

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

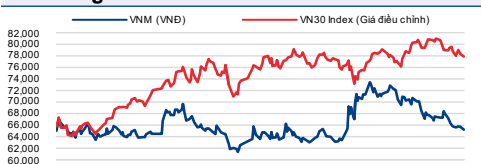
Giá mục tiêu: VNĐ77,100 (từ VNĐ89,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 18.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/11/2024)	65,200
Mã Bloomberg	VNM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	61,366-73,446
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	65,600
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	136,265
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	5,380
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,090
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,090
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,082
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	51.7%
Tỷ lệ freefloat	33.0%
Cổ đông lớn	SCIC (36.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(3.69)	(7.96)	(1.08)
So với chỉ số	0.13	(11.2)	(16.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	4,200	4,308	(2.5)
2025F	4,461	4,612	(3.3)
2026F	4,739	5,059	(6.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VNM là công ty sữa lớn nhất Việt Nam. Sản phẩm chính của công ty bao gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các sản phẩm khác.

Chuyên viên phân tích

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

Phục hồi kém hơn kỳ vọng; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với VNM xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 14% giá mục tiêu xuống 77.100đ sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận. Sức tiêu thụ sữa phục hồi chậm trong khi áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn.
- Cho giai đoạn 2024-2026, HSC giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần, đa phần do doanh thu trong nước giảm. Dự báo mới của chúng tôi – thấp hơn một chút so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận tăng trưởng 10% trong năm nay và 6% trong năm sau.
- Giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, và VNM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,7 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân tính từ tháng 11/2019. Tại giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF, tiềm năng tăng giá là 18% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 17,3 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2024

Sau khi ghi nhận KQKD Q2/2024 tích cực, VNM công bố KQKD Q3/2024 đáng thất vọng, với doanh thu thuần đạt 15.537 tỷ đồng, giảm 1% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 2.404 tỷ đồng, giảm 4% so với cùng kỳ. So với quý trước, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần cũng giảm lần lượt 7% và 10%, thấp hơn 7% và 12% so với dự báo của HSC. Lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2024 của VNM hoàn thành 71% dự báo năm 2024 (trước khi điều chỉnh) của chúng tôi.

Tác động: Tăng 2% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

Dựa trên các xu hướng dẫn đến KQKD Q3/2024 kém tích cực, HSC giảm dự báo sức tiêu thụ sữa của thị trường cũng như thị phần của VNM và tỷ suất lợi nhuận gộp. Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 2% và 5% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 8%. Cụ thể, dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 và 2025 được điều chỉnh giảm lần lượt 4% và 6% xuống 9.801 tỷ đồng (tăng trưởng 10%) và 10.411 tỷ đồng (tăng trưởng 6%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% và diễn biến kém tích cực hơn 11% so với VN Index trong 3 tháng qua, VNM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,7 lần (từ mức 15,9 lần trong tháng 8/2024), thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2019. Cổ phiếu VNM đang được giao dịch với định giá thấp hơn các công ty cùng ngành và có P/E dự phóng năm 2024 là 15,6 lần, thấp hơn 11% so với P/E bình quân dự phóng năm 2024 của các công ty cùng ngành ở mức 17,5. Mức lợi suất cổ tức ước tính 5,9% khá hấp dẫn, được hỗ trợ bởi dòng tiền tự do bền vững và tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức cao, dao động trong khoảng 80-100%. Nhìn chung, cổ phiếu đang được định giá thấp.

Tuy nhiên, do giảm dự báo lợi nhuận, chúng tôi giảm 14% giá mục tiêu xuống còn 77.100đ, với tiềm năng tăng giá 18%. Cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 17,3 lần. Sức tiêu thụ sữa phục hồi chậm trong khi áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, với định giá rẻ, chúng tôi vẫn thấy tiềm năng tăng giá. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VNM xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 12/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	11,849	12,071	13,023	13,787 ▼	14,693 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,516	8,874	9,801	10,411 ▼	11,059 ▼
EPS ĐC (đồng)	3,632	3,796	4,200	4,461 ▼	4,739 ▼
DPS (đồng)	3,850	3,850	3,850	3,850	3,850
BVPS (đồng)	14,282	15,166	16,061	17,195 ▼	18,637 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.7	11.7	10.9	10.4	9.73
P/E ĐC (lần)	18.0	17.2	15.5	14.6	13.8
Lợi suất cổ tức (%)	5.90	5.90	5.90	5.90	5.90
P/B (lần)	4.57	4.30	4.06	3.79	3.50
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(19.6)	4.52	10.6	6.23	6.23
ROAE (%)	27.1	28.8	30.0	30.0	29.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giảm dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu, hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Dựa trên các xu hướng dẫn đến KQKD Q3/2024 đáng thất vọng của VNM, HSC giảm dự báo sức tiêu thụ sữa của thị trường cũng như thị phần của VNM và tỷ suất lợi nhuận gộp. Do đó, chúng tôi giảm bình quân 2% và 5% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Mặc dù giảm giả định WACC và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025, quyết định giảm dự báo lợi nhuận của chúng tôi dẫn đến việc giảm 13% giá mục tiêu xuống 77.100đ, cho thấy cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 17,3%. Với tiềm năng tăng giá 18%, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VNM xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Đánh giá KQKD Q3/2024: Thấp hơn dự báo, do doanh thu trong nước và tỷ suất lợi nhuận giảm

Sau khi ghi nhận KQKD Q2/2024 tích cực, VNM công bố KQKD Q3/2024 đáng thất vọng, với doanh thu thuần đạt 15.537 tỷ đồng, giảm 1% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 2.404 tỷ đồng, giảm 4% so với cùng kỳ. So với quý trước, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần cũng giảm lần lượt 7% và 10%, thấp hơn 7% và 12% so với dự báo của HSC.

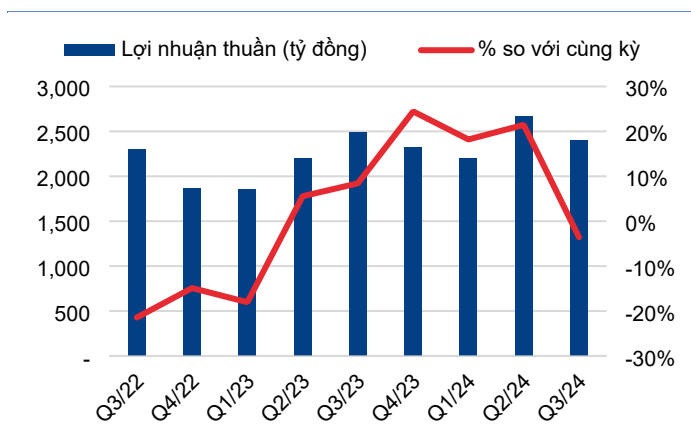
Doanh thu trong nước giảm 2% so với cùng kỳ và 4% so với quý trước xuống 12.298 tỷ đồng do bão Yagi ảnh hưởng đến doanh thu tại thị trường miền Bắc, thị phần giảm (41,2% trong Q3/2024 so với 42% trong Q2/2024 42,5% trong Q3/2023, theo ước tính của chúng tôi) và sức tiêu thụ của ngành sữa phục hồi chậm (tăng 1% so với cùng kỳ).

Doanh thu xuất khẩu tiếp tục tăng 10% so với cùng kỳ nhưng giảm 21% so với quý trước, đạt 1.375 tỷ đồng. Theo BLĐ, doanh thu xuất khẩu tăng mạnh nhờ KQKD tích cực tại các thị trường mới như Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc, Mỹ, và Úc.

Doanh thu giảm làm tăng tỷ lệ chi phí cố định/doanh thu, nên tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 41,2% (so với 41,9% trong Q3/2023 và 42,4% trong Q2/2024). Trong khi đó tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu được duy trì tốt ở mức 24,2% (giảm từ mức 24,4% trong Q3/2023 và không đổi so với quý trước).

Biểu đồ 1: Lợi nhuận thuần, VNM

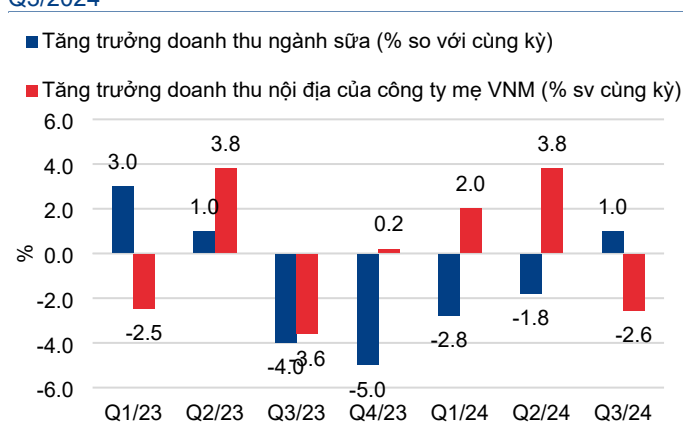
Lợi nhuận thuần đạt đỉnh trong Q2/2024 và tăng trưởng chậm lại trong Q3



Nguồn: VNM, HSC ước tính

Biểu đồ 2: Tăng trưởng doanh thu, VNM so với toàn ngành

Doanh thu của VNM vượt trội hơn so với ngành trong giai đoạn Q2/2023 – Q2/2024 nhưng không thể duy trì đà tăng trong Q3/2024



Nguồn: Nielsen, VNM, HSC ước tính

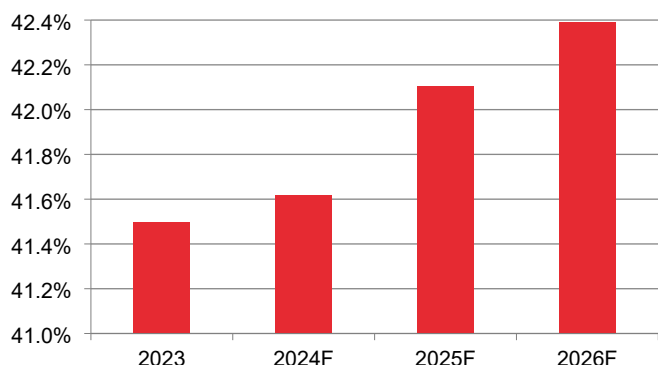
Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Do VNM ghi nhận KQKD Q3/2024 đáng thất vọng, HSC giảm dự báo sức tiêu thụ sữa của thị trường cũng như thị phần của VNM và tỷ suất lợi nhuận gộp. Do đó, chúng tôi giảm bình quân 2% và 5% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Chi tiết như sau:

- Giảm dự báo tăng trưởng của ngành trong năm 2024: HSC giảm dự báo tăng trưởng doanh thu của ngành trong năm 2024 xuống -0,8% so với cùng kỳ (từ mức +0.5% so với cùng kỳ trong dự báo trước đó của chúng tôi), nhưng giữ nguyên dự báo cho năm 2025-2026 ở mức 3,8-3,9%. Chúng tôi vẫn kỳ vọng sức tiêu thụ chung và sức tiêu thụ của ngành sữa sẽ cải thiện trong năm 2025 và 2026 nhờ tình hình kinh tế vĩ mô của toàn ngành kinh tế cải thiện.
- Giảm dự báo thị phần: Mặc dù VNM đánh mất thị phần trong Q3/2024, chúng tôi dự báo Công ty sẽ giành lại thị phần trong Q4/2024, được hỗ trợ bởi chiến lược đổi mới thương hiệu sản phẩm sữa chua trong tháng 7, nước ép trái cây và kem trong tháng 9, sữa công thức trong tháng 11 cũng như hoạt động đổi mới sản phẩm ở tất cả các phân khúc. HSC cũng tin rằng thị phần của VNM sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong năm 2025 nhờ các chiến dịch đổi mới thương hiệu, đổi mới sản phẩm và làm mới phương pháp tiếp thị. Tuy nhiên, do áp lực cạnh tranh trở nên gay gắt hơn dự báo của chúng tôi, tốc độ tăng trưởng của thị phần chậm hơn dự báo trước đó, ở mức 10 điểm cơ bản trong năm 2024 (thay vì 50 điểm cơ bản), 50 điểm cơ bản trong năm 2025 (thay vì 60 điểm cơ bản) và 30 điểm cơ bản trong năm 2026 (không đổi).
- Giảm dự báo tỷ suất lợi nhuận: Giá bột sữa bắt đầu tăng từ tháng 6, do đó chúng tôi giảm 42 điểm cơ bản tỷ suất lợi nhuận gộp xuống 41,8%. HSC dự báo chi phí bột sữa nguyên liệu trong năm 2025 sẽ tăng 10% so với cùng kỳ trong khi dự báo công ty sẽ tăng 3,5% giá bán bình quân trong năm 2025 và tăng 2% trong năm 2026 (thay vì 2% trong dự báo trước đó). Nhờ giá bán được điều chỉnh tăng, tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025 sẽ tăng nhẹ 42% (so với mức 41,8% trong năm 2024) và mở rộng lên 42,3% trong năm 2026. Tuy nhiên, điều này phản ánh việc giảm 75 điểm cơ bản cho năm 2025 và 55 điểm cơ bản cho năm 2026.

Biểu đồ 3: Thị phần thực tế & dự báo, VNM

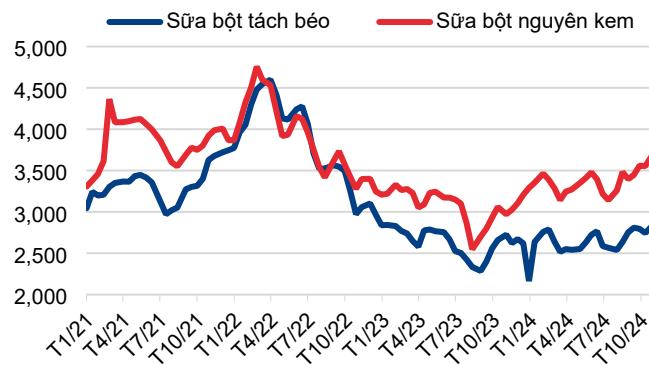
Thị phần của VNM được kỳ vọng sẽ tăng nhẹ qua các năm



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 4: Giá bột sữa nguyên liệu nhập khẩu

Giá bắt đầu tăng từ tháng 6



Nguồn: Global Dairy Trade

Bảng 5: Tỷ suất lợi nhuận thực tế & dự báo, VNM

HSC giảm nhẹ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp & tỷ suất lợi nhuận thuần trong bối cảnh giá bột sữa nguyên liệu tăng

	Thực tế				Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh (Điểm cơ bản)		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	40.7%	42.3%	42.7%	42.8%	41.8%	42.0%	42.3%	(42)	(75)	(55)			
Chi phí BH&QL/Doanh thu	24.5%	24.6%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.6%	(7)	6	12			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.7%	16.0%	16.5%	16.8%	15.7%	15.9%	16.1%	(28)	(56)	(64)			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Dự báo lợi nhuận, VNM

Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 1% & 2% dự báo lợi nhuận & doanh thu thuần cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Thực tế				Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	60,369	63,842	66,992	70,145	62,365	65,494	68,531	-2%	-2%	-2%			
Tăng trưởng	1%	6%	5%	5%	3%	5%	5%						
Lợi nhuận thuần	8,874	10,214	11,027	11,770	9,801	10,411	11,059	-4%	-6%	-6%			
Tăng trưởng	4%	15%	8%	7%	10%	6%	6%						

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Dự báo doanh thu theo mảng kinh doanh, VNM

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Trong nước, loại trừ Vilico	47,482	49,533	51,963	54,035	48,384	50,798	53,110	-2%	-2%	-2%
Tăng trưởng	0%	4%	5%	4%	2%	5%	5%			
Xuất khẩu	5,039	5,442	5,714	6,000	5,795	6,084	6,388	-7%	-5%	-5%
Tăng trưởng	4%	8%	5%	5%	15%	5%	5%			
Công ty con ở nước ngoài	4,713	4,966	5,147	5,336	5,249	5,557	5,857	-4%	-4%	-4%
Tăng trưởng	7%	5%	4%	4%	11%	6%	5%			
Vilico	3,152	3,210	3,338	3,471	2,937	3,054	3,176	-1%	-1%	-1%
Tăng trưởng	0%	2%	4%	4%	-7%	4%	4%			
Tổng doanh thu	60,369	63,151	66,162	68,842	62,365	65,494	68,531	-2%	-2%	-2%
Tăng trưởng	1%	5%	5%	4%	3%	5%	5%			

Nguồn: HSC ước tính

Cho năm 2024, chúng tôi giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần xuống 9.801 tỷ đồng, cho thấy tốc độ tăng trưởng hàng năm là 10%. Sang năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của VNM tăng trưởng 6% đạt 10.411 tỷ đồng, sau khi điều chỉnh tăng 6% dự báo lợi nhuận. Cuối cùng, lợi nhuận thuần năm 2026 được điều chỉnh giảm 6% xuống 11.059 tỷ đồng, tăng trưởng 6%.

Bảng 8: Dự báo lợi nhuận tài chính, VNM

HSC điều chỉnh tăng bình quân 21% dự báo lợi nhuận tài chính cho năm 2025-2026

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu HĐ tài chính	1,716	1,504	1,545	1,802	1,506	1,657	1,766	0%	7%	-2%
Chi phí tài chính	503	375	368	371	415	420	424	11%	14%	14%
Lợi nhuận tài chính	1,213	1,129	1,177	1,431	1,091	1,238	1,342	-3%	5%	-6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Dự báo lợi nhuận Q4/2024, VNM

Lợi nhuận thuần Q4 được kỳ vọng sẽ đạt 2.515 tỷ đồng, tương đương tăng 8,1% so với cùng kỳ & tăng 4,6% so với quý trước

Tỷ đồng	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024	Q4/2024F	2024F
Doanh thu thuần	14,112	16,656	15,537	16,060	62,365
% so với cùng kỳ	1.4%	9.6%	-0.6%	2.8%	3.3%
% so với quý trước	-9.6%	18.0%	-6.7%	3.4%	
Lợi nhuận thuần	2,207	2,670	2,404	2,533	9,801
% so với cùng kỳ	15.8%	21.5%	-3.6%	8.9%	10.5%
% so với quý trước	-6.1%	21.0%	-10.0%	5.4%	

Nguồn: VNM, HSC ước tính

Dự báo Q4/2024: Lợi nhuận thuần dự kiến đạt 2,5 nghìn tỷ đồng

Dựa trên dự báo lợi nhuận mới cho năm 2024 và KQKD 9 tháng đầu năm 2024, chúng tôi dự báo VNM sẽ ghi nhận doanh thu thuần 16.060 tỷ đồng trong Q4/2024, tăng 2,8% so với cùng kỳ, và lợi nhuận thuần 2.533 tỷ đồng, tăng 8,9% so với cùng kỳ. Dự báo của chúng tôi dựa trên các giả định như sau:

- Doanh thu trong nước tăng 2,1% so với cùng kỳ đạt 13.365 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi phân khúc sản phẩm sữa chua uống, sữa đặc, sữa có nguồn gốc thực vật, và kết quả của việc làm mới thương hiệu đối với sản phẩm sữa bột.
- Doanh thu xuất khẩu đạt 1.383 tỷ đồng, tăng 6,6% so với cùng kỳ nhờ KQKD tích cực tại các thị trường mới và đà tăng trưởng vững chắc tại thị trường Trung Đông.
- Doanh thu của các công ty con tại nước ngoài dự kiến tăng 6,1% so với cùng kỳ lên 1.312 tỷ đồng.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến đạt 41,8%, cải thiện từ mức 41,2% trong Q3/2024 nhờ doanh thu tăng.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Mặc dù HSC giảm giả định WACC và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 do giảm dự báo lợi nhuận, chúng tôi giảm 14% giá mục tiêu xuống 77.100đ, cho thấy cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 18,4 lần và 17,3 lần. Với tiềm năng tăng giá 18%, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VNM xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá VNM, với lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% (giảm từ mức 8,5%), hệ số beta 0,7 lần (tăng từ mức 0,65 lần), tỷ trọng vốn CSH 95% (không đổi) và chi phí nợ sau thuế 3,6% (tăng từ mức 3,2% trước đó). Các giả định trên dẫn đến WACC 9% (giảm từ mức 9,2% trong lần cập nhật trước đó).

Bảng 10: Ước tính dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VNM

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	62,365	65,494	68,531	71,503	74,363
Tỷ suất EBIT	17.3%	17.4%	17.7%	17.3%	17.3%
EBIT	10,785	11,416	12,112	12,381	12,876
- Thuế, đã điều chỉnh	2,085	2,198	2,333	2,402	2,575
NOPLAT	8,700	9,218	9,780	9,979	10,301
+ Khấu hao	2,238	2,371	2,581	2,725	2,834
- Tăng/(giảm) thuần vốn lưu động	1,326	(953)	(1,289)	(1,151)	(1,197)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(2,308)	(3,629)	(2,530)	(2,530)	(2,530)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	9,957	7,007	8,541	9,023	9,407

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 11: Tính toán giá trị dài hạn (cuối năm 2025), VNM

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	9,407
WACC dài hạn		9.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
WACC – tốc độ tăng trưởng		7.0%
Dòng tiền dài hạn $\times (1 + \text{tốc độ tăng trưởng}) / (\text{WACC} - \text{tốc độ tăng trưởng})$	Tỷ đồng	137,719
Giá trị hiện tại	Tỷ đồng	106,440
EBITDA dài hạn		7.8 lần

Nguồn: HSC

Bảng 12: Tính toán giá trị DCF (cuối năm 2025), VNM

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	39,672
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	106,440
Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	18,403
Lợi ích của cổ đông thiểu số	Tỷ đồng	(3,376)
Giá trị DCF	Tỷ đồng	161,139
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	2,090
Giá trị DCF của cổ phiếu	Đồng	77,102

Nguồn: HSC

Bảng 13: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro & tốc độ tăng trưởng dài hạn (đồng), VNM

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	77,766	73,782	70,273	67,159	64,378
	1.5%	81,983	77,431	73,459	69,962	66,859
	2.0%	86,902	81,643	77,102	73,140	69,654
	2.5%	92,711	86,558	81,308	76,777	72,826
	3.0%	99,679	92,367	86,219	80,978	76,457
	3.5%	107,697	99,385	93,077	87,769	82,461

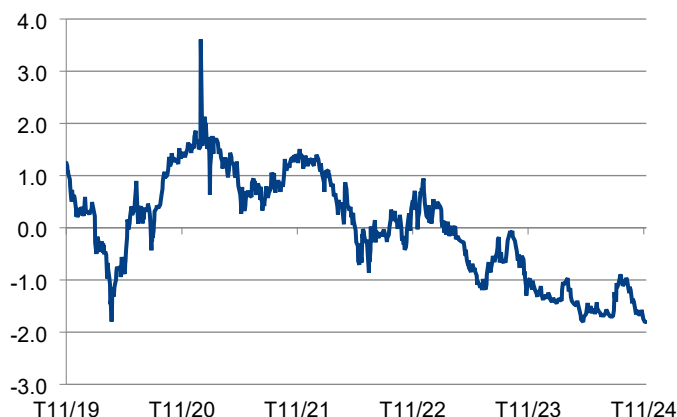
Nguồn: HSC

Biểu đồ 14: P/E trượt dự phóng 1 năm từ tháng 11/2019, VNM
VNM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,7 lần, thấp hơn so với bình quân từ tháng 11/2019 là 19,8 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 15: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VNM
Thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% và diễn biến kém tích cực hơn 12% so với VN Index trong 3 tháng qua, VNM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,7 lần, thấp hơn bình quân từ tháng 8/2024 ở mức 15,9 lần. Do đó, cổ phiếu đang được định giá thấp, đang giao dịch với định giá thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2019.

Cổ phiếu VNM đang được giao dịch với định giá thấp hơn các công ty cùng ngành và có P/E dự phóng năm 2024 là 15,6 lần, thấp hơn 11% so với P/E bình quân dự phóng năm 2024 của các công ty cùng ngành ở mức 17,5 lần.

Bảng 16: Định giá các công ty cùng ngành trong khu vực

VNM đang giao dịch với chiết khấu 9% so với các công ty cùng ngành

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2024	P/E 2025	EV/EBITDA 2024	EV/EBITDA 2025	P/B 2024	P/B 2025	Tăng trưởng EPS 2024	Tăng trưởng EPS 2025
Inner Mongolia Yili Industrial	Trung Quốc	26,598	16.2	16.8	11.8	11.8	3.3	3.1	10.3%	-3.5%
China Mengniu Dairy Ltd	Hồng Kông	9,130	15.1	12.9	10.1	9.1	1.4	1.3	-22.4%	17.3%
Bright Dairy & Food Co Ltd-A	Trung Quốc	1,675	21.3	20.1	7.3	6.8	1.4	1.3	-33.3%	5.2%
Dutch Lady Milk Industries Bhd	Malaysia	432	14.5	13.5	9.0	8.2			68.8%	6.1%
Fraser & Neave Holdings	Malaysia	2,333	17.4	17.3	10.4	9.8	2.6	2.5	-8.5%	0.6%
Cisarua Mountain Diary PT TBK	Indonesia	2,758	28.8	24.7	20.5	17.4	6.3	5.4	20.0%	16.7%
Yakult Honsha Co. Ltd.	Nhật Bản	7,173	18.6	18.3	10.3	10.1	1.7	1.6	4.0%	1.4%
Meiji Holdings Co. Ltd.	Nhật Bản	6,406	17.5	17.0	7.3	7.0	1.2	1.2	4.6%	9.5%
Trung vị		4,582	17.5	17.1	10.2	9.5	1.7	1.6	4.3%	5.6%
CTCP Sữa Việt Nam		6,362	15.6	14.6	11.6	10.7	4.3	3.9	11.4%	6.3%

Nguồn: HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn