

# MUA

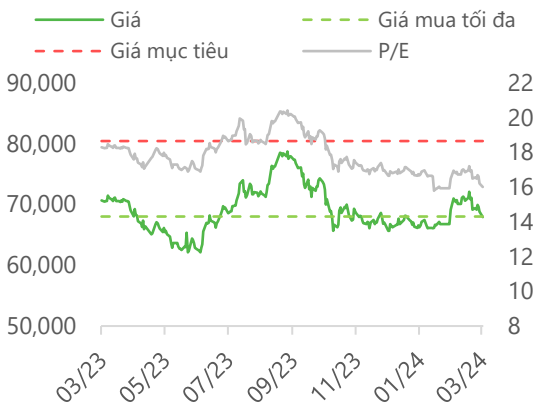
Giá mục tiêu 2024: **80,400 VND**  
Upside: **18.4%**  
Cập nhật: **19/03/2024**

## TRIỂN VỌNG 2024

**Tích cực:** Giá sữa bột nguyên liệu thế giới tiếp tục duy trì ở mức thấp, chiến lược tái định vị mang lại hiệu quả giúp tăng trưởng doanh thu dài hạn.

**Tiêu cực:** Nhu cầu tiêu thụ sữa phục hồi chậm trong bối cảnh nền kinh tế còn khó khăn, giá sữa bột thế giới có thể tăng nếu Trung Quốc tăng nhập khẩu trở lại.

**Khuyến nghị:** Nhà đầu tư có thể cân nhắc giải ngân khi giá chiết khấu sâu, giá mua tối đa cho cổ phiếu VNM là 68.000 VND/cp



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Sản phẩm từ sữa
Giá hiện tại (VND)	67,900
Vốn hóa (Tỷ VND)	141,908
Số lượng CPLH (triệu cp)	2090.0
EPS 4 quý gần nhất	4,245.9
P/E	16.0
Cao nhất 1 năm	79,706
Thấp nhất 1 năm	62,922

VNM

VINAMILK

DSC

## TỔNG QUAN

VNM là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh sữa, nắm giữ hơn 50% thị phần ngành sữa Việt Nam. Doanh nghiệp có quy mô sản xuất lớn nhất cả nước, với 15 trang trại và 16 nhà máy, công suất thiết kế gần 1 tỷ lít sữa/năm. VNM có danh mục sản phẩm đa dạng và hệ thống phân phối rộng khắp. Hiện nay hơn 80% doanh thu của VNM đến từ thị trường nội địa; VNM vẫn đang nỗ lực mở rộng xuất khẩu ra quốc tế.

## CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

### Giá nguyên liệu sữa bột duy trì mức thấp giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp cho năm 2024

Q4.2023, giá sữa bột nguyên liệu neo thấp do Trung Quốc giảm nhập khẩu. Giá sữa bột nguyên kem (WMP) gần 3200 USD/tấn còn giá sữa bột gầy (SMP) đạt 2600 USD/tấn. Tuy giá sữa bột +11% QoQ nhưng vẫn thấp hơn 25% so với trung bình năm 2022 - 3800 USD/tấn. Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện khoảng 1% khi đã ký chốt trước nguyên liệu giá thấp tới hết Q1.2024, giảm áp lực chi phí đầu vào.

Năm 2024, giá sữa kỳ vọng thấp do sản lượng toàn cầu đi ngang, nhu cầu nội địa của các quốc gia giảm và Trung Quốc tiếp tục giảm nhập khẩu. Gần đây căng thẳng Biển Đỏ đẩy lên lo ngại về cước vận tải làm độn chi phí nguyên liệu nhưng chúng tôi cho rằng với VNM chưa bị áp lực khi nguồn nhập khẩu chủ yếu là New Zealand và Úc - nơi không có đe dọa về cước phí.

### Mở rộng quy mô, động lực tăng trưởng mới

VNM đang đẩy mạnh các dự án mở rộng quy mô sản xuất và phát triển mảng chăn nuôi. Trong đó dự án Nhà máy sữa Hưng Yên công suất 400 triệu lít sữa/năm dự kiến vận hành GD1 từ Q4.2025. Dự án có thể nâng khoảng 40% tổng công suất các nhà máy của VNM, lên gần 1,2 tỷ lít sữa/năm. Trong khi đó sản lượng sữa sản xuất trong nước ta chỉ mới đáp ứng được 60% nhu cầu sữa nội địa.

Ngoài ra, tổ hợp chăn nuôi - chế biến thịt bò Vinabeef công suất 10.000 tấn thịt/năm, khởi công Q1.2023, đến nay bộ khung chuồng trại đã dần thành hình. Dự án dự kiến sẽ ra mắt sản phẩm chính thức từ quý 3.2024. Các dự án trên kỳ vọng sẽ mang lại động lực mới cho VNM trong bối cảnh tăng trưởng chững lại trong các năm gần đây.

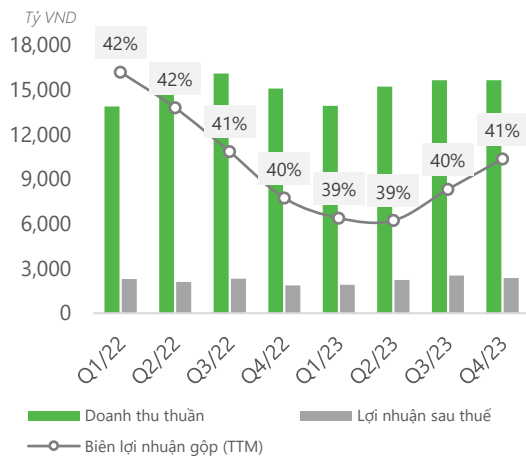
## GIÁ SỮA BỘT NGUYÊN LIỆU THẾ GIỚI



## Chiến lược tái cấu trúc mang tới triển vọng tích cực

Tháng 7.2023, Vinamilk bắt đầu tái cấu trúc với sự kiện thay đổi bộ nhận diện thương hiệu. VNM đã cho thấy những bước đầu khởi sắc khi giành lại 2% thị phần trong 2023 và ghi nhận doanh thu tăng trưởng 3 quý liên tiếp sau tái cấu trúc. Đồng thời, giá trị thương hiệu năm 2023 của VNM theo Brand Finance cũng tăng lên mức 3 tỷ USD (+7% YoY).

## KẾT QUẢ KINH DOANH



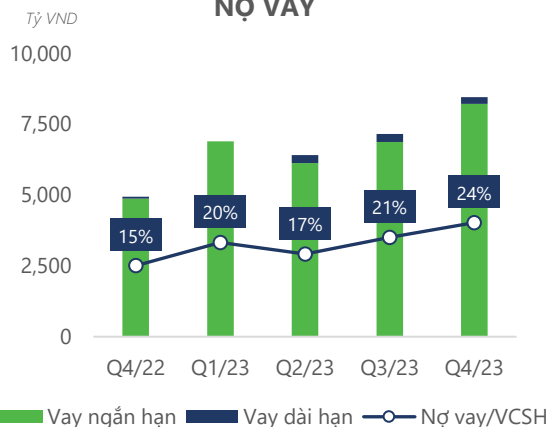
## KẾT QUẢ KINH DOANH

### Biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện

Kết thúc Q4.2023, doanh thu VNM đạt 15.619 tỷ (+4% YoY), LNST đạt 2.351 tỷ (+26% YoY). Với động lực chính từ giá sữa bột nguyên liệu giảm sâu, LNG của VNM tiếp tục cải thiện và đạt 6.442 tỷ. Mức biên gộp cũng nới nhẹ lên 41%.

Lũy kế cả năm, doanh thu đạt 60.369 tỷ (+1% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 9.019 tỷ (+5% YoY). Năm 2023, VNM đã hoàn thành 95% kế hoạch doanh thu và 105% kế hoạch LNST.

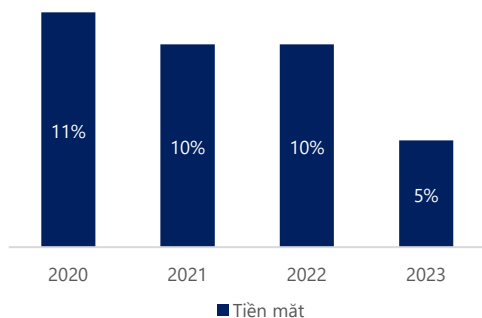
## NỢ VAY



## Tài chính lành mạnh và an toàn

Tổng nợ vay của VNM tăng đáng kể so với đầu năm, đạt 8.456 tỷ. Trong cơ cấu nợ vay, nợ vay ngắn hạn chiếm phần lớn với 8.218 tỷ. Tổng lượng tiền và đầu tư tài chính lớn chiếm đến hơn 40% tổng tài sản của VNM, trong đó gần 20.137 tỷ tiền gửi ngân hàng, tạo điểm tựa để VNM triển khai các dự án mới. Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ quanh mức 22%, đây là mức đòn bẩy an toàn và thấp hơn hầu hết các doanh nghiệp trong ngành sữa và sản xuất đồ uống. Nhìn chung, VNM vẫn cho thấy bức tranh tài chính an toàn và lành mạnh.

## CỔ TỨC



■ Tiền mặt

Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

## ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

### Thông tin cổ tức

Trong Q4.2023, VNM đã tạm ứng cổ tức đợt 2 và 3 năm 2023 với tỉ lệ 14%. Lũy kế năm 2023, VNM đã chi 8.152 tỷ đồng cho cổ tức, tiếp tục duy trì chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt dồi dào.

### Định giá

Do lợi nhuận 3 quý cuối năm tăng trưởng tích cực hơn, hiện mức P/E của VNM tại giá đóng cửa ngày 18/03/2023 đạt 15,99 lần, thấp hơn so với mức P/E TB 3 năm của doanh nghiệp (17,8 lần) và thấp hơn mức P/E TB 3 năm của ngành sản xuất sữa (17,5 lần). Chúng tôi cho rằng đây vẫn là mức P/E khá phù hợp với VNM.

### Dự phóng kết quả kinh doanh

Chúng tôi cho rằng, kết quả kinh doanh 2024 của VNM sẽ khởi sắc khi VNM đã chốt được hợp đồng nguyên liệu cho đến giữa Q2, chiến lược tái cấu trúc bước đầu tích cực cũng như kỳ vọng nền kinh tế phục hồi. Do đó, DSC thận trọng dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VNM năm 2024 đạt lần lượt 62.784 tỷ (+4% YoY) và 9.939 tỷ (+10% YoY).

EPS 2024F dự kiến đạt 4.756 VND/cp. Với mức P/E hợp lý là 16,9 lần, chúng tôi dự phóng giá mục tiêu 1 năm làm tròn của VNM là 80.400 VNĐ/cp.

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	59,956	60,369	62,784
%YoY DTT	-2%	0.7%	4.0%
Lợi nhuận gộp	23,897	24,545	26,055
LNST	8,578	9,019	9,939
%YoY LNST	-19%	5.2%	10.2%



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

**Trương Thái Đạt,**

GD. Trung tâm Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

**Lê Trần Khánh Linh,**

Chuyên viên Phân tích  
linh.ltk@dsc.com.vn

**Tiền Quốc Việt,**

Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

**Nguyễn Hoàng Hiệp,**

Trưởng nhóm vĩ mô  
hiep.nh@dsc.com.vn