

CTCP SỮA VIỆT NAM

[Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống]

Mã Bloomberg (VNM VN) | Mã Reuters (VNM.HM)

MUA

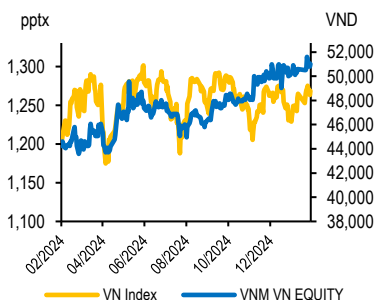
Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **75,000 VND**
 Giá hiện tại (11/02/2025) **60,400 VND**
Suất sinh lời (%) **24.2%**

VNINDEX	1,268
P/E thị trường	10.2
Vốn hóa (tỷ VND)	126,233
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,090
Tự do giao dịch (triệu CP)	737
52-tuần cao/thấp (VND)	76,200/60,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.33
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	136
Sở hữu nước ngoài (%)	51.78

Cổ đông lớn (%)	Tổng CT Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước	36.0
	F&N Dairy Investments Private Limited	17.69

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-7.4	-17.6	-10.7
So với VN-Index (%)	-8.8	-21.3	-16.5



Nguồn: Bloomberg

Nhi Nguyễn

☎️ (84-28) 6299-8000
 ✉️ nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Thị trường nội địa vẫn còn khó khăn

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 75,000 đồng

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) là doanh nghiệp sữa có thị phần đứng đầu Việt Nam với hệ thống phân phối cùng đàn bò sữa lớn nhất cả nước. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng liên tục bành trướng sang các vùng lãnh thổ lớn như Trung Quốc và Trung Đông. Với mức giá hiện tại, VNM là một khoản đầu tư xứng đáng được cân nhắc bởi: (1) Tỷ lệ chi trả cổ tức cao và tiềm lực tài chính khỏe mạnh đủ để đáp ứng cho những nhu cầu đầu tư mở rộng trong tương lai, (2) Động lực tăng trưởng đến từ thị trường xuất khẩu và các công ty ở nước ngoài và (3) Dư địa tăng trưởng ở ngành sữa Việt Nam vẫn còn khi tăng trưởng kép dự báo ở mức 4.1%/năm trong giai đoạn 2024-2028 (theo Euromonitor) và mức tiêu thụ sữa trên đầu người còn thấp so với các nước khác trong khu vực Đông Nam Á, tuy còn nhiều rào cản mở rộng sản xuất và phụ thuộc nhiều vào nguyên liệu nhập.

Dựa trên phương pháp FCF và P/E, chúng tôi cập nhật định giá và khuyến nghị MUA đối với VNM với giá mục tiêu là 75,000 VND, tương đương mức sinh lời kỳ vọng 24.2%.

Cập nhật KQKD 2024

VNM đã công bố kết quả kinh doanh Q4/2024 với DT thuần đạt 15,477 tỷ đồng (-0.9% YoY) và LNST đạt 2,147 tỷ đồng (-8.7% YoY). Cho năm 2024, VNM đã ghi nhận 61,782 tỷ đồng DT (+2.3% YoY) và 9,452 tỷ đồng LNST (+4.8% YoY), hoàn thành lần lượt 98% và 101% kế hoạch năm.

Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ thị trường nước ngoài với DT xuất khẩu 2024 đạt 5,664 tỷ đồng (+12.4% YoY) và DT của các chi nhánh nước ngoài cả năm đạt 5,319 tỷ đồng (+12.9% YoY). DT nội địa gần như đi ngang so với 2023, đạt 50,799 tỷ đồng (+0.4% YoY) trong bối cảnh tiêu dùng ngành sữa sụt giảm từ đầu năm và chỉ bắt đầu tăng trưởng dương trở lại từ Q3 (theo NielsenIQ). Biên lợi nhuận gộp, LN hoạt động và LN ròng đều cải thiện so với cùng kỳ.

Dự phóng KQKD 2025

Chúng tôi dự phóng DT thuần 2025 đạt 63,347 tỷ đồng (+2.5% YoY) và LNST đạt 9,865 tỷ đồng (+4.4% YoY). Chúng tôi giữ nguyên mức dự phóng tăng trưởng doanh thu 2% cho thị trường nội địa và 5% cho thị trường nước ngoài trong năm 2025, xét thấy các thị trường này cho thấy nhiều tín hiệu tăng trưởng khả quan. Tuy ngành sữa đã trải qua một năm tương đối khó khăn với tăng trưởng âm trong 2 quý đầu năm nhưng tốc độ tăng trưởng đã dương trở lại từ Quý 3/2024 (lần lượt là 1.0% trong Q3 và 1.5% trong Q4). Vì vậy chúng tôi cho rằng những con số này khả thi với một doanh nghiệp có tiềm lực tài chính vững mạnh và thị phần lớn như Vinamilk.

Rủi ro

(1) Rủi ro phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu; (2) Tỷ lệ sinh giảm; (3) Tốc độ phục hồi tiêu dùng yếu hơn dự kiến.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	59,956	60,369	61,782	63,347	64,960
LN từ HĐKD (tỷ VND)	9,753	9,771	10,405	11,011	11,245
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	8,577	9,019	9,452	9,865	10,038
EPS (VND)	3,632	3,796	4,022	4,207	4,280
BPS (VND)	14,282	15,166	15,444	15,912	16,388
OPM (%)	16.3	16.2	16.8	17.4	17.3
NPM (%)	14.3	14.9	15.3	15.6	15.5
ROE (%)	25.0	26.6	26.6	26.9	26.7
PER (x)	19.2	17.0	15.8	17.8	17.5
PBR (x)	4.9	4.3	4.1	4.7	4.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật kết quả kinh doanh 2024 và dự phóng 2025

Tỷ đồng	Q4/2024	Q4/2023	Thay đổi (YoY)	2024	Thay đổi (YoY)	2025F	Thay đổi (YoY)
Doanh thu thuần	15,477	15,619	-0.9%	61,782	2.3%	63,347	2.5%
Trong nước	12,842	13,085	-1.9%	50,799	0.4%	51,815	2.0%
Nước ngoài	2,635	2,534	4.0%	10,983	12.6%	11,532	5.0%
Lợi nhuận gộp	6,209	6,442	-3.6%	25,590	4.3%	26,289	2.7%
Trong nước	5170	5455	-5.2%	20,975	0.4%		
Nước ngoài	1039	986	5.4%	4,615	26.4%		
Lợi nhuận trước thuế	2,643	2,852	-7.3%	11,599	5.8%	11,926	2.8%
Lợi nhuận sau thuế	2,147	2,351	-8.7%	9,452	4.8%	9,865	4.4%

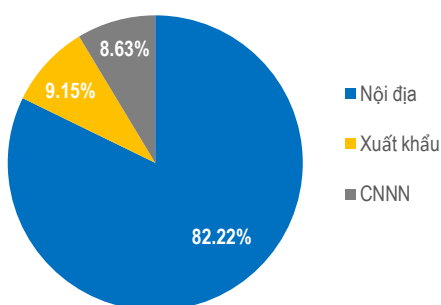
Doanh thu thuần Q4 đạt 15,477 tỷ đồng, giảm -0.9% so với cùng kỳ và không thay đổi nhiều so với quý liền trước (DT Q3/2024: 15,537 tỷ đồng). Trong đó, doanh thu nội địa đạt 12,842 tỷ đồng (-1.9% YoY) và doanh thu từ nước ngoài đạt 2,635 tỷ đồng (+4.0% YoY), đánh dấu quý thứ 6 liên tiếp đạt tăng trưởng dương. Tăng trưởng DT nước ngoài chủ yếu nhờ vào các chi nhánh nước ngoài (CNNN), trong khi doanh thu xuất khẩu duy trì ổn định. Cụ thể, DT Angkor Milk tăng trưởng hơn 20% nhờ đẩy mạnh các hoạt động tiếp thị và giới thiệu thêm sản phẩm mới; DT Driftwood tăng trưởng hơn 10% nhờ nắm bắt tốt các cơ hội bán hàng ngoài kênh chủ lực là phân phối tại trường học.

Lũy kế cả năm 2024, DT thuần tăng trưởng 2.3% YoY, đạt 61,782 tỷ đồng. Đóng góp chủ đạo vào doanh thu của VNM vẫn là thị trường nội địa với tỷ trọng 82.2%, tuy nhiên lại thiếu động lực tăng trưởng trong bối cảnh tiêu dùng ngành sữa sụt giảm từ đầu năm và chỉ bắt đầu tăng trưởng dương trở lại từ Q3. Ngược lại, tuy chỉ chiếm tỷ trọng chưa đến 20% nhưng DT từ nước ngoài lại có mức tăng mạnh mẽ (10,983 tỷ đồng, +12.6% YoY), phù hợp với dự báo trước đây của chúng tôi và cũng là mức tăng cao nhất trong 5 năm trở lại. Trong đó:

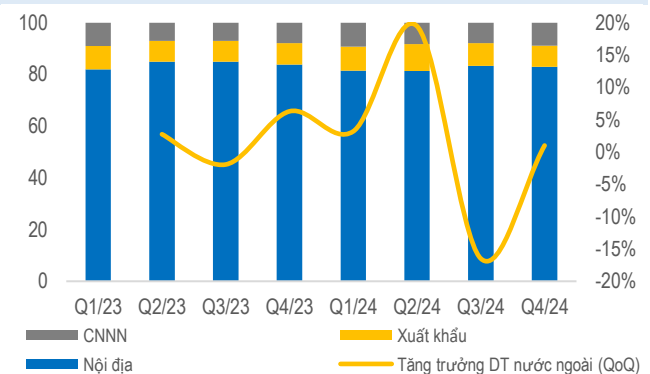
- DT thuần xuất khẩu 2024 đạt 5,664 tỷ đồng (+12.4% YoY) nhờ vào các nỗ lực đẩy mạnh hợp tác với các đối tác để xây dựng danh mục chuyên biệt cho Úc và New Zealand, kết hợp với mức tăng trưởng 2-3 chữ số từ một số thị trường cao cấp.
- DT thuần của các chi nhánh nước ngoài cả năm đạt 5,319 tỷ đồng (+12.9% YoY) nhờ các chiến lược xúc tiến bán hàng hợp lý và sự hồi phục tiêu dùng tại các thị trường nước ngoài.

Tại thời điểm cuối Q4/2024, VNM đang sở hữu ba công ty con ở nước ngoài, đặt trụ sở tại Mỹ, Campuchia, Lào và có công ty liên kết tại New Zealand với tỷ lệ sở hữu 13.55%. Trước đó cũng vào cuối năm 2024, VNM đã thông báo ngừng liên doanh tại Philippines (tỷ lệ sở hữu trước đó là 50%).

Cơ cấu doanh thu 2024 theo khu vực địa lý



Cơ cấu doanh thu của VNM qua các quý

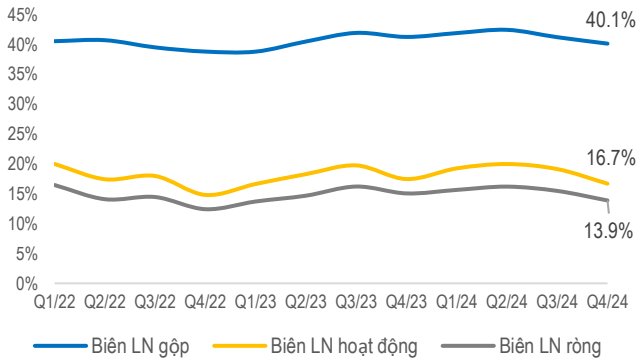


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

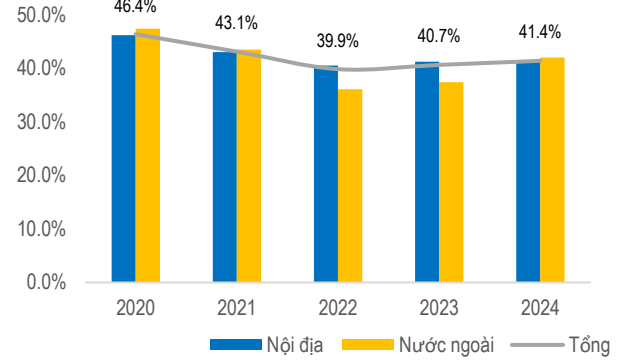
Biên lợi nhuận gộp Q4/2024 thấp hơn so với cùng kỳ do chi phí đầu vào tăng vào cuối năm nhưng cả năm vẫn đạt 41.4%, cải thiện so với cùng kỳ. Trong đó, biên lợi nhuận gộp 2024 của thị trường nội địa duy trì ở mức 41.3%, riêng biên lợi nhuận từ khu vực nước ngoài tăng 4.6% (từ 37.4% năm 2023 lên 42.0% năm 2024).

Biên lợi nhuận qua các quý



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận gộp phân tách theo khu vực địa lý



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Năm 2024 cũng là năm VNM cơ bản hoàn thành tái định vị thương hiệu thông qua cải tiến bộ nhận diện thương hiệu cũng như tung ra thị trường hàng loạt sản phẩm mới (100 sản phẩm có bao bì mới và 25 sản phẩm mới được thương mại hóa). Hai ngành hàng đạt mức tăng trưởng doanh thu cao nhất trong năm lần lượt là sữa đặc và sữa chua.

Chúng tôi dự phóng DT thuần 2025 đạt 63,347 tỷ đồng (+2.5% YoY) và LNST đạt 9,865 tỷ đồng (+4.4% YoY). Chúng tôi giữ nguyên mức dự phóng tăng trưởng doanh thu 2% cho thị trường nội địa và 5% cho thị trường nước ngoài cho năm 2025, xét thấy các thị trường này cho thấy nhiều tín hiệu tăng trưởng khả quan. Tuy ngành sữa đã trải qua một năm tương đối khó khăn với tăng trưởng âm trong 2 quý đầu năm nhưng tốc độ tăng trưởng đã quay trở lại mức dương kể từ Quý 3/2024. Vì vậy chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng này khả thi với một doanh nghiệp có tiềm lực tài chính vững mạnh và thị phần lớn như Vinamilk.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF và P/E để định giá VNM với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng các giả định và dự phóng như bên dưới:

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	9.1
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.1
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.35
Beta	0.77
Chi phí nợ sau thuế (%)	2.5
Chi phí sử dụng vốn (%)	9.56
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.07
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	9,273

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCFF của VNM					
Đơn vị: tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN ròng	9,865	10,038	10,245	10,466	10,795
Cộng: Lãi vay sau thuế	305	308	315	322	329
Cộng: Chi phí không bằng tiền	2,083	2,367	2,635	3,013	3,086
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	442	-483	146	-309	-311
Trừ: Vốn đầu tư	2,177	2,499	2,615	2,566	2,680
Dòng tiền tự do (FCFF)	9,633	10,697	10,433	11,544	11,841
Tỷ lệ chiết khấu	0.92	0.85	0.78	0.71	0.65
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8,908	9,069	8,110	8,227	7,737
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.5%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	103,708				
Giá trị doanh nghiệp	145,759				
Nợ vay	9,273				
Tiền và tương đương tiền	25,486				
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,896				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	2.09				
Giá mục tiêu (VND)	75,600				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Đối với phương pháp P/E, giá trị P/E chúng tôi sử dụng cho định giá là giá trị P/E trung bình của các doanh nghiệp trong ngành và bình quân P/E lịch sử 5 năm gần nhất của doanh nghiệp (với tỷ trọng mỗi giá trị là 50%). Với P/E mục tiêu là 17.73x thì giá mục tiêu cổ phiếu 12 tháng theo phương pháp này là 74,500 đồng.

Phương pháp	P/E hiện tại	P/E trung bình 5 năm	P/E bình quân các công ty trong ngành	P/E mục tiêu	EPS 2025	Giá mục tiêu
-------------	--------------	----------------------	---------------------------------------	--------------	----------	--------------

P/E	15.1x	18.2x	17.3x	17.73x	4,207	74,500
-----	-------	-------	-------	--------	-------	---------------

Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EPS (%)	P/E	ROE (%)
CHINA MENGNIU DAIRY CO	Trung Quốc	192,094	6.51	-17.02	15.2X	9.84
NEW HOPE DAIRY CO LTD-A	Trung Quốc	39,354	9.80	46.13	21.9X	22.86
FRASER & NEAVE HOLDINGS BHD	Malaysia	54	4.88	-3.80	19.4X	14.84
VIETNAM DAIRY PRODUCTS JSC	Việt Nam	126,860	2.34	5.89	15.1X	26.44
INTERNATIONAL DAIRY PRODUCTS	Việt Nam	14,215	9.34	12.71	14.9X	38.56
Trung bình					17.3X	
Trung vị					15.2X	
Cao					21.9X	
Thấp					14.9X	

Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phân tích độ nhạy của giá cổ phiếu khi thay đổi các biến số trong định giá:

Định giá theo P/E

P/E của các công ty cùng ngành					
	14.9x	15.2x	17.3x	21.9x	
74,500					
4,007	59,700	60,900	71,000	87,700	
4,107	61,100	62,400	72,800	89,900	
4,207	62,600	63,900	74,500	92,100	
4,307	64,100	65,400	76,300	94,300	
4,407	65,600	66,900	78,100	96,500	

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá theo phương pháp FCFF

Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF (g)					
	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%
75,600					
8.1%	81,800	84,000	86,300	88,800	91,600
8.6%	76,700	78,600	80,600	82,700	85,000
9.1%	72,300	73,900	75,600	77,400	79,400
9.6%	68,400	69,700	71,200	72,800	74,500
10.1%	64,900	66,100	67,400	68,700	70,200

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro phụ thuộc nguyên vật liệu nhập khẩu

Đặc điểm của ngành sữa Việt Nam là sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được 40% - 50% nhu cầu tiêu thụ. Do đó, đa phần các doanh nghiệp sữa phải nhập khẩu sữa bột từ các quốc gia có năng suất sản xuất sữa cao như Úc, Mỹ, Pháp,....

Giá các nguyên vật liệu nhập khẩu như Bột sữa tách béo (SKM) và Bột sữa nguyên kem (WMP) đều tăng trở lại từ tháng 7/2024 và quay trở lại vùng giá cao của năm 2022. Đặc biệt là đối với bột sữa WMP khi giá hàng hóa này đã tăng gần 10% tính từ đầu năm 2025. Các yếu tố như Trung Quốc tăng nhập khẩu để ứng phó với thương chiến và giảm sản lượng sữa theo mùa vụ ở khu vực Tây Âu và Mỹ là các nguyên nhân chính gây ra biến động giá trên thị trường quốc tế gần đây.

Thứ nhất, với vị thế là nước nhập khẩu các sản phẩm sữa nhiều nhất thế giới, Trung Quốc đã định hướng phát triển ngành sản xuất sữa nội địa để hướng tới mục tiêu tự chủ nguồn cung. Quốc gia này đặt mục tiêu tăng sản lượng sữa sản xuất lên 10 triệu tấn trong giai đoạn 2018-2025 và thực tế đã đạt mục tiêu này vào năm 2023. Trong bối cảnh như vậy, chúng tôi dự báo rằng đà tăng giá nguyên vật liệu sẽ chỉ mang tính ngắn hạn và không ảnh hưởng nhiều đến triển vọng lợi nhuận của doanh nghiệp trong trung dài hạn.

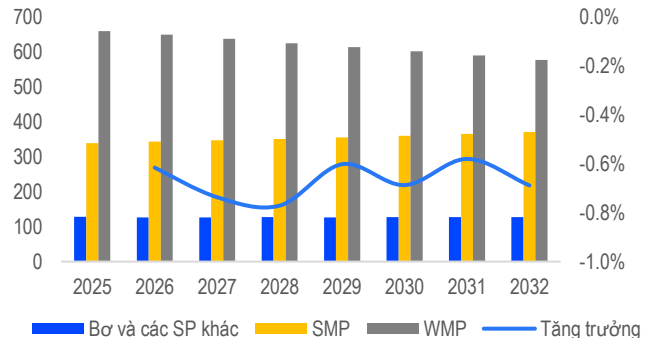
Thứ hai, ban lãnh đạo chia sẻ rằng Vinamilk có kế hoạch tăng giá bán trong năm 2025 để bù đắp cho sự gia tăng chi phí giá vốn. Lưu ý rằng Vinamilk hầu như chưa tăng giá bán trong vòng hai năm qua, vì vậy chúng tôi kỳ vọng rằng biên lợi nhuận gộp 2025 sẽ không thấp hơn so với 2024.

Giá nguyên vật liệu nhập khẩu (USD/tấn)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng nhập khẩu của Trung Quốc (nghìn tấn)



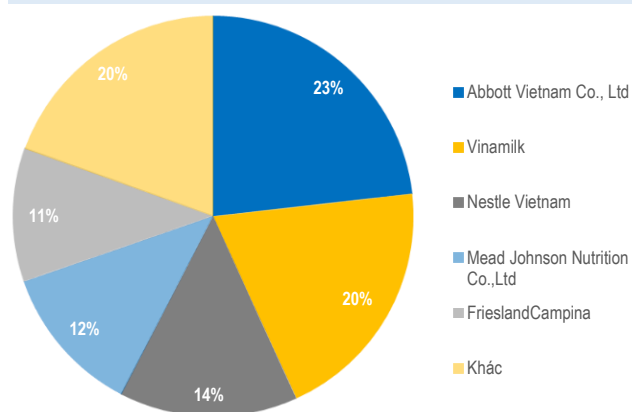
Nguồn: OECD, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro tỷ lệ sinh giảm và hạn chế trong quảng cáo cho trẻ dưới 2 tuổi

Tiêu thụ sữa trẻ em chiếm 24% tổng tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa. Tuy nhiên, mức độ cạnh tranh trong mảng sữa trẻ em giữa các doanh nghiệp là gay gắt nhất khi (1) tỷ lệ sinh tại Việt Nam giảm từ 2.12 trẻ/phụ nữ (năm 2020) xuống 1.91 trẻ/phụ nữ (2024) khiến nhu cầu tiêu thụ sữa trẻ em giảm tốc và (2) xu hướng chi tiêu các sản phẩm cao cấp cho trẻ tăng cao trong khi đó các doanh nghiệp sữa ngoại có lợi thế về thương hiệu hơn. Có thể thấy, doanh nghiệp sữa ngoại đang chiếm thị phần cao hơn so với doanh nghiệp sữa nội là Vinamilk.

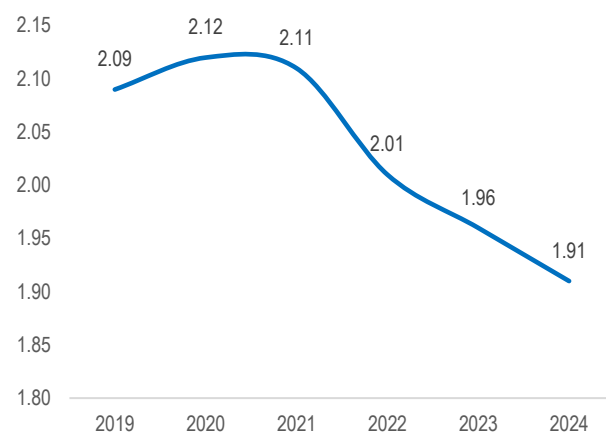
Thêm vào đó, Luật Quảng cáo năm 2018 cấm việc quảng cáo sản phẩm sữa thay thế sữa mẹ dùng cho trẻ dưới 24 tháng tuổi, sản phẩm dinh dưỡng bổ sung dùng cho trẻ dưới 06 tháng tuổi. Điều này góp phần giới hạn việc tiếp cận của doanh nghiệp sữa nội trong mảng sữa trẻ em.

Thị phần mảng sữa trẻ em phân mảnh (2023)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sinh (trẻ/phụ nữ) giảm qua các năm



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

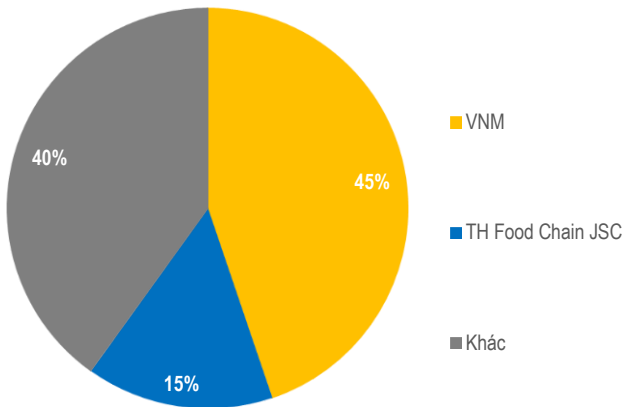
Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) được thành lập năm 1976 dựa trên sự tiếp quản 3 nhà máy sữa của giai đoạn trước. Đến năm 1998, VNM xuất khẩu thành công 300 tấn sữa bột và 2,000 tấn sữa béo nguyên kem sang Iraq, mở đường cho việc xuất khẩu sang thị trường Trung Đông và nhiều nước trên thế giới. Sau 3 năm cổ phần hóa, VNM chính thức niêm yết trên sàn chứng khoán vào năm 2006 và dần trở thành doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống lớn nhất trên HOSE. Với hơn 47 năm thành lập, Vinamilk hiện là thương hiệu sữa hàng đầu tại Việt Nam và đồng thời là thương hiệu sữa lớn thứ 6 trên thế giới.

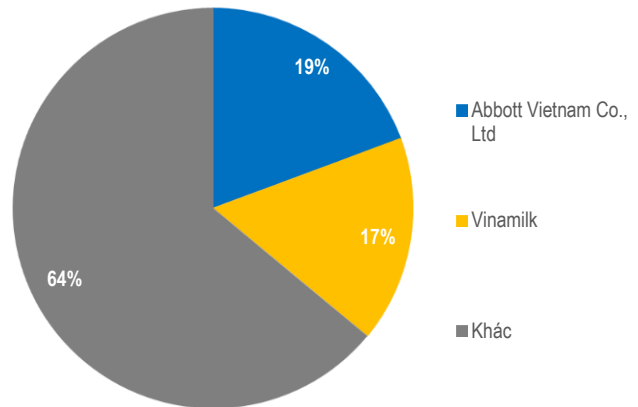
Sự thành công của thương hiệu được củng cố bởi sự đổi mới không ngừng của doanh nghiệp. Doanh nghiệp liên tục ra mắt và cải tiến sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Hiện tại, Vinamilk đang cung cấp ra thị trường 250 loại sản phẩm với 4 ngành hàng chính gồm sữa nước, sữa chua, sữa đặc và sữa công thức. Trong đó, 4 ngành hàng (sữa nước, sữa trẻ em, sữa chua, sữa đặc) chiếm hơn 90% trong tiêu thụ sản phẩm sữa của người Việt Nam (Euromonitor, 2023). Xét theo ngành hàng, Vinamilk chiếm thị phần đứng đầu trong ngành sữa tươi, sữa chua và sữa đặc, đứng thứ 2 trong mảng sữa bột trẻ em.

Vinamilk giữ vị thế đứng đầu trong ngành hàng sữa nước



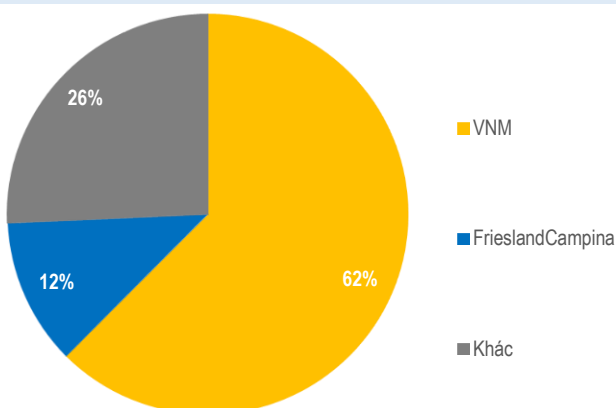
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Vinamilk giữ vị thế thứ 2 trong ngành hàng sữa trẻ em



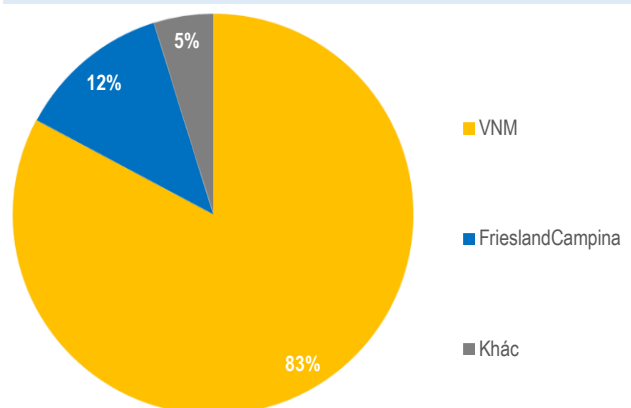
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Vinamilk giữ vị thế dẫn đầu trong ngành hàng sữa chua



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

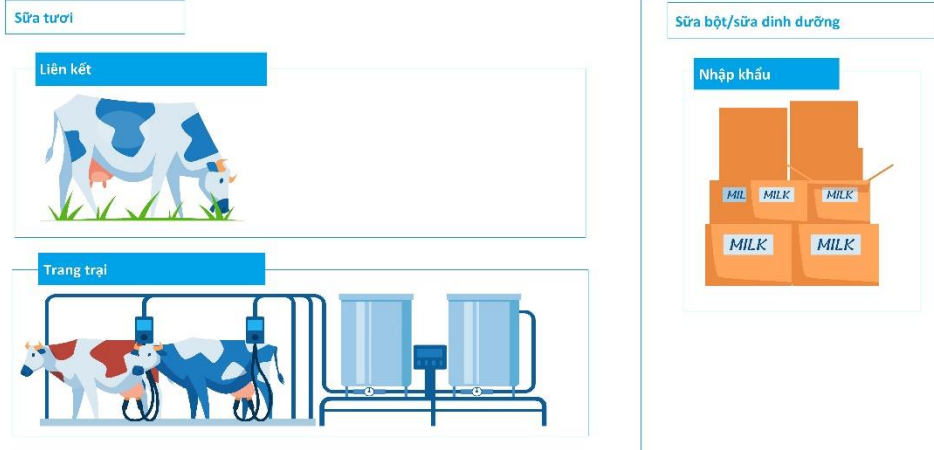
Vinamilk giữ vị thế dẫn đầu trong ngành hàng sữa đặc



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

2. Trang trại và nguyên liệu

Nguyên liệu của VNM chủ yếu đến từ sữa tươi và sữa bột nhập khẩu



Nguồn: VNM - Giới thiệu doanh nghiệp (2023), Shinhan Securities Vietnam

Để sản xuất sản phẩm sữa tươi, doanh nghiệp thu gom sữa tươi từ 15 trang trại của doanh nghiệp và của gần 5,000 nông hộ liên kết. VNM hiện đang khai thác đàn bò sữa lớn nhất cả nước với khoảng 139,500 con cung ứng khoảng 35% tổng lượng sữa tươi trong cả nước.

Vinamilk khai thác đàn bò sữa lớn nhất cả nước (31/12/2023)

Trang trại	Đàn bò (con)	% số lượng bò sữa	Sữa sản xuất (tấn/năm)	% sữa thu hoạch	Năng suất (kg/con/năm)
VNM và MCM quản lý trực tiếp	38,000	27%	168,000	40%	4,421
Liên kết với nông dân	101,500	73%	240,000	60%	2,365
Tổng	139,500	100%	408,000	100%	

Nguồn: BCTN (2023), Shinhan Securities Vietnam

Nhìn chung, năng suất đàn bò của Vinamilk trong các trang trại cao gần gấp 2 lần so với liên kết với nông dân và trung bình của cả nước. Năng suất cao tại trang trại của VNM chủ yếu đến từ (1) gia tăng nhập khẩu giống bò sữa từ các quốc gia có năng suất sữa cao như New Zealand và (2) bò sữa được chăm sóc với chế độ đặc biệt nhờ công nghệ tiên tiến và các yếu tố phúc lợi động vật.

Mặt khác, sản xuất sữa trong nước hiện chỉ đáp ứng được 40-50% nhu cầu sữa trong nước (Research and Markets, 2021). Do đó, để đáp ứng nhu cầu sữa trong nước cùng **sản xuất sản phẩm sữa bột và sữa dinh dưỡng**, VNM nhập khẩu thêm các nguyên liệu gồm sữa bột nguyên kem (WMP), bột sữa tách béo (SMP) và bột béo từ các quốc gia như Mỹ, châu Âu và New Zealand. Điều này khiến biên lợi nhuận gộp của VNM chịu ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu nhập khẩu.

Dự án trọng điểm Vinamilk dự kiến triển khai trong 5 năm tới

Dự án	Quy mô	Vốn đầu tư	Năm dự kiến hoạt động
Tổ hợp Thiên đường sữa Mộc Châu	4,000 con bò sữa	3,150 tỷ đồng	2025
Dự án Tổ hợp Trang trại bò sữa Lao – Jagro	Giai đoạn 1 gồm 24,000 con bò sữa	N/A	Đã khai thác 8,000 con năm 2022
Dự án chăn nuôi và chế biến thịt bò – Vinabeef Tam Đảo giai đoạn 1	10,000 tấn sản phẩm/năm	~ 3,000 tỷ đồng	Thương mại hóa vào cuối 2024

Nguồn: BCTN (2023), Shinhan Securities Vietnam

Dự án chăn nuôi và chế biến thịt bò – Vinabeef Tam Đảo là dự án kết hợp giữa (1) nguồn bò thịt chất lượng cao của Vinamilk, (2) quỹ đất tiềm năng của Vilco với (3) chuyên môn và xử lý thịt bò của Tập đoàn Sojitz Nhật Bản tại Tam Đảo. Dự án gồm 2 phân khu chính là chăn nuôi bò và nhà máy chế biến thịt bò mát công suất 30,000 bò thịt/năm (~10,000 sản phẩm/năm) với tổng quy mô hợp tác đạt 500 triệu USD. Chúng tôi nhận định việc hợp tác mở ra hướng đi mới cho Vinamilk, góp phần hỗ trợ doanh thu cho doanh nghiệp trong 5 năm tiếp theo. Nếu hoạt động hết công suất, chúng tôi ước tính doanh thu vào khoảng 2,000 – 3,000 tỷ đồng (chiếm khoảng 3-5% doanh thu hiện tại). Tuy nhiên, do chưa đủ thông tin, chúng tôi thận trọng chưa phản ánh doanh thu dự phóng của dự án vào doanh thu của doanh nghiệp. Chúng tôi sẽ thực hiện cập nhật khi thông tin rõ ràng hơn.

3. Hệ thống phân phối**Hệ thống phân phối của Vinamilk vượt trội hơn so với đối thủ**

Hệ thống phân phối	Vinamilk	Friesland Campina	TH True Milk
Điểm bán	251,000	>150,000	>180,000
Cửa hàng	430	N/A	>250
Điểm phân phối	200	>150	>180

Nguồn: YCP Solidiance (2020), Shinhan Securities Vietnam

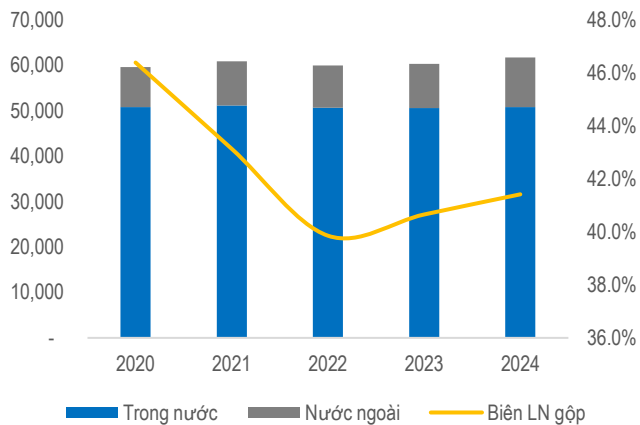
Ngoài vùng nguyên liệu, hệ thống phân phối cũng đóng vai trò quan trọng trong cuộc chiến thị phần. Theo Euromonitor, khoảng 97% sữa và các sản phẩm từ sữa được phân phối qua kênh bán lẻ truyền thống như tiệm tạp hóa, siêu thị,... và chỉ khoảng 3% sản phẩm được bán thông qua thương mại điện tử. Do đó, việc sở hữu hệ thống phân phối vượt trội hơn đối thủ góp phần tăng độ phủ các sản phẩm của Vinamilk, từ đó củng cố thị phần. Hiện tại, sở hữu hơn 220 nhà phân phối và hơn 140,000 điểm bán lẻ truyền thống như cửa hàng tạp hóa, chợ và đại lý nhỏ, kết hợp với kênh hiện đại gồm hơn 2,000 siêu thị và 10,000 cửa hàng tiện lợi trên toàn quốc, mang lại trải nghiệm mua sắm tiện nghi.

4. Doanh thu và chi phí

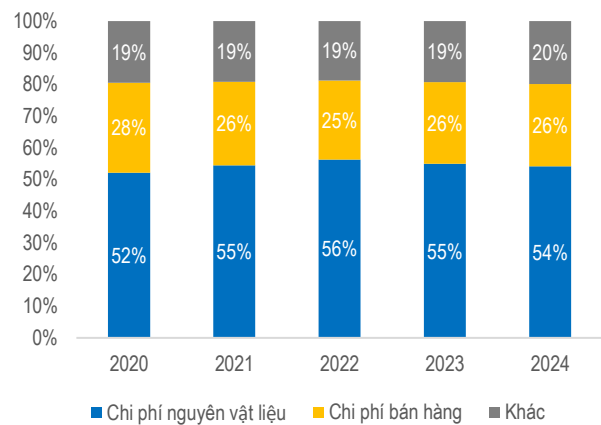
Doanh thu Vinamilk tăng khoảng 7.2% trong 5 năm qua với khoảng 84% đóng góp từ nội địa và khoảng 16% là doanh thu từ nước ngoài (xuất khẩu và doanh thu tại các chi nhánh nước ngoài). Trong đó, doanh thu xuất khẩu chủ yếu là các đơn hàng sữa bột trẻ em tại thị trường Trung Đông, sữa đặc tại thị trường Trung Quốc và các sản phẩm sữa đặc, sữa chua, sữa tươi tại thị trường châu Á. Bên cạnh đó, doanh thu các chi nhánh nước ngoài gồm Driftwood – Hoa Kỳ, Angkormilk – Campuchia và Liên doanh Del Monte – Vinamilk – Philippines cũng chiếm gần 50% tổng doanh thu nước ngoài. Nhìn chung, doanh thu nội địa ổn định trong khi doanh thu nước ngoài chủ yếu đến từ các thị trường, đối tác lớn và lâu năm của doanh nghiệp.

Chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí hoạt động của Vinamilk là chi phí nguyên vật liệu (55%), tiếp đến là chi phí bán hàng (26%). Vinamilk thường chốt trước nguyên liệu từ 3-6 tháng, tuy vậy, giá nguyên vật liệu đạt đỉnh năm 2022 cũng khiến biên gộp của doanh nghiệp giảm nhẹ.

Chi phí bán hàng luôn chiếm tỷ trọng cao trong cấu thành chi phí hoạt động. Điều đó cho thấy mức độ cạnh tranh của ngành sữa tại Việt Nam khi các doanh nghiệp phải gia tăng chi phí bán hàng nhằm gia tăng nhận diện thương hiệu và giữ vững thị phần.

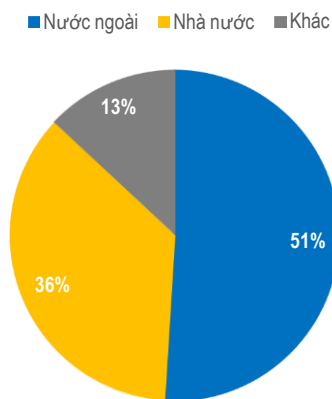
Doanh thu (tỷ) và biên lợi nhuận gộp (%) của Vinamilk qua các năm

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

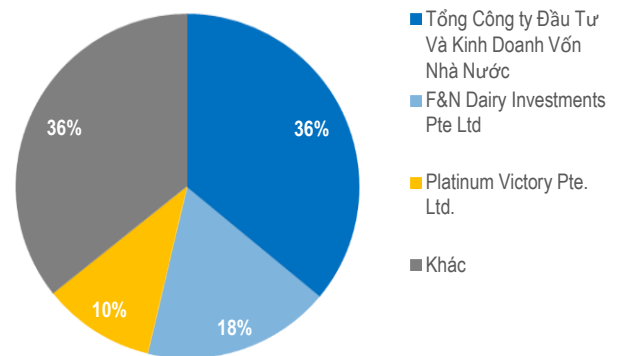
Cơ cấu chi phí hoạt động của Vinamilk qua các năm

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

5. Cơ cấu cổ đông

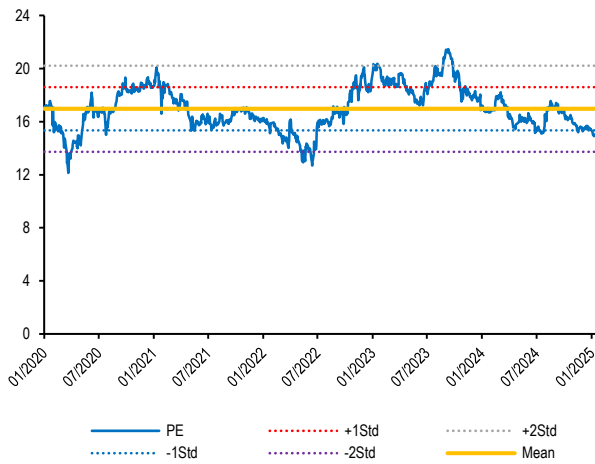
Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 05/02/2025

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu của tổ chức ngày 05/02/2025

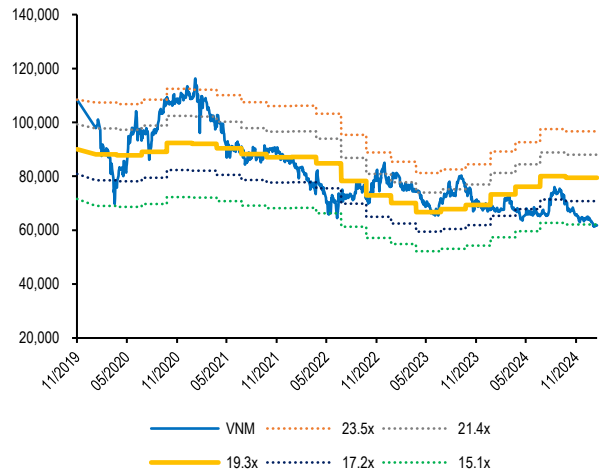
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/E



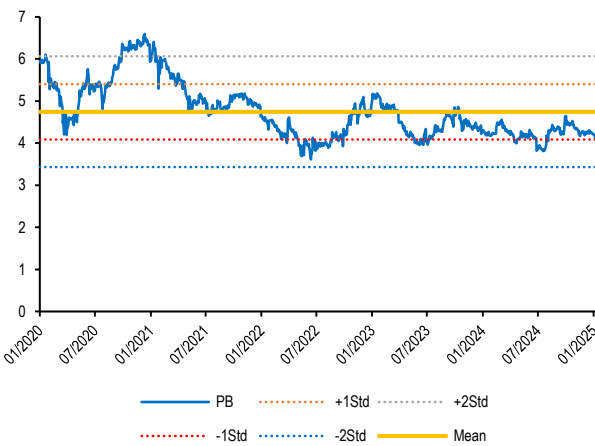
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PE Band



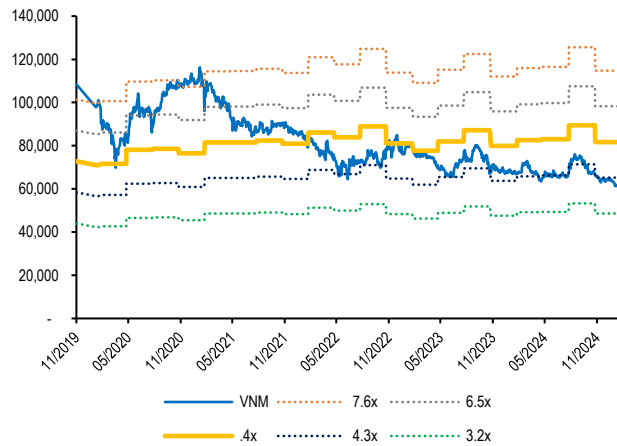
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/B



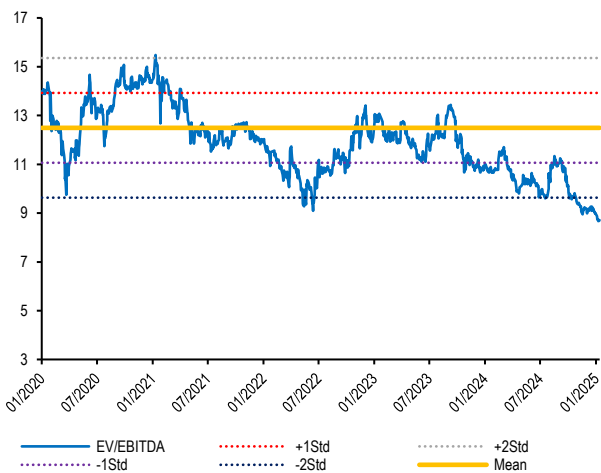
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PB Band



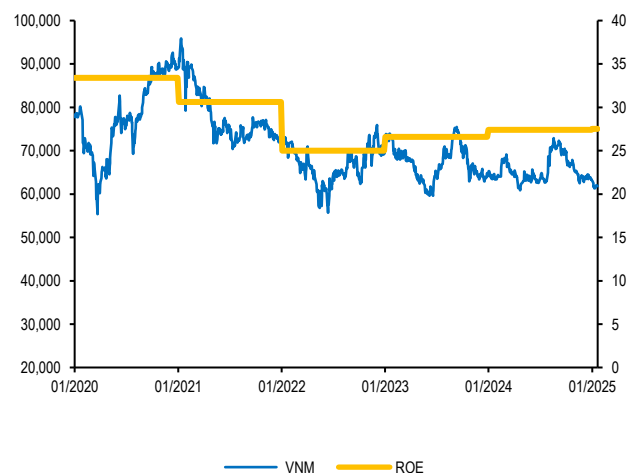
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ EV/EBITDA



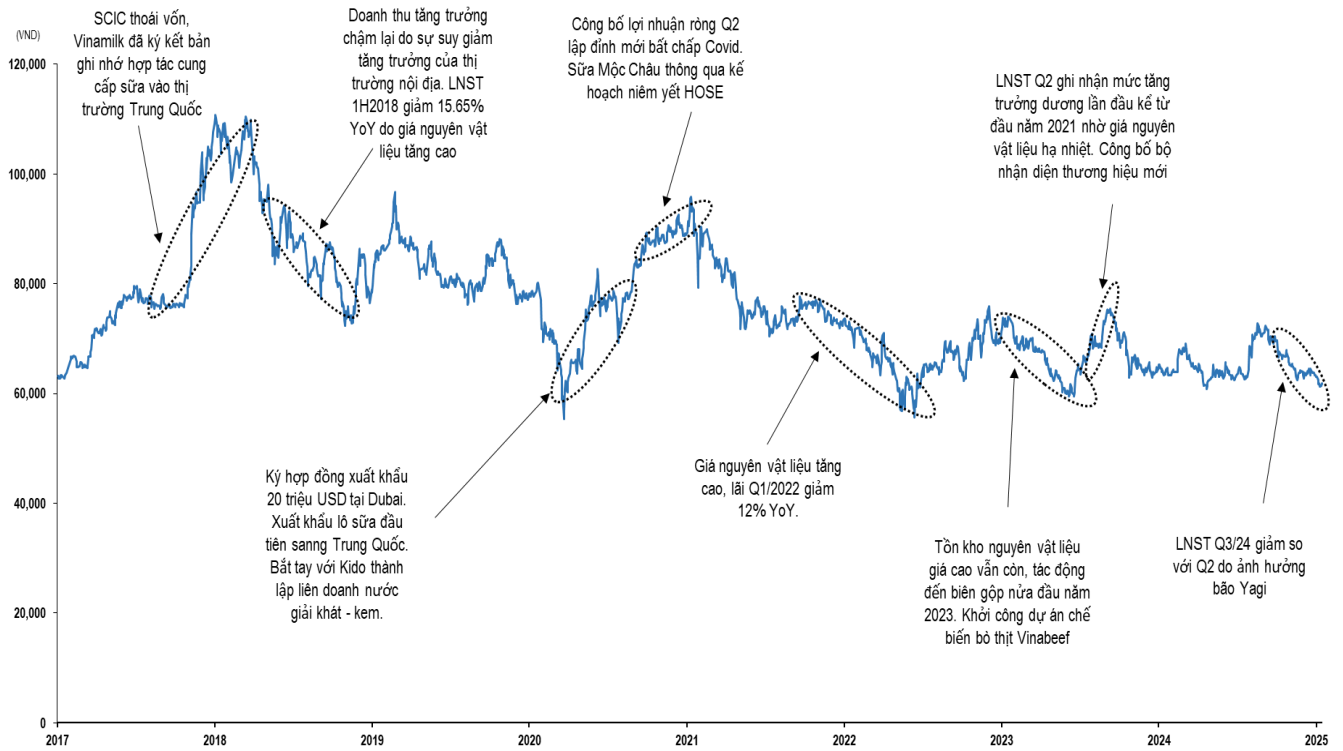
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của VNM



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	48,483	52,673	55,049	56,482	58,226
Tài sản ngắn hạn	31,560	35,936	37,554	39,115	40,950
Tiền và tương đương tiền	2,300	2,912	2,226	2,083	2,975
Đầu tư TC ngắn hạn	17,414	20,137	23,260	23,849	24,457
Các khoản phải thu	6,100	6,530	6,234	6,855	7,030
Hàng tồn kho	5,538	6,128	5,687	6,176	6,334
Tài sản ngắn hạn khác	208	229	147	151	155
Tài sản dài hạn	16,923	16,737	17,495	17,367	17,276
Tài sản cố định ròng	11,903	12,690	12,551	12,779	13,037
Tài sản đầu tư	743	831	1,373	1,373	1,373
Tài sản dài hạn khác	4,277	3,216	3,572	3,214	2,866
Tổng nợ	15,666	17,647	18,875	19,367	20,165
Nợ ngắn hạn	15,308	17,139	18,460	18,977	19,800
Khoản phải trả	4,284	3,806	3,874	4,204	4,233
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	4,867	8,218	9,115	9,190	9,423
Khác	6,157	5,115	5,470	5,583	6,144
Nợ dài hạn	358	508	415	390	366
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	66	238	158	127	95
Khác	292	270	257	264	270
Vốn chủ sở hữu	32,817	35,026	36,174	37,115	38,061
Vốn góp chủ sở hữu	20,900	20,900	20,900	20,900	20,900
Quỹ đầu tư và phát triển	5,267	6,164	7,079	7,988	8,895
Vốn khác	330	707	829	829	829
Lợi nhuận giữ lại	3,353	3,926	3,471	3,539	3,626
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,967	3,329	3,896	3,859	3,811
*Nợ vay	4,933	8,456	9,273	9,316	9,518
*Nợ ròng (tiền)	(14,781)	(14,593)	(16,213)	(16,616)	(17,914)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	8,827	7,887	8,846	9,836	11,191
Lợi nhuận ròng	8,577	9,019	9,452	9,865	10,038
Khấu hao TSCĐ	2,095	2,054	2,095	2,083	2,367
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,098)	(1,397)	(1,654)	(1,669)	(1,697)
Thay đổi vốn lưu động	104	(1,702)	904	(442)	483
Thay đổi khác	(851)	(87)	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	3,473	(2,989)	(1,233)	(1,097)	(1,409)
Thay đổi tài sản cố định	(1,457)	(1,580)	(671)	(2,177)	(2,499)
Thay đổi tài sản đầu tư	3,592	(2,882)	(2,310)	(589)	(607)
Khác	1,338	1,473	1,741	1,669	1,697
Tiền từ HĐ tài chính	(12,360)	(4,293)	(7,320)	(8,882)	(8,890)
Thay đổi vốn cổ phần	338	347	-	(977)	(994)
Tiền đi vay/(trả) nợ	(4,531)	3,512	727	43	202
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(8,167)	(8,152)	(8,046)	(7,948)	(8,098)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(60)	606	293	(143)	892
Tổng tiền đầu năm	2,348	2,300	2,912	2,226	2,083
Thay đổi trong kỳ giá	12	6	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	2,300	2,912	2,226	2,083	2,975

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	59,956	60,369	61,782	63,347	64,960
Tăng trưởng (%)	-1.6	0.7	2.3	2.5	2.5
Giá vốn hàng bán	36,059	35,824	36,192	37,058	38,002
Lợi nhuận gộp	23,897	24,545	25,590	26,289	26,958
Biên lợi nhuận gộp (%)	39.9	40.7	41.4	41.5	41.5
Chi phí BH & QLDN	14,144	14,774	15,185	15,278	15,714
LN từ HĐKD	9,753	9,771	10,405	11,011	11,245
Tăng trưởng (%)	-17.1	0.2	6.5	5.8	2.1
Biên LN từ HĐKD (%)	16.3	16.2	16.8	17.4	17.3
LN khác	742	1,196	1,194	915	904
Thu nhập tài chính	1,380	1,716	1,586	1,669	1,697
Chi phí tài chính	(618)	(503)	(428)	(791)	(802)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(166)	(354)	(279)	(372)	(377)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(20)	(17)	37	37	9
LN TT	10,495	10,967	11,599	11,926	12,149
Thuế TNDN	1,918	1,948	2,147	2,061	2,111
LNST	8,577	9,019	9,452	9,865	10,038
Tăng trưởng (%)	-19.3	5.2	4.8	4.4	1.7
Biên lợi nhuận ròng (%)	14.3	14.9	15.3	15.6	15.5
LNST cổ đông công ty mẹ	8,515	8,873	9,392	9,769	9,938
Lợi ích CĐTTS	62	146	61	97	99
LN trước thuế và lãi vay	10,661	11,321	11,878	12,298	12,526
Tăng trưởng (%)	-18.1	6.2	4.9	3.5	1.9
Biên LN (%)	17.8	18.8	19.2	19.4	19.3
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	12,756	13,375	13,973	14,381	14,893
Tăng trưởng (%)	-15.7	4.9	4.5	2.9	3.6
Biên LN (%)	21.3	22.2	22.6	22.7	22.9

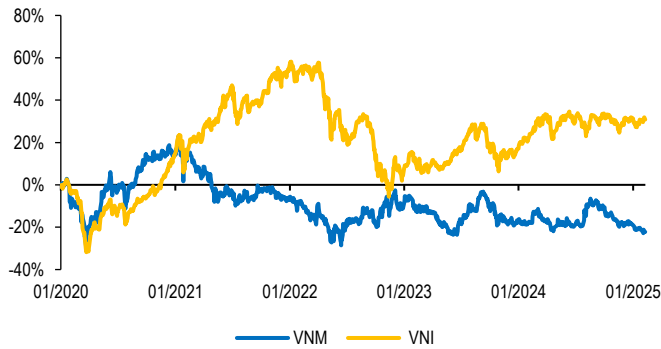
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	3,632	3,796	4,022	4,207	4,280
BPS (đồng)	14,282	15,166	15,444	15,912	16,388
PER (x)	19.2	17.0	15.8	17.8	17.5
PBR (x)	4.9	4.3	4.1	4.7	4.6
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	128.9%	69.5%	85.7%	80.0%	80.0%
Lãi cổ tức (%)	7.10%	4.23%	5.72%	5.01%	5.13%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	21.3	22.2	22.6	22.7	22.9
Biên LN từ HĐKD (%)	16.3	16.2	16.8	17.4	17.3
Biên LNST (%)	14.3	14.9	15.3	15.6	15.5
ROA (%)	16.8	17.8	17.5	17.7	17.5
ROE (%)	25.0	26.6	26.6	26.9	26.7
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	15.0	24.1	25.6	25.1	25.0
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(115.9)	(109.1)	(116.0)	(115.5)	(120.3)
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	128.8	134.5	138.1	136.7	138.5
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	64.2	32.0	42.6	33.1	33.3
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày phải trả người bán (ngày)	43.4	38.8	39.1	41.4	40.7
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	56.1	62.4	57.4	60.8	60.8
Số ngày khoản phải thu (ngày)	37.1	39.5	36.8	39.5	39.5

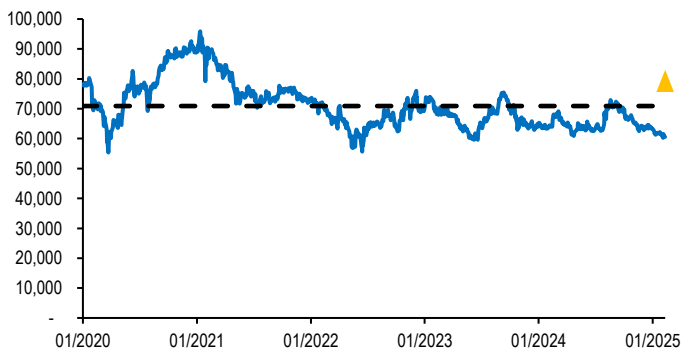
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
25/04/2024 (BC lần đầu)	MUA	84,400	18.6	26.4/6.8
21/11/2024 (BC cập nhật)	MUA	76,000	15	3.5/23.8
10/02/2025 (BC cập nhật)	MUA	75,000	14.8	2.9/24.6

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
♦ MUA: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ♦ GIỮ: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ♦ BÁN: Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	♦ TÍCH CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ♦ TRUNG LẬP: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ♦ TIÊU CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhi Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VNM VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599