918 tỷ đồng (~592 triệu USD; -7,6% QoQ; +0,3% YoY), trong đó doanh thu bán hàng kênh nội địa giảm và kênh xuất khẩu tăng. Đáng chú ý, doanh thu xuất khẩu quay trở lại mức tăng trưởng dương (+7,5% YoY; +12,6% QoQ) sau khi trải qua giai đoạn sụt giảm trong năm 2022. Vinamilk đã nỗ lực để đạt được nhiều hợp đồng xuất khẩu sản phẩm sữa từ các khách hàng nước ngoài, đặc biệt ở các quốc gia Trung Đông. Hiện tại, công ty đã ký hợp đồng với tổng giá trị khoảng 100 triệu USD (tương đương 2.350 tỷ đồng), cái sẽ được chuyển thành doanh thu xuất khẩu trong 1H2023. Doanh số nội địa yếu do môi trường kinh doanh gặp nhiều khó khăn.

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu thuần của VNM (tỷ đồng, cột trái) và tỷ trọng doanh thu xuất khẩu (% , phải)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Doanh thu xuất khẩu của VNM (tỷ đồng, cột trái) và tăng trưởng doanh thu xuất khẩu (%YoY, cột phải)**

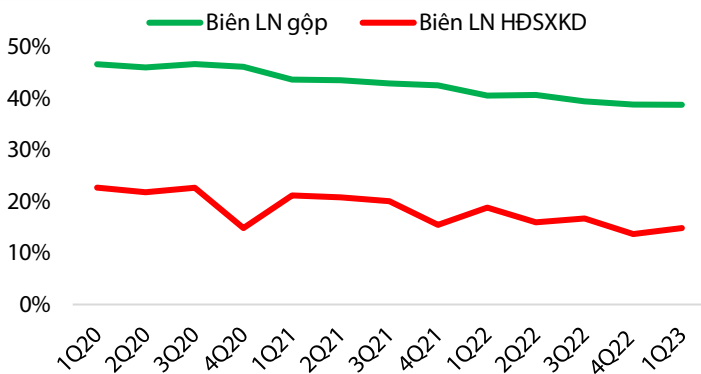


Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Chi phí nguyên liệu cao vẫn là vấn đề đau đầu**

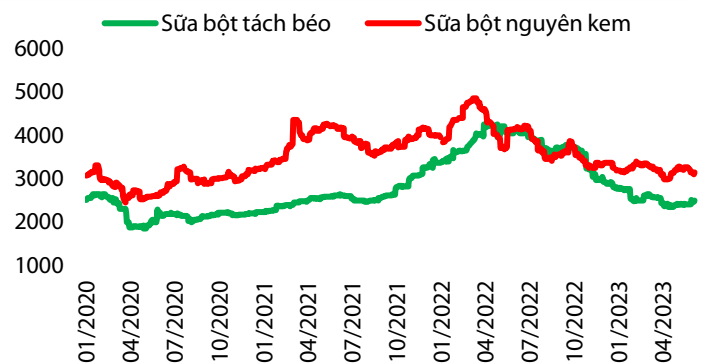
Xu hướng giảm của biên lợi nhuận gộp vẫn duy trì từ Q4 2020 đến Q1 2023, diễn biến ngược chiều với xu hướng tăng của giá sữa bột nguyên liệu, bao gồm sữa bột nguyên kem (WPM) và sữa bột tách béo (SMP). Sữa nguyên liệu nhập khẩu đắt đỏ cái được kỳ kết khi giá ở mức cao nhất vào tháng 03/2022 vẫn là một vấn đề đau đầu đối với lợi nhuận của Vinamilk suốt 10 quý vừa qua. Chúng tôi kỳ vọng tác động tiêu cực này đã đạt đỉnh vào Q1 2023. Tóm lại, lợi nhuận gộp Q1 2023 được kỳ vọng đạt 5.398 tỷ đồng (~230 triệu USD; -7,7% QoQ; -4,0% YoY).

**Hình 3: Biên gộp và biên hoạt động của VNM (%)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Giá sữa bột nguyên kem và sữa bột tách béo (USD/MT)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Ngoài ra, sự tăng cao của chi phí quảng cáo và khuyến mãi (A&P) nhằm thúc đẩy doanh số đã khiến lợi nhuận hoạt động giảm -21,1% YoY xuống còn 2.067 tỷ đồng (~88 triệu USD). Chúng tôi cho rằng chi phí A&P cao hơn là điều tất yếu để duy trì và tăng thị phần trong môi trường cạnh tranh khốc liệt. Tuy nhiên, lợi nhuận cao từ hoạt động tài chính, cái được xem là “thương hiệu tài chính” của VNM, đã giúp lợi nhuận sau thuế giảm với tốc độ chậm hơn (-18,1% YoY) so với tốc độ của lợi nhuận hoạt động kinh doanh, đạt 1.856 tỷ đồng (~79 triệu USD), tương đương với biên lợi nhuận ròng là 13,3% (+93 bps QoQ, -299 bps YoY).

Kết quả kinh doanh Q1 2023 của VNM đã hoàn thành lần lượt 22,0% mục tiêu doanh thu và 21,8% mục tiêu lợi nhuận ròng năm 2023. Kết quả Q1 2023 gần như phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

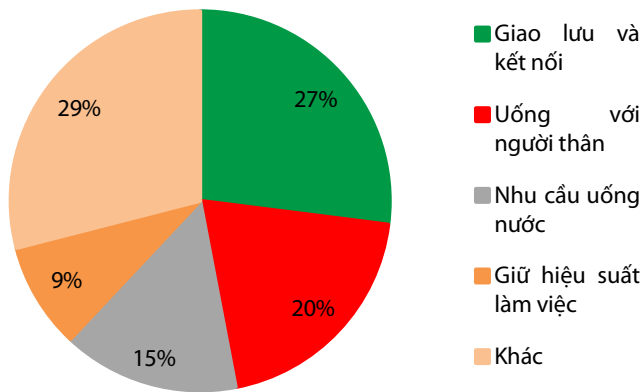
**Q2 2023 và triển vọng cả năm – Chi phí đầu vào giảm sẽ là yếu tố chính**

**Q2 2023: Doanh thu được kỳ vọng tăng trong bối cảnh vào mùa “uống sữa”**

Đối với doanh thu nội địa, Q2 và Q3 thường là mùa cao điểm của VNM nhờ được hỗ trợ bởi sự tăng cường các hoạt động ngoài trời (nhiều sự kiện trong mùa lễ hội), nhu cầu giao lưu và kết nối, và thời tiết nắng nóng. Những động lực này thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa như sữa nước, sữa đặc, sữa chua hoặc kem.

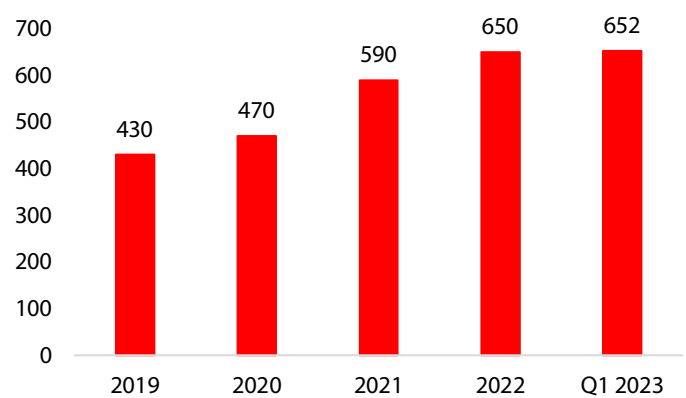
Ngoài ra, chúng tôi cho rằng Vinamilk đã tập trung vào chiến lược tiếp thị nhằm thúc đẩy doanh số, đặc biệt là áp dụng một số chiến lược mới (ví dụ: thay đổi bao bì, tăng sự hiện diện trên các kênh YouTube và TikTok, hoặc mở rộng mạng lưới phân phối) để nâng cao độ nhận biết của khách hàng đối với các sản phẩm của công ty. Trong đó, chiến lược dễ quan sát nhất là mở rộng hệ thống cửa hàng “Giấc mơ sữa Việt”. Công ty đã mở hai cửa hàng mới trong Q1 2023, mở rộng phạm vi tiếp cận khách hàng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng những chiến lược này sẽ mang đến kết quả tích cực trong Q2 2023. Từ kỳ vọng doanh thu xuất khẩu tăng trưởng, chúng tôi ước tính doanh thu Q2 2023 sẽ đạt 15.703 tỷ (~668 triệu USD; +12,8% QoQ; +5,2% YoY).

**Hình 5: Lý do tiêu dùng đồ uống tại Việt Nam (2022)**



Nguồn: KantarWorld Panel, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Số lượng cửa hàng Giấc mơ sữa Việt (cửa hàng)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Với kỳ vọng doanh thu của VNM sẽ hồi phục, cùng với dự phóng công ty sẽ sử dụng một lượng bột sữa nguyên liệu giá thấp kể từ Q2 2023, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp sẽ bắt đầu cải thiện, giúp lợi nhuận gộp tăng trưởng khả quan. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng giả định rằng VNM sẽ chi nhiều tiền hơn cho các hoạt động quảng cáo và khuyến mãi để thúc đẩy doanh số bán hàng, dẫn đến lợi nhuận hoạt động kinh doanh đi ngang. Trong bối cảnh đó, lợi nhuận hoạt động tài chính kỳ vọng tăng nhờ lãi suất tiền gửi tăng cao, có thể giúp LNST tăng so với cùng kỳ năm ngoái lên mức 2.110 tỷ đồng (~90 triệu USD; +3,6% QoQ; +1,3% YoY). Biên lợi nhuận ròng tương đương là 13,4%, thấp hơn mức 14,0% trong Q2 2022 nhưng cao hơn so với mức 13,3% trong Q1 2023.

**Triển vọng 2023: Lợi ích của chi phí đầu vào thấp sẽ thể hiện rõ nét hơn vào 2H2023**

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của cổ đông công ty mẹ hợp nhất năm 2023 lần lượt là 62.532 tỷ đồng (~2.661 triệu USD; +4,3% YoY) và 8.676 tỷ đồng (~373 triệu USD; +2,9% YoY). EPS tương đương là 3.775 đồng (+3,9% YoY).

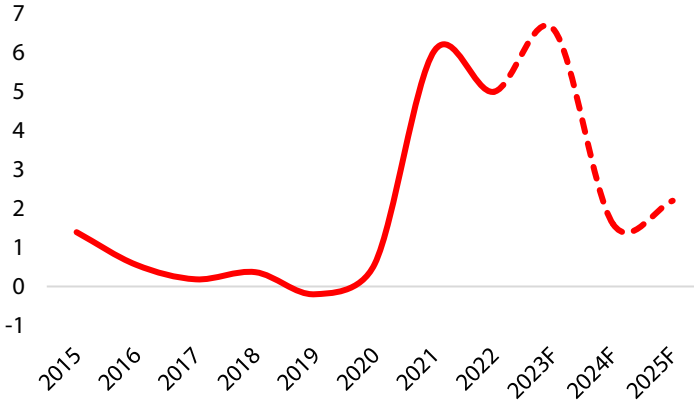
Tăng trưởng doanh thu sẽ phản ánh sự thành công của chiến lược bán hàng mới cái đã được bắt đầu vào Q3 2022 cũng như sự phục hồi của thị trường nước ngoài, bao gồm hoạt động xuất khẩu và các công ty con ở nước ngoài.

Mặc dù ngành sữa Việt Nam đang ngày càng trở nên cạnh tranh hơn với sự tham gia của các công ty mới (ví dụ: Morigana hay Dalatte), chúng tôi tin rằng các chiến lược năng động của VNM nhằm nắm bắt đa dạng nhu cầu của khách hàng cũng như tối ưu hoá lợi ích của nhà phân phối sẽ giúp công ty gia tăng thị phần vào năm 2023. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng tiêu thụ sữa sẽ được hỗ trợ nhiều hơn trong Q3 2023 nhờ hiệu quả của việc giảm thuế VAT (từ 10% xuống 8%) sẽ có hiệu lực vào tháng 7/2023, doanh thu của VNM cũng được hưởng lợi từ đó.

Chúng tôi cũng tin rằng lượng lớn đơn hàng xuất khẩu được đề cập ở trên sẽ mang lại tín hiệu khả quan cho doanh thu với mức tăng trưởng kỳ vọng +7% YoY. Đặc biệt, chúng tôi cho rằng sự phục hồi của nền kinh tế Iraq – quốc gia nhập khẩu lớn nhất của VNM – sẽ thúc đẩy tiêu

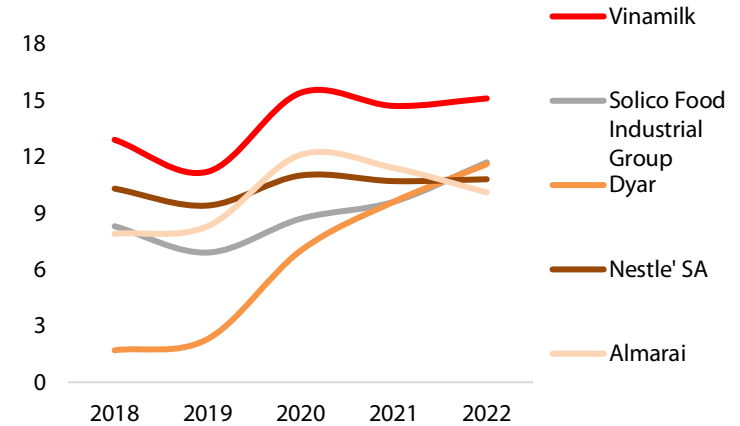
thụ sản phẩm làm từ sữa tại thị trường này. Vì VNM đang chiếm thị phần lớn nhất trong ngành công nghiệp sữa của Iraq, số lượng đơn hàng xuất khẩu dự kiến sẽ tăng trong năm 2023. Được đề cập bởi IMF vào tháng 4-2023, sự phục hồi của kinh tế Iraq sẽ được hỗ trợ bởi việc tăng doanh số bán dầu thô và các chính sách hỗ trợ. IMF cũng dự báo rằng lạm phát của Iraq sẽ giảm trong năm 2024.

**Hình 7: Lạm phát tại Iraq (%)**



Nguồn: IMF, CTCK Rồng Việt

**Hình 8: Thị phần ngành sữa và các sản phẩm thay thế tại Iraq (%)**



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

Về mặt lợi nhuận, chúng tôi tin rằng lợi ích của chi phí đầu vào thấp sẽ rõ rệt hơn vào 2H2023. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện trong Q2 & Q3 2023 trước khi bật tăng mạnh trong Q4 2023, diễn biến ngược với giá sữa bột nguyên liệu (Hình 4). Theo chia sẻ từ công ty, giá sữa tươi nguyên liệu đã được chốt cho đến tháng 6-2023 ở mức thấp hơn so với cùng kỳ năm trước và đang có kế hoạch để ký hợp đồng mới vào tháng 9-2023. Tuy nhiên, sự tăng lên đáng kể của chi phí BH&QLDN sẽ hạn chế đà phục hồi của lợi nhuận ròng, dẫn đến tăng trưởng khiêm tốn so với cùng kỳ.

## Dự phóng 2022-23F

**Bảng 1: Dự phóng KQKD 2023**

Đơn vị: tỷ đồng	2022A	2023F	% YoY thay đổi	Nhận định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>59.956</b>	<b>62.532</b>	<b>4,3%</b>	
+ DT xuất khẩu/Tổng DT	8,1%	8,3%	16 bps	Chúng tôi kỳ vọng kênh xuất khẩu sẽ tăng trưởng, tạo động lực thúc đẩy tăng trưởng tổng doanh thu.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>23.897</b>	<b>25.753</b>	<b>7,8%</b>	
Chi phí bán hàng	(12.548)	(14.143)	12,7%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1.596)	(1.753)	9,8%	
<b>Lợi nhuận HĐ&amp;SXKD</b>	<b>9.753</b>	<b>9.857</b>	<b>1,1%</b>	
Lãi/(lỗ) ròng ngoài HĐKD	742	1.082	45,8%	Thu nhập từ hoạt động tài chính sẽ cao hơn nhờ vào lãi suất tiền gửi cao hơn
LNST	8.574	8.900	3,8%	
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>8.516</b>	<b>8.767</b>	<b>2,9%</b>	LNST cổ đông công ty mẹ tăng trưởng thấp hơn LNST vì lợi ích cổ đông thiểu số cao hơn
Biên LN gộp	39,9%	41,2%	130 bps	Biên lợi nhuận tăng nhờ vào sự sụt giảm của giá nguyên liệu
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	23,6%	25,4%	180 bps	Chi phí bán hàng/doanh thu được dự báo sẽ cao hơn do chiến lược thúc đẩy doanh số bán hàng
Biên lợi nhuận HĐ&SXKD	16,3%	15,8%	-50 bps	
Biên LNST	14,3%	14,2%	-10 bps	
Biên LNST cổ đông công ty mẹ	14,2%	14,0%	-20 bps	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Định giá

Bên cạnh xu hướng giảm giá thành nguyên liệu đầu vào, chúng tôi cho rằng chiến lược bán hàng mới cũng là luận điểm chính để đầu tư vào VNM, cái có thể mang lại khả năng tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn. Trong triển vọng ngắn hạn, sự tăng trưởng còn phần nào phụ thuộc vào việc tăng số lượng đơn hàng xuất khẩu. VNM được tin rằng sẽ dẫn thoát khỏi giai đoạn sụt giảm và tạo tiền đề cho sự tăng trưởng lợi nhuận tích cực từ năm 2023 trở đi. Dựa trên lợi thế về dòng tiền dồi dào và cấu trúc vốn lành mạnh được đề cập trong báo cáo "[Động](#)

[lực tăng trưởng đến từ các công ty con](#)", chúng tôi tin rằng một khi công ty cho thấy tín hiệu tăng trưởng doanh thu, sẽ tạo nên lực cầu đối với cổ phiếu, đặc biệt là từ các cổ đông tổ chức.

Về dự báo lợi nhuận, chúng tôi đã điều chỉnh giảm dự phóng về lợi nhuận mặc dù KQKD Q1 2023 gần như phù hợp so với dự phóng của chúng tôi. Lý do chính là rủi ro tăng chi phí BH&QLDN đã được đề cập ở trên. Nhìn chung, dự phóng mới của chúng tôi về LNST cổ đông công ty mẹ thấp hơn 5,4% so với dự báo trước đó. Do đó, những thay đổi này dẫn đến mức giá mục tiêu mới thấp hơn.

**Bảng 2: KQKD 1Q2022 & dự phóng 1Q2023**

Đơn vị: tỷ đồng	Q1-FY23	Q1-FY23 Dự phóng	Chênh lệch
Doanh thu thuần	13.918	14.080	-1,1%
Lợi nhuận gộp	5.398	5.560	-2,9%
Lợi nhuận hoạt động	2.067	2.025	+2,1%
LNST cổ đông công ty mẹ	1.856	1.810	+2,5%
<b>Biên LNG</b>	<b>38,8%</b>	<b>39,5%</b>	<b>-71 bps</b>
<b>Biên LN HĐ SXKD</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,4%</b>	<b>+47 bps</b>
<b>Biên LNST</b>	<b>13,3%</b>	<b>12,9%</b>	<b>+48 bps</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 3: Các thay đổi trong dự phóng KQKD năm 2023**

Đơn vị: tỷ đồng	Cũ	Mới	% Thay đổi	Nhận định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>62.532</b>	<b>62.532</b>	<b>0%</b>	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>25.753</b>	<b>25.753</b>	<b>0%</b>	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>41,2%</i>	<i>41,2%</i>	<i>0 bps</i>	
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	<b>15.132</b>	<b>15.896</b>	<b>+5,0%</b>	
<i>Chi phí BH&amp;QLDN/Doanh thu</i>	<i>24,2%</i>	<i>25,4%</i>	<i>+120 bps</i>	<i>Chúng tôi tăng tỉ lệ chi phí BH&amp;QLDN/Doanh thu vì chiến lược bán hàng mới.</i>
<b>Lợi nhuận trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>10.621</b>	<b>9.857</b>	<b>-7,1%</b>	
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>9.263</b>	<b>8.767</b>	<b>-5,4%</b>	
<b>EPS (Đông)</b>	<b>3.989</b>	<b>3.775</b>	<b>-5,4%</b>	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

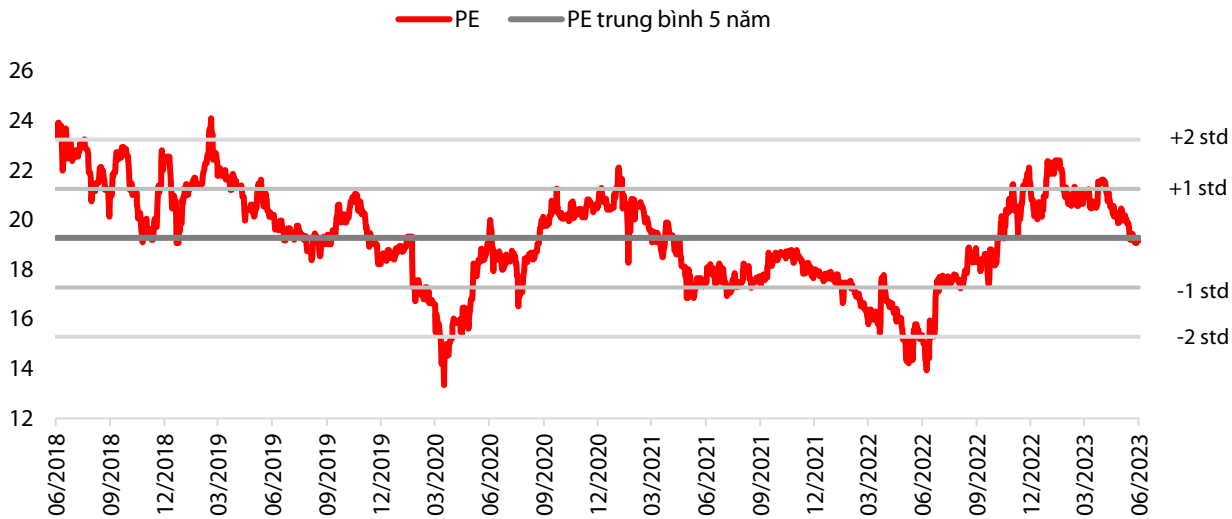
Chúng tôi kết hợp mô hình định giá FCFF (50%) và so sánh bội số (50%) với P/E áp dụng là 21,0 lần, ngang với mức P/E năm 2022. **Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 81.100 đồng**, thấp hơn 2,8% so với giá mục tiêu gần nhất (83.400 đồng) vào tháng 3/2023. Cộng với cổ tức tiền mặt 3.850 đồng, lợi nhuận kỳ vọng 12 tháng là 23% so với giá đóng cửa ngày 23/6/2023. Giá cổ phiếu đã cho thấy xu hướng giảm kể từ năm 2021 do sự thất vọng của nhà đầu tư đối với tăng trưởng lợi nhuận âm trong hai năm liên tiếp. So với đầu năm 2021, giá cổ phiếu đã giảm 37%, tương đương với P/E trượt là 19,0 lần. Với quan điểm 1) sự kỳ vọng tiêu cực đã phản ánh vào biến động giá cổ phiếu; và 2) tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong thời gian tới, chúng tôi khuyến nghị **MUA CỔ PHIẾU NÀY CHO DÀI HẠN**.

**Bảng 4: Tóm tắt định giá VNM**

Phương pháp	Trọng số	Định giá (VND/ cổ phiếu)
FCFF (WACC: 10,4%, g: 3,9%, EV/EBITDA: 12,7x)	50%	83.000
Bội số P/E (21,0x)	50%	79.100
<b>Tổng</b>	<b>100%</b>	<b>81.100</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 9: P/E lịch sử của VNM (x)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 5: So sánh công ty cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	ROE (%)	Tăng trưởng doanh thu (trượt 12T, % YoY)	Tăng trưởng EPS (% YoY)	Biên gộp (%)	Biên ròng (%)	PB trượt 12T (x)	PE trượt 12T (x)	EV/EBITDA trượt 12T	P/E trung bình 5 năm
<b>VNM</b>	<b>VN</b>	5.863	22,7	-2,6	-18,2	38,8	13,3	4,4	19,0	12,7	19,6
<b>Công ty trong nước</b>											
MCM	VN	117	14,2	7,1	-1,9	43,2	11,1	1,9	13,4	8,9	N/A
IDP	VN	677	51,8	26,1	-1,5	38,8	13,3	7,5	16,7	9,4	N/A
<b>Công ty nước ngoài</b>											
Danone S.A.	FR	40.110	5,5	13,9	-50,3	46,1	1,6	2,0	19,9	10,1	22,1
China Mengniu Dairy Ltd., Dutch Lady Milk Industries B.H.D	HK	15.276	13,8	5,1	5,3	35,3	3,5	2,7	18,6	16,5	29,5
Ultrajaya Milk Industry & Trading Co. Ltd., Megmilk Snow Brand Co. Ltd., Morinaga Milk Industry Co. Ltd.	MY	341	8,5	18,6	-58,6	24,7	2,4	3,9	0,6	N/A	3,8
Ultrajaya Milk Industry & Trading Co. Ltd., Megmilk Snow Brand Co. Ltd., Morinaga Milk Industry Co. Ltd.	ID	1.310	17,9	16,2	21,4	33,1	15,9	2,9	17,3	8,9	13,6
Megmilk Snow Brand Co. Ltd., Morinaga Milk Industry Co. Ltd.	JP	972	4,4	4,6	468,4	14,0	2,2	0,6	12,7	5,7	15,4
Morinaga Milk Industry Co. Ltd.	JP	1.690	7,9	4,4	-59,5	22,2	3,9	1,0	13,9	6,6	9,3
<b>Trung bình</b>		<b>7.562</b>	<b>15,5</b>	<b>12,0</b>	<b>40,4</b>	<b>32,2</b>	<b>6,7</b>	<b>2,8</b>	<b>14,1</b>	<b>9,4</b>	<b>15,6</b>
<b>Trung vị</b>		<b>1.141</b>	<b>11,2</b>	<b>10,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>34,2</b>	<b>3,7</b>	<b>2,4</b>	<b>15,3</b>	<b>8,9</b>	<b>14,5</b>

Nguồn: Bloomberg, tại 08/06/2023

KQ HKĐK	Tỷ đồng			
	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
Doanh thu thuần	60.919	59.956	62.532	65.641
Giá vốn	34.641	36.059	36.779	37.967
<b>Lãi gộp</b>	<b>26.278</b>	<b>23.897</b>	<b>25.753</b>	<b>27.674</b>
Chi phí bán hàng	12.951	12.548	14.143	14.912
Chi phí quản lý	1.567	1.596	1.753	1.755
Thu nhập từ HĐTC	1.215	1.380	1.706	1.545
Chi phí tài chính	202	618	610	286
Lợi nhuận khác	150	-20	-14	-12
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>12.922</b>	<b>10.496</b>	<b>10.939</b>	<b>12.254</b>
Thuế TNDN	2.290	1.918	2.039	2.284
Lợi ích cổ đông thiểu số	100	62	134	219
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>10.532</b>	<b>8.516</b>	<b>8.767</b>	<b>9.750</b>
EBIT	11.760	9.753	9.857	11.008
EBITDA	13.882	11.849	11.491	12.671

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
<b>Tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	2,2%	-1,6%	4,3%	5,0%
Lợi nhuận HKĐK	-4,1%	-17,1%	1,1%	11,7%
EBITDA	-4,1%	-14,6%	-3,0%	10,3%
Lợi nhuận sau thuế	-5,1%	-19,1%	2,9%	11,2%
Tổng tài sản	10,1%	-9,2%	-2,3%	2,5%
Vốn chủ sở hữu	5,7%	-9,8%	-0,5%	2,5%
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
LN gộp / Doanh thu	43,1%	39,9%	41,2%	42,2%
EBITDA/ Doanh thu	22,8%	19,8%	18,4%	19,3%
EBIT/ Doanh thu	19,3%	16,3%	15,8%	16,8%
LNST/ Doanh thu	17,3%	14,2%	14,0%	14,9%
ROA	19,9%	17,7%	18,6%	20,2%
ROE	31,8%	28,5%	29,5%	32,1%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay kh. phải thu	10,5	9,8	11,1	11,1
Vòng quay HTK	5,1	6,5	7,2	6,6
Vòng quay kh. phải trả	4,8	3,6	5,2	4,8
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	2,2	2,1	2,2	2,2
Nhanh	1,8	1,7	1,8	1,7
<b>Cấu trúc tài chính (%)</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	28,6%	16,5%	21,9%	19,6%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	28,4%	16,3%	21,7%	19,5%
Vay dài hạn / Vốn CSH	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%

BẢNG CĐKT	Tỷ đồng			
	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
Tiền	2.349	2.300	2.092	2.171
Đầu tư tài chính ngắn hạn	21.026	17.414	16.329	15.808
Các khoản phải thu	5.822	6.100	5.649	5.932
Tồn kho	6.773	5.538	5.085	5.762
Tài sản ngắn hạn khác	141	208	219	230
Tài sản cố định hữu hình	12.515	12.389	13.507	14.183
Tài sản cố định vô hình	2.900	2.610	2.609	2.597
Đầu tư tài chính dài hạn	744	743	724	707
Tài sản dài hạn khác	769	846	846	846
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>53.037</b>	<b>48.148</b>	<b>47.061</b>	<b>48.236</b>
Tiền hàng phải trả & ứng trước	7.179	10.039	7.052	7.917
Vay và nợ ngắn hạn	9.382	4.867	6.458	5.925
Vay và nợ dài hạn	76	66	52	33
Khoản phải trả ngắn hạn khác	338	292	292	292
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	507	402	414	460
Quỹ khoa học công nghệ	-	-	-	-
<b>TỔNG NỢ</b>	<b>17.482</b>	<b>15.666</b>	<b>14.267</b>	<b>14.627</b>
Vốn đầu tư của CSH	20.934	20.934	20.934	20.934
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	7.594	3.353	2.320	2.074
Khoản thu nhập khác	203	295	295	295
Quỹ đầu tư phát triển	4.352	5.267	6.143	7.118
<b>TỔNG VỐN</b>	<b>33.083</b>	<b>29.849</b>	<b>29.693</b>	<b>30.422</b>
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>2.767</b>	<b>2.967</b>	<b>3.101</b>	<b>3.187</b>

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
EPS (đồng/cp)	4.517	3.632	3.775	4.199
P/E (x)	18,0	21,0	21,5	19,3
BV (đồng/cp)	15.830	14.282	14.207	14.556
P/B (x)	5,1	5,7	5,7	5,6
DPS (đồng/cp)	3.850	3.850	3.850	3.850
Tỷ suất cổ tức (%)	4,4	5,2	5,9	5,9

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	83.000	50%	41.500
P/E	79.100	50%	39.600
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>			<b>81.100</b>

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	Giá	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 12/2022	93.800	MUA	Dài hạn
Tháng 3/2023	83.400	TÍCH LŨY	Dài hạn
Tháng 6/2023	81.100	MUA	Dài hạn



**BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**TRUNG TÂM PHÂN TÍCH**
**Nguyễn Thị Phương Lam**  
**Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1313)

**Trần Hà Xuân Vũ**  
**Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

**Phạm Thị Tố Tâm**  
**Manager**

tam.ptt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Vật liệu xây dựng

**Đỗ Thanh Tùng**  
**Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

**Nguyễn Thị Ngọc An**  
**Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

**Đỗ Thạch Lam**  
**Senior Analyst**

lam.dt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Bất động sản

**Nguyễn Hồng Loan**  
**Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1531)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

**Nguyễn Ngọc Thảo**  
**Analyst**

thao.nn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Ngân hàng

**Cao Ngọc Quân**  
**Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

**Trịnh Thị Thu Hoài**  
**Analyst**

hoai.ttt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1545)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

**Lê Tự Quốc Hưng**  
**Analyst**

hung.ltq@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

**Trần Thị Hà My**  
**Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Đặng Chính**  
**Analyst**

chinh.nd@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng

**Bernard Lapointe**  
**Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

**Nguyễn Hà Trinh**  
**Senior Consultant**

trinh.nh@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

**Trần Thị Ngọc Hà**  
**Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1526)

**Bùi Đặng Cát Khánh**  
**Assistant**

khanh.bdc@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon  
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn

F (+84) 28 6291 7986 W www.vdsc.com.vn

MST 0304734965

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow  
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006

F (+84) 24 6288 2008

### CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,  
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006

F (+84) 25 8382 0008

### CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank  
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578

F (+84) 29 2381 8387

### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,  
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

### CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

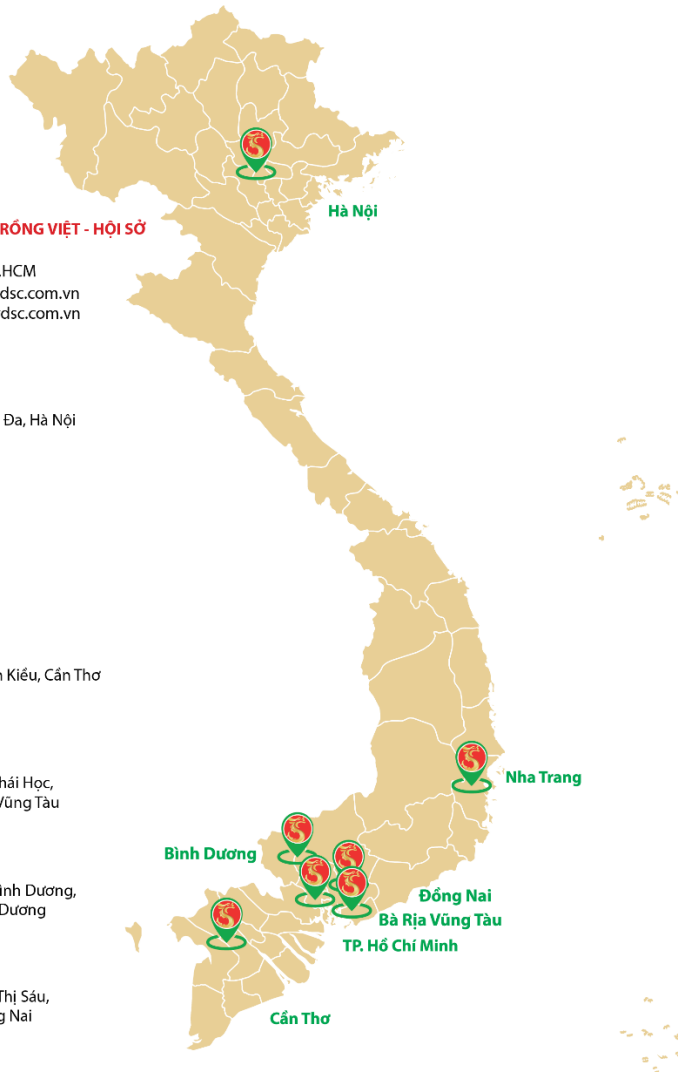
Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,  
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

### CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Toà nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,  
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2023.**