

Ngành : Tiêu dùng Bán lẻ

## CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM - (HSX: VNM) Dấu hiệu phục hồi

Khuyến nghị

**MUA**

Giá hiện tại:	<b>90,000</b>
Giá mục tiêu trước đây	<b>122,100</b>
Giá mục tiêu mới:	<b>105,570</b>
Tỷ suất cổ tức	<b>4.6%</b>
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>17%</b>

Ngày viết báo cáo:	19/08/2021	<b>Cơ cấu cổ đông</b>	
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	20,089	SCIC	36.01%
Vốn hóa (tỷ đồng)	188,096	F&N Dairy	17.69%
Thanh khoản bình quân 6 tháng:	3,724,440	Platinum Victory	10.62%
Sở hữu nước ngoài còn lại	44.96%		

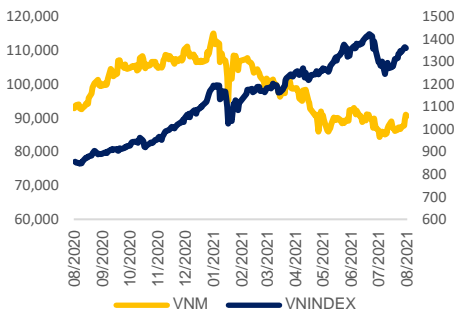
### Bộ phận Equity Research:

Phạm Thị Minh Châu  
Chauptm@bsc.com.vn  
Ngành Tiêu dùng, bán lẻ - KCN - VLXD

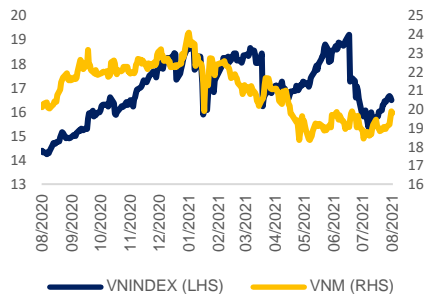
### Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Tô Quang Vinh  
vinhtq@bsc.com.vn  
Giá khuyến nghị: 91,500 VND  
Giá cắt lỗ: 87,500 VND

### Bảng so sánh giá CP và VN- Index



### Bảng so sánh P/E và VN index



## QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** mã cổ phiếu **VNM** với giá **105,570 VND/CP**, upside 17% so với giá ngày 18/08/2021 với phương pháp DCF và P/E, với tỷ trọng là 50% - 50%.

## DỰ BÁO KQKD

BSC dự báo DTT và LNST năm 2021 dự kiến đạt lần lượt là 60,886 tỷ đồng (+2% YoY) và 11,292 tỷ đồng (+0.5% YoY), tương đương EPS fw là 4,754đ, PE fw là 18.9x – Thấp hơn P/E trung bình 5 năm là 22 lần.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Duy trì 60% thị phần và mức P/E fw = 18.9 lần** – Định giá ở mức hấp dẫn khi ngành sữa được dự kiến phục hồi sau dịch;
- **Lợi nhuận 2022 được hỗ trợ (+11%YoY)** nhờ (1) Nhu cầu nội địa và xuất khẩu phục hồi (2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện 2.3ppt YoY nhờ Giá bán tăng ~2% từ tháng 5/2021 và giá NVL có xu hướng giảm.
- **Liên Doanh – Kỳ vọng tăng trưởng nhờ sức mạnh cộng hưởng:** (1) Mở rộng thị trường và ngành hàng kinh doanh, thông qua việc khởi động các chuỗi Liên Doanh vào cuối 2021 (2) Tập trung phát triển các kênh hiện đại (kênh online) và tận dụng năng lực bán hàng của đối tác, nhằm tối ưu hóa chi phí bán hàng và QLDN (~25% DT, TB 5 năm) trong dài hạn.

## RỦI RO

- Biến động giá nguyên vật liệu ảnh hưởng đến biên lợi nhuận;
- Cạnh tranh gay gắt với các đối thủ trong ngành.

## CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

DTT và LNST Q2/2021 đạt lần lượt 15,716 tỷ đồng (+1% YoY) và 2,862 tỷ đồng (-7%YoY). Nguyên nhân DT tăng 1% **(1) DT nội địa giảm nhẹ 1% YoY**, do tiếp tục bị ảnh hưởng bởi COVID-19 khiến sức mua suy giảm. **(2) DT thị trường xuất khẩu +17%YoY** nhờ đóng góp chính từ thị trường Trung Đông và các đơn hàng mới từ Mĩ, Châu Âu. **(3) DT Các chi nhánh nước ngoài tăng trưởng 12.8% YoY**, nhờ phục hồi của Driftwood.

	2020	2021	Peer	VN-Index
PE	22.7	18.9	17.1	23.1
PB	6.7	5.2	4.8	5.1
PS	5.7	5.6	5.2	2.5
ROE (%)	33%	31%	31%	18%
ROA (%)	23%	21%	21%	8%

	2019	2020	2021	2022
<b>Doanh thu thuần</b>	56,318	59,636	60,886	65,588
<b>Lợi nhuận gộp</b>	26,572	27,669	26,919	30,490
<b>NPATMI</b>	10,527	11,099	11,089	12,281
<b>EPS</b>	4,565	4,770	4,754	5,265
<b>Tăng trưởng EPS</b>	-13.8%	4.49%	-0.33%	10.75%

## CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

**(I) KQKD 6T/2021 tăng trưởng âm do ảnh hưởng của dịch bệnh COVID-19, khiến sức mua sụt giảm và giá nguyên vật liệu tăng cao.** Lũy kế 6T/2021, DTT và LNST đạt lần lượt 28,906 tỷ đồng (-3% YoY) và 5,359 tỷ đồng(-7.3%YoY). Qua đó, VNM hoàn thành lần lượt 47% kế hoạch DT và 49% kế hoạch LNST. Riêng Q2/2020, DTT và LNST đạt 15,716 tỷ đồng (+1% YoY) và 2,862 tỷ đồng(-6.8%YoY), tăng lần lượt 19% / 10% so với Q1/2021, dấu hiệu phục hồi so với đầu năm 2021.

	Q2/2021	Q2/2020	%YoY	1H/2021	1H/2020	%YoY
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>15,716</b>	<b>15,495</b>	<b>1%</b>	<b>28,906</b>	<b>29,648</b>	<b>-3%</b>
Doanh thu nội địa	13,251	13,365	-1%	24,429	25,457	-4%
DT MCM	790	735	7%	1,411	1,368	3%
Doanh thu xuất khẩu	1,606	1,370	17%	2,772	2,451	13%
Doanh thu công ty con	859	761	13%	1,705	1,741	-2%
<b>Lãi gộp</b>	<b>6,854</b>	<b>7,138</b>	<b>-4%</b>	<b>12,609</b>	<b>13,744</b>	<b>-8%</b>
<b>GPM</b>	<b>43.60%</b>	<b>46.10%</b>	<b>-2%</b>	<b>43.60%</b>	<b>46.40%</b>	<b>-3%</b>
Chi phí bán hàng	-3,186	-3,383	-6%	-5,772	-6,387	-10%
Chi phí QLDN	-389	-374	4%	-757	-763	-1%
<b>SG&amp;A/Rev</b>	<b>22.70%</b>	<b>24.20%</b>	<b>-1%</b>	<b>22.60%</b>	<b>24%</b>	<b>-2%</b>
EBIT	3,279	3,381	-3%	6,081	6,593	-8%
<b>Biên EBIT</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>-1%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>-1%</b>
Thu nhập tài chính	293	335	-13%	578	620	-7%
Chi phí tài chính	-42	-1	6148%	-49	-123	-61%
Thu nhập khác, ròng	-17	-10	63%	66	-15	344%
LNTT	3,494	3,711	-6%	6,648	7,070	-6%
<b>LNST</b>	<b>2,862</b>	<b>3,085</b>	<b>-7%</b>	<b>5,459</b>	<b>5,861</b>	<b>-7%</b>
<b>Biên LNST</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>-9%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>-4%</b>
LNST - LICĐTS	2,835	3,072	-8%	5,411	5,837	-7%

Nguồn: BSC Research

**(1) DT thị trường nội địa suy giảm đạt 24,429 tỷ đồng (- 4%YoY), chiếm 84.5% tổng doanh thu,** do tiếp tục bị ảnh hưởng bởi COVID-19 và các biện pháp giãn cách khiến sức mua suy giảm. Tuy nhiên, DT Q2/2021 chỉ giảm 1% YoY từ mức tăng trưởng âm 9% YoY trong Q1/2021, cho thấy dấu hiệu phục hồi nhờ (1.1) yếu tố thời tiết mùa hè và nhu cầu tích trữ hàng hóa trong giai đoạn đầu giãn cách xã hội, khiến sức tiêu thụ các sản phẩm tốt hơn quý trước (1.2) tăng cường các hoạt động kích cầu, cho ra mắt các sản phẩm mới (1.3) điều chỉnh tăng giá bán trung bình ~2% từ tháng 5/2021.

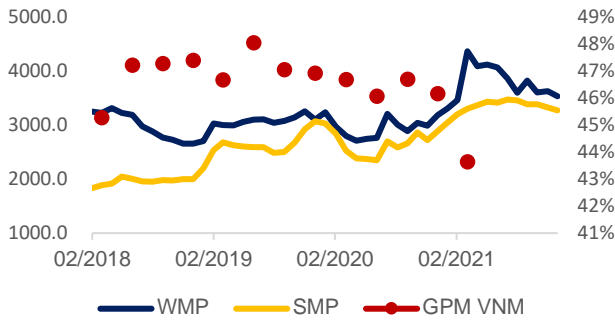
Bên cạnh đó, DT của MCM tiếp tục duy trì tăng trưởng 3% YoY khả quan hơn so với thị trường nội địa, nhờ tận dụng hiệu quả giá trị cộng hưởng về thương hiệu và kênh phân phối. Mặc dù, Doanh thu hiện tại của MCM tương đối nhỏ (~6%DT nội địa), nhưng MCM vẫn được đánh giá là sở hữu tiềm năng tăng trưởng lớn ở khu vực miền Bắc và dài hạn hơn là xuất khẩu sang Trung Quốc. Dựa trên những kỳ vọng khả quan của hai dự án với vốn đầu tư 1,120 tỷ đồng gồm: Trang trại du lịch – Bò sữa công nghệ cao và dự án nhà máy sữa Mộc Châu 2, dự kiến khởi công vào cuối 2021 và bắt đầu khai thác trong giai đoạn 2025-2026.

**(2) Mảng xuất khẩu tăng tốt nhờ phục hồi thị trường Trung Đông, mở rộng sang khác như Mỹ và châu Âu: DT thị trường xuất khẩu đạt 2,772 tỷ đồng (+13%YoY).** Theo VNM mức tăng chủ yếu đến từ thị trường Trung Đông (chiếm tỷ trọng 70-80% DT xuất khẩu) và các đơn hàng mới từ Mĩ, Châu Âu cho thấy dấu hiệu phục hồi về nhu cầu tiêu dùng trên thế giới.

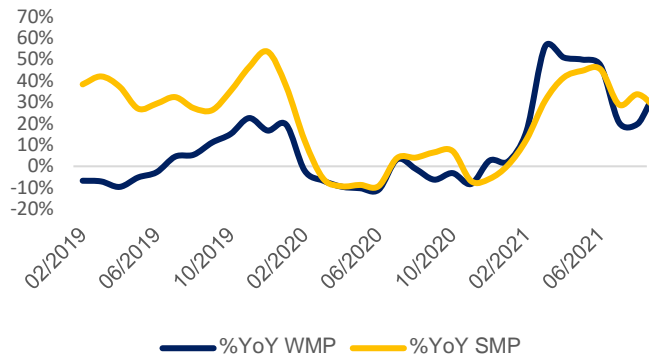
**(3) KQKD của Các công ty con ở nước ngoài dần phục hồi sau dịch COVID-19:** DT Các chi nhánh nước ngoài tăng trưởng -2% YoY, do mức giảm hai chữ số ở Q1/2021 và dần phục hồi trong Q2. Cụ thể, (3.1) Driftwood: Tăng trưởng hai chữ số sau mức giảm sâu 20% trong Q1, nhờ tác động tích cực của vaccine khiến các trường học tại Mỹ dần mở cửa trở lại sau hơn một năm đóng cửa do Covid-19; (3.2) Angkor milk: tăng trưởng nhẹ ~3%YoY trong Q2 do tiếp tục chịu ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 tại khu vực Châu Á.

**Biến động giá nguyên vật liệu:** Giá vốn nguyên liệu WMP và SMP nhập khẩu cao hơn lần lượt 36%YoY và 28%YoY, làm tăng chi phí nguyên liệu sử dụng trong 1H21 (theo Global Dairy) do **(1)** xu hướng mua gom các hàng hóa nông nghiệp với số lượng lớn của Trung Quốc; **(2)** Chi phí container tăng; **(3)** các hạn chế về nguồn cung do thời tiết xấu và chi phí thức ăn cho bò sữa tăng cao. Vì thế, VNM đã tiến hành tăng giá bán ~2% trong cuối Q2/2021, nhằm bù đắp một phần chi phí tăng, khi thu nhập khả dụng của người dân bị ảnh hưởng. **Do đó, Biên lợi nhuận gộp hợp nhất 6T/2021 đạt 43.6% (-2.7ppt YoY).** Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của MCM vẫn tăng trưởng (+1.4ppt YoY) nhờ vào (1.1) Lợi thế đàm phán giá sữa nguyên liệu nhập khẩu với số lượng lớn của công ty mẹ VNM; (1.2) VNM đưa công nghệ tiên tiến vào để tăng hiệu quả sản xuất từ đó giúp MCM có thể cắt giảm chi phí so với cùng kì.

**Giá WMP - SMP nhập khẩu New Zealand (USD/MT)**



**Biến động giá NVL YoY (%)**



Nguồn: Global Dairy

**Chi phí bán hàng và QLDN/DT (-2% YoY)** nhờ nỗ lực tiết giảm chi phí theo điều kiện kinh doanh so với 2020, theo đó, BSC đánh giá cao (1) khả năng điều phối các kênh bán hàng – kênh hiện đại (+50% YoY) và (2) điều tiết linh hoạt chi phí vận hành nhằm bảo vệ biên lợi nhuận hoạt động của VNM trong những tình huống HĐKD gặp nhiều khó khăn.

**(II) Đối với hoạt động liên doanh:** (1) Liên doanh Del Monte-Vinamilk, với tổng vốn đầu tư GD 1 là 6 triệu USD (tỷ lệ góp vốn 50%), dự kiến sẽ đưa sản phẩm ra thị trường Philippines vào tháng 9.2021 – Theo đó, Liên doanh sẽ nhập khẩu các sản phẩm sữa từ Vinamilk, sau đó được tiếp thị và phân phối tại Philippines Thông qua đối tác DMPI – Sở hữu 100,000 điểm bán lẻ tại Philippines. Dự kiến năm đầu tiên đạt 8.8 triệu USD ~202.4 tỷ đồng với tốc độ tăng trưởng kép trung hạn là 50%. (2) Liên doanh Vibev hợp tác với KDC với tổng giá trị đầu tư 400 tỷ đồng (VNM/KDC là 51%/49%) dự kiến sẽ ra mắt sản phẩm trong 2022. (3) Liên doanh Bò thịt: Đang làm thủ tục thành lập liên doanh. Giai đoạn đầu sẽ nhập sản phẩm từ Nhật Bản và thử nghiệm bò thịt nuôi theo công nghệ Nhật Bản để giới thiệu đến người tiêu dùng. Giai đoạn tiếp theo sẽ đầu tư trang trại bò thịt trên địa bàn tỉnh Vĩnh Phúc với qui mô tổng vốn đầu tư khoảng 1.700 tỷ đồng, công suất khai thác là 20.000 con/năm.

**(III) Capex trong 1H/2021 là 461 tỷ đồng (~30% KH năm) trong đó** (1) VNM đã nhập khẩu 2,100 bò sữa HF/5,000 con theo KH 2021 từ Mỹ về trang trại mới tại Quảng Ngãi để gia tăng tổng đàn trong nước lên 33,000 con. (2) Ra mắt hệ thống trang trại sinh thái Vinamilk Green Farm tại Tây Ninh, Quảng Ngãi và Thanh Hóa, là nguồn nguyên liệu của sản phẩm sữa tươi Vinamilk Green Farm được giới thiệu vào đầu tháng 4/2021, (3) Trang trại bò sữa Laos-Jagro đang được triển khai theo đúng tiến độ và dự kiến bắt đầu cho sữa trong 6 tháng đầu năm 2022.

## Triển vọng 2021 – Dấu hiệu phục hồi

**Dự báo KQKD 2H/2021:** BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp 2H/2021 sẽ có dấu hiệu hồi phục khi nhờ (1) hiệu quả của việc tăng giá bán từ tháng 5 sẽ được phản ánh rõ qua biên lợi nhuận gộp Q3/2021, khi các kênh phân phối tăng cường nhập hàng đáp ứng nhu cầu tích trữ hàng hóa trong giai đoạn giãn cách và đón đầu nhu cầu thực bắt đầu hồi phục khi dịch bệnh được khống chế vào cuối Q3/2021 và nhiều tỉnh thành công bố thời gian cho học sinh đi học trở lại vào đầu tháng 9 (2) giá nguyên vật liệu vẫn duy trì ở mức tương đương 1H/2020, do VNM đã đàm phán các hợp đồng mua nguyên vật liệu với nhà cung cấp để đảm bảo nguồn cung nhằm ổn định chi phí sản xuất và chốt giá một số nguyên liệu sản xuất chính đến hết năm 2021. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng VNM sẽ đẩy mạnh các hoạt động Marketing nhằm đón đầu đà phục hồi nhu cầu sau dịch, do đó, tỉ lệ SG&A/DTT có thể sẽ tăng lên 25% trong cuối năm 2021.

Từ đó, BSC đưa ra điều chỉnh dự báo năm 2021 so với báo cáo gần nhất năm 2020 do diễn biến phức tạp của dịch bệnh COVID-19, khiến nhu cầu nội địa và xuất khẩu bị ảnh hưởng mạnh trong năm 1H/2021 và giá nguyên vật liệu tăng cao từ đầu năm 2021. Do đó, chúng tôi dự báo DTT và LNST năm 2021 dự kiến đạt lần lượt là 60,886 tỷ đồng (+2% YoY) và 11,292 tỷ đồng (+0.5% YoY), tương đương EPS fw là 4,754đ, PE fw là 18.9x, PB fw là 5.2x.

	2020	2021	2022	2023
<b>Doanh thu thuần</b>	59,636	60,886	65,588	70,751
Doanh thu nội địa	<b>47,555</b>	<b>50,842</b>	<b>51,291</b>	<b>54,882</b>
%YoY	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
DT MCM	2,823	3,012	3,163	3,321
%YoY	-2.8%	6.7%	5.0%	5.0%
Doanh thu xuất khẩu	5,561	6,269	7,148	8,251
%YoY	7.4%	12.7%	14.0%	15.4%
Doanh thu công ty con	3,234	3,325	3,558	3,832
%YoY	-9.9%	2.8%	7.0%	7.7%
Lãi gộp	27,669	26,919	30,490	33,013
GPM	46.4%	44.2%	46.5%	46.7%
Chi phí bán hàng	(13,447)	(12,701)	(14,794)	(15,959)
Chi phí QLDN	(1,958)	(1,575)	(1,659)	(1,789)
SG&A/Rev	25.8%	23.4%	25.1%	25.1%
EBIT	12,263	12,643	14,037	15,265
Thu nhập tài chính	1,581	1,310	1,361	1,442
Chi phí tài chính	(309)	(237)	(283)	(305)
Thu nhập khác, ròng	(21)	60	52	56
LNTT	13,519	13,779	15,171	16,463
LNST	11,236	11,292	12,432	13,491
Biên LNST	18.8%	18.5%	19.0%	19.1%
LNST - LICĐTS	11,099	11,089	12,281	13,327
EPS Pha loãng	4,770	4,754	5,265	5,714

Nguồn: BSC Research

## Định giá

BSC nâng khuyến nghị **MUA** mã cổ phiếu **VNM** với giá **105,570 VND/CP**, upside 17% so với giá ngày 18/08/2021 với phương pháp DCF và P/E, với tỷ trọng là 50% - 50%. Những điều chỉnh dựa trên khuyến nghị về:

- (I) Điều chỉnh giảm 14% so với giá mục tiêu trước đó trong tháng 9/2020, do diễn biến phức tạp của dịch bệnh trong 1H/2021, khiến nhu cầu nội địa và xuất khẩu phục hồi thấp hơn kì vọng, cùng với giá nguyên vật liệu tăng cao hơn giai đoạn trước. Do đó, DTT và LNST kì vọng cho năm 2021 giảm lần lượt 5% và 23% so với báo cáo trước đó.
- (II) Chúng tôi nâng khuyến nghị từ **THEO DÕI** lên **MUA** và điều chỉnh P/E mục tiêu từ 20 lần lên 22 lần – Tương đương mức P/E trung bình 5 năm của VNM. Dựa trên các yếu tố:
  - (1) P/E fw của 2021 ở mức 18.9x – Định giá hấp dẫn cho một doanh nghiệp đầu ngành sữa (60% Thị phần) trước kì vọng phục hồi nhu cầu nội địa và xuất khẩu từ 2H/2021 và P/E trailing TB các doanh nghiệp cùng ngành là 23 lần;
  - (2) Điều chỉnh tăng giá bán phù hợp với điều kiện thị trường từ tháng 5/2021;
  - (3) Kỳ vọng vào việc sử dụng hiệu quả các kênh bán hàng hiện đại và sức mạnh cộng hưởng của các đối tác liên doanh, nhằm tối ưu hóa chi phí SG&A / DTT (~25%, TB 5 năm);
  - (4) Tiềm năng mở rộng thị trường hiện tại và ngành hàng kinh doanh trong trung hạn thông qua các chuỗi liên doanh.

Phương pháp DCF	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Dòng tiền tự do công ty (FCFF)	9,809	11,564	13,322	14,672	16,320	18,007
Tổng giá trị chiết khấu dòng tiền tự do 5 năm	9,500	10,274	10,856	10,967	11,189	11,324
Giá trị cuối cùng	233,013					
Chiết khấu giá trị cuối cùng	146,538					
Tổng giá trị chiết khấu	210,649					
(-) Nợ	-10,065					
(+) Tiền mặt	19,947					
Tổng giá trị công ty	220,531					
SLCP Lưu hành (triệu)	2,090					

**Giá trị hợp lý 105,520**

Phương pháp P/E	
EPS Pha loãng	4,754
P/E mục tiêu	22
<b>Giá hợp lý</b>	<b>105,610</b>

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá TB	Chi phí sử dụng vốn	
DCF	105,520	50%	52,760	Rf	2.75%
P/E	105,610	50%	52,805	Beta	1.20
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>105,570</b>	Ke	10%
Giá Hiện tại			90,000	Kd	5%
Upside			17%	E/A	85%
<b>Khuyến nghị</b>			<b>Mua</b>	D/A	15%
Tỷ lệ cổ tức			4.6%	Thuế	18%
P/E 5 năm			22	WACC	9%
P/E TB ngành (Trailing)			23	g	1%

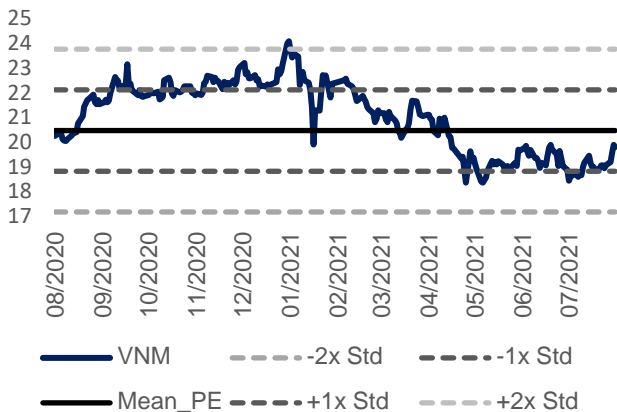
Nguồn: BSC Research

**Bảng tổng hợp các doanh nghiệp cùng ngành nghề kinh doanh chính**

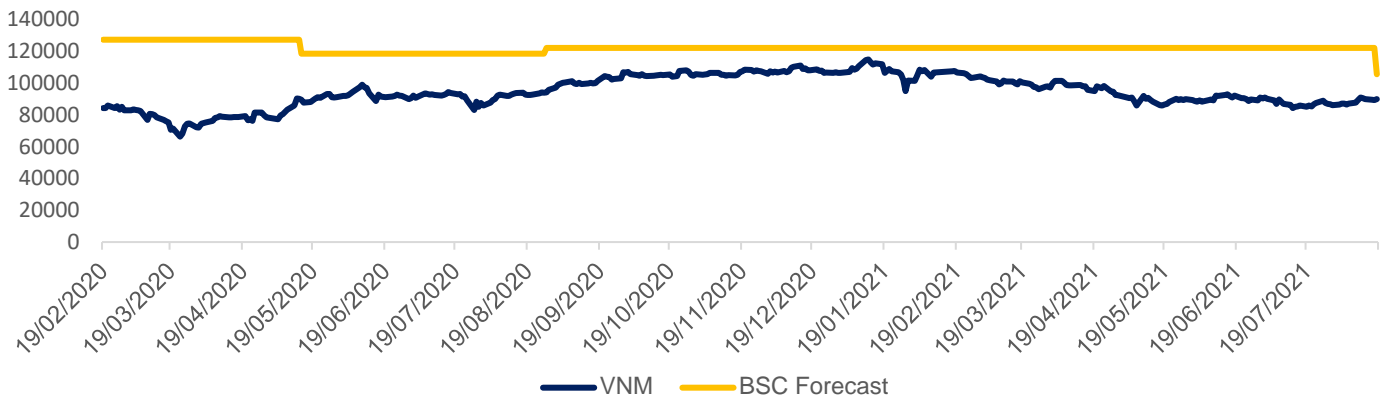
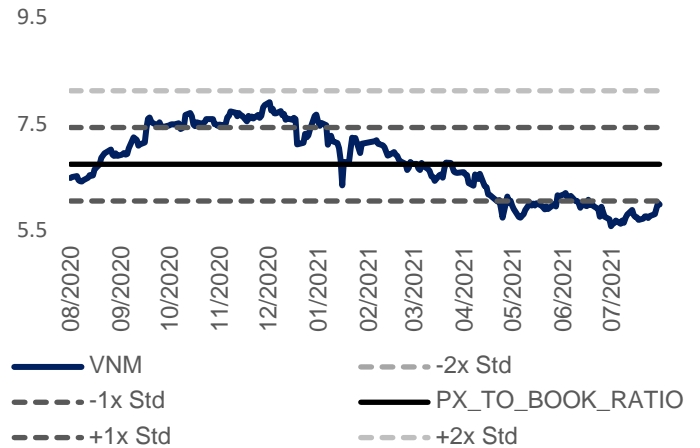
Mã CP	P/E	P/B	P/S	ROA	ROE	EV/EBITDA T12M
151 HK Equity	13.1	3.6	2.5	28%	14%	8.3
NESZ MK Equity	57.4	42.0	5.7	68%	20%	34.6
3799 HK Equity	12.2	2.7	2.3	23%	18%	7.3
FB PM Equity	23.1	5.4	1.5	18%	6%	8.8
TATACONS IN Equity	86.7	5.1	6.4	6%	4%	37.4
MSN VN Equity	74.9	7.4	1.9	9%	2%	26.3
603517 CH Equity	50.7	8.5	7.8	18%	15%	#N/A N/A
603345 CH Equity	63.6	9.5	5.5	18%	11%	#N/A N/A
CPF TB Equity	8.3	1.1	0.4	14%	3%	9.1
ICBP IJ Equity	15.0	3.0	1.9	22%	8%	12.3
1579 HK Equity	44.6	12.8	7.4	30%	23%	73.7
322 HK Equity	16.2	3.1	1.0	20%	7%	6.4
600298 CH Equity	27.4	6.3	4.1	25%	13%	#N/A N/A
PEP MK Equity	16.9	1.1	6.1	7%	6%	112.9
URC PM Equity	22.2	3.0	2.2	14%	8%	17.2
<b>Median</b>	<b>23.1</b>	<b>5.1</b>	<b>2.5</b>	<b>18%</b>	<b>8%</b>	<b>14.8</b>
VNM VN Equity	19.6	5.9	3.2	30.9	20.8	12.4

Nguồn: Finnpro, Bloomberg

**STOCK PE**



**STOCK PB**



Nguồn: BSC Research



## PHỤ LỤC

<b>KQKD (Tỷ đồng)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Doanh thu thuần	59,636	60,886	65,588	70,751
Giá vốn hàng bán	(31,968)	(34,380)	(35,299)	(38,064)
Lợi nhuận gộp	27,669	26,919	30,490	33,013
Chi phí bán hàng	(13,447)	(12,701)	(14,794)	(15,959)
Chi phí QLDN	(1,958)	(1,575)	(1,659)	(1,789)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>12,263</b>	<b>12,643</b>	<b>14,037</b>	<b>15,265</b>
Doanh thu tài chính	1,581	1,310	1,361	1,442
Chi phí tài chính	(309)	(237)	(283)	(305)
Chi phí lãi vay	144	195	240	263
Lợi nhuận từ CTLD/LK	4	4	4	4
Lãi/lỗ khác	(21)	60	52	56
Lợi nhuận trước thuế	13,519	13,779	15,171	16,463
Thuế thu nhập DN	(2,283)	(2,487)	(2,738)	(2,972)
LN sau thuế	11,236	11,292	12,432	13,491
CĐTS	137	203	151	164
LNST - CĐTS	11,099	11,089	12,281	13,327
EBITDA	14,472	14,899	16,581	18,178
EPS	4,770	4,754	5,265	5,714

<b>CĐKT (Tỷ đồng)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Tiền và tương đương tiền	2,111	2,634	3,640	5,092
Đầu tư ngắn hạn	17,314	17,314	17,314	17,314
Phải thu ngắn hạn	5,187	6,180	7,017	7,569
Tồn kho	4,905	5,508	6,293	6,789
TS ngắn hạn khác	148	152	163	176
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>29,666</b>	<b>34,596</b>	<b>40,236</b>	<b>45,216</b>
TS hữu hình	12,717	12,461	11,761	10,365
Khấu hao	(14,320)	(16,577)	(19,121)	(22,034)
TS dở dang dài hạn	1,063	1,682	2,051	2,993
ĐT dài hạn	60	60	60	60
TS dài hạn khác	2,797	2,797	2,797	2,797
<b>TS dài hạn</b>	<b>18,767</b>	<b>19,231</b>	<b>18,900</b>	<b>18,446</b>
<b>Tổng TS</b>	<b>48,432</b>	<b>53,827</b>	<b>59,136</b>	<b>63,662</b>
Nợ phải trả	3,199	3,441	3,629	4,018
Vay ngắn hạn	7,316	9,898	11,430	11,916
Nợ ngắn hạn khác	3,138	2,908	3,351	3,615
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>14,213</b>	<b>16,804</b>	<b>19,092</b>	<b>20,340</b>
Vay dài hạn	167	167	167	167
Nợ dài hạn khác	405	405	405	405
Tổng Nợ dài hạn	573	573	573	573
<b>Tổng Nợ</b>	<b>14,785</b>	<b>17,377</b>	<b>19,665</b>	<b>20,912</b>
Vốn góp	20,900	20,900	20,900	20,900
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-
LN chưa phân phối	6,910	8,830	10,649	12,624
Vốn chủ khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	2,350	2,350	2,350	2,350
<b>Tổng Vốn chủ sở hữu</b>	<b>33,647</b>	<b>36,450</b>	<b>39,471</b>	<b>42,749</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>48,432</b>	<b>53,827</b>	<b>59,136</b>	<b>63,662</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành	2,090	2,090	2,090	2,090

<b>LCTT (Tỷ đồng)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
(Lỗ)/LNST	13,519	13,779	15,171	16,463
Khấu hao và phân bổ	2,209	2,257	2,544	2,912
Thay đổi vốn lưu động	(1,174)	(1,587)	(1,002)	(408)
Điều chỉnh khác	(3,736)	(3,529)	(3,735)	(3,946)
LCTT từ HĐ KD	10,180	10,116	12,078	14,017
Tiền chi mua TSCĐ	(1,265)	(1,994)	(2,213)	(2,458)
Đầu tư khác	(3,537)	(2,880)	(2,390)	(1,913)
LCTT từ HĐ Đầu tư	(4,802)	(4,873)	(4,603)	(4,371)
Tiền chi trả cổ tức	(7,928)	(6,931)	(7,983)	(8,663)
Tiền từ vay ròng	-	2,228	1,532	486
Tiền thu khác	(14)	(14)	(14)	(14)
LCTT từ HĐ Tài chính	(5,927)	(4,717)	(6,465)	(8,191)
Dòng tiền đầu kỳ	2,665	2,111	2,634	3,640
Tiền trong kì	(548)	526	1,010	1,455
Dòng tiền cuối kỳ	2,113	2,634	3,640	5,092

<b>Chỉ số (%)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Khả năng thanh toán				
Hố số TT ngắn hạn	2.09	2.06	2.11	2.22
Hố số TT nhanh	1.73	1.55	1.47	1.47

<b>Cơ cấu vốn</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Hố số Nợ/TTS	15.5%	18.7%	19.6%	19.0%
Hố số Nợ/VCSH	22.2%	27.6%	29.4%	28.3%

<b>Năng lực hoạt động</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Số ngày HTK	30.0	33.0	35.0	35.0
Số ngày phải thu	31.7	37.0	39.0	39.0
Số ngày phải trả	36.5	36.5	37.5	38.5
CCC	25.2	33.4	36.4	35.4

<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Lợi nhuận gộp	46.4%	44.2%	46.5%	46.7%
Lợi nhuận LNST	18.8%	18.5%	18.9%	19.0%
ROE	33.4%	31.0%	31.5%	31.6%
ROA	23.2%	21.0%	21.0%	21.2%

<b>Định Giá</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
PE	22.65	18.93	17.09	15.75
PB	6.70	5.16	4.77	4.40

<b>Tăng trưởng</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Tăng trưởng DTT	5.9%	2.1%	7.7%	7.9%
Tăng trưởng EBIT	0.7%	3.1%	11.0%	8.8%
Tăng trưởng LNST	6.5%	0.5%	10.1%	8.5%
Tăng trưởng EPS	4.5%	-0.3%	10.8%	8.5%

Nguồn: BSC Research.

## Quan điểm kỹ thuật

Giá mục tiêu 91.5

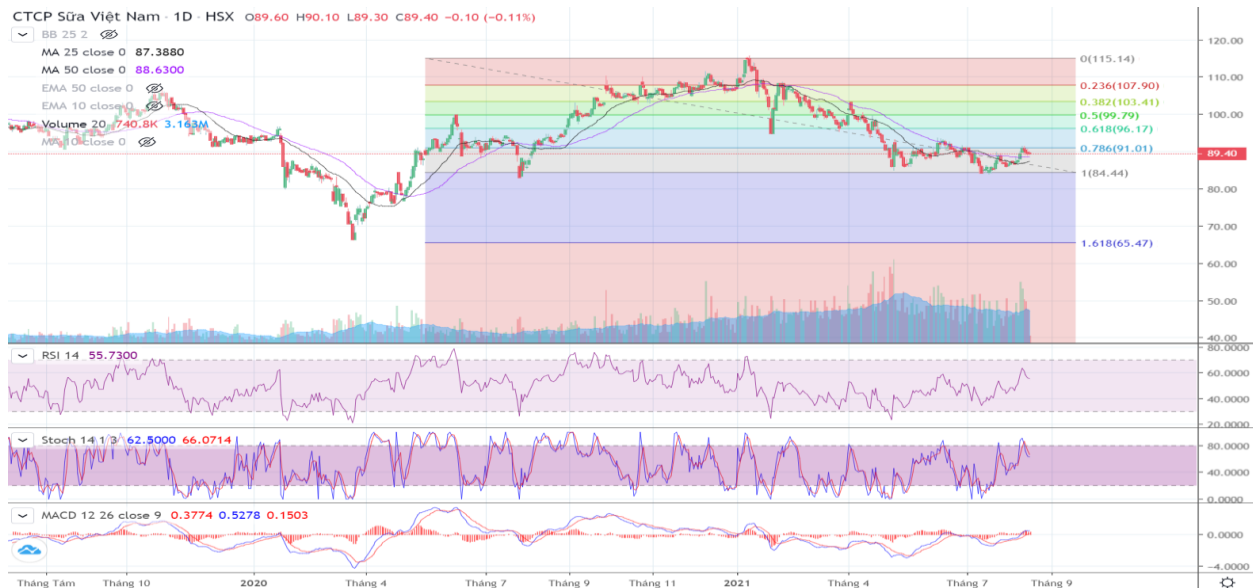
Giá cắt lỗ 87.5

### Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tích lũy trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: MACD nằm trên đường tín hiệu, nhưng chênh lệch giảm.
- Chỉ báo RSI: lùi xuống vùng trung lập.

**Nhận định:** VNM đang tiếp tục vận động tích lũy trung hạn quanh giá 85-90. Thanh khoản VNM tăng tích cực tại những phiên tăng điểm gần đây, vượt trung bình 20 phiên, cho thấy VNM vẫn đang hấp dẫn dòng tiền trong những thời điểm đường giá kiểm tra lại mức hỗ trợ 85. RSI lùi xuống vùng trung lập sau khi tiến vào vùng quá mua, cho thấy khả năng điều chỉnh giảm ngắn hạn, tuy vậy, chỉ báo MACD vẫn đang ủng hộ vận động tăng. Đồng thời đường giá cũng vượt lên trên MA20 cũng như MA50, cho thấy vận động hồi phục vẫn có thể tiếp diễn, nếu hỗ trợ 88.5 được giữ vững

**Khuyến nghị:** Nhà đầu tư nên cân nhắc mở vị thế trong quanh ngưỡng giá 89, chốt lãi khi cổ phiếu tiệm cận ngưỡng 91.5. Cắt lỗ nếu mất ngưỡng hỗ trợ 87.5.



Nguồn: BSC, PTKT iTrade



## Khuyến cáo sử dụng

*Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (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 Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (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 Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng 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 10&11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, 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/BIDVSecuritie>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

