

CTCP SỮA VIỆT NAM

[Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống]

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

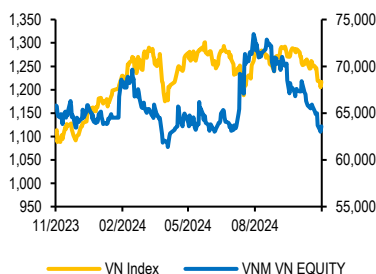
MUA

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **76,000 VND**
Giá hiện tại (20/11/2024) **63,600 VND**
Suất sinh lời (%) **19.5 %**

VNINDEX	1,217
P/E thị trường	11.4
Vốn hóa (tỷ VND)	132,921
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,090
Tự do giao dịch (triệu CP)	737
52-tuần cao/thấp (VND)	76,200/62,900
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.04
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	223
Sở hữu nước ngoài (%)	51,78

Cổ đông lớn (%)	Tổng CT Đầu tư và			36.0
	Kinh doanh vốn Nhà			
	nước			
Biến động giá	F&N Dairy Investments			17.69
	Private Limited			
Tuyệt đối (%)	3T	6T	12T	
So với VN-Index (%)	-15.9	-4.2	-8.2	
	-11.5	0.6	-18.5	



Nguồn: Bloomberg

Nhi Nguyễn

(84-28) 6299-8000
support@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

ĐỘNG LỰC TỪ THỊ TRƯỜNG NƯỚC NGOÀI

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 76,000 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 quốc gia và vùng lãnh thổ lớn như Trung Quốc và Trung Đông. Với mức giá hiện tại, VNM xứng đáng là một khoản đầu tư 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) Dự 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 FCFE và P/E, chúng tôi cập nhật định giá (chủ yếu do điều chỉnh P/E ngành). Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với VNM với giá mục tiêu là 76,000 VNĐ, tương đương mức sinh lời kỳ vọng 19.5%.

Cập nhật KQKD Q3/2024 và 9T2024

VNM đã công bố kết quả kinh doanh quý 3 với doanh thu thuần đạt 15,537 tỷ đồng, giảm -6.72% so với quý 2 và xấp xỉ cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận sau thuế đạt 2,403 tỷ đồng, giảm tương ứng -11% so với quý trước và giảm hơn -4% so với cùng kỳ. Lũy kế 9 tháng, VNM đã ghi nhận hơn 46,000 tỷ đồng doanh thu và 7,300 tỷ đồng LNST, hoàn thành lần lượt 73% và 71% kế hoạch năm 2024.

Kết quả kinh doanh sụt giảm trong quý 3 đến từ mảng kinh doanh nội địa (chiếm tỷ trọng hơn 83% trong cơ cấu doanh thu) với sự sụt giảm mạnh nhất ở mặt hàng sữa nước, nguyên nhân là do (1) ảnh hưởng của cơn bão Yagi ảnh hưởng tới tiêu dùng trong nước và (2) tốc độ phục hồi của thị trường FMCG vẫn còn chậm.

Dự phóng KQKD 2024

Tốc độ phục hồi mạnh trong quý 2 khi doanh thu tăng mạnh nhờ vào đổi mới bao bì và tăng trưởng xuất khẩu mạnh mẽ. Tuy nhiên, tốc độ này đã không duy trì được cho quý 3, cũng như dự kiến cho quý cuối năm. Vì vậy chúng tôi dự phóng doanh thu 2024 đạt 62,552 tỷ đồng, tăng trưởng 3.6% so với 2023 và LNST đạt 9,742 tỷ đồng, tăng trưởng 8.02%. Chúng tôi cho rằng doanh thu nội địa sẽ tăng trưởng khoảng 2%; doanh thu từ nước ngoài sẽ tăng 12% cho tổng thể năm 2024 dựa trên kết quả tích cực đạt được trong 3 quý đầu năm và duy trì ở mức 4-5% cho những năm tiếp theo.

Rủi ro

(1) Giá bột sữa tăng từ tháng 7/2024 có thể gây ảnh hưởng tới lợi nhuận 2025; (2) Hạn chế về địa lý trong việc mở rộng trang trại và gia tăng năng suất; (3) Tốc độ phục hồi tiêu dùng yếu hơn dự kiến.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	60,919	59,956	60,369	62,552	64,021
LN từ HĐKD (tỷ VND)	11,760	9,753	9,771	10,989	11,471
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	10,633	8,577	9,019	9,742	10,025
EPS (VND)	4,517	3,632	3,796	4,148	4,269
BPS (VND)	15,829	14,282	15,166	15,627	16,101
OPM (%)	19.3	16.3	16.2	17.6	17.9
NPM (%)	17.5	14.3	14.9	15.6	15.7
ROE (%)	30.6	25.0	26.6	27.4	27.5
PER (x)	16.4	19.2	17.0	18.2	17.7
PBR (x)	4.7	4.9	4.3	4.8	4.7

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 9T và dự phóng 2024

Tỷ đồng	9T/24	9T/23	Thay đổi	Hoàn thành KH năm	Dự phóng 2024
Doanh thu thuần	46,306	44,750	3.5%	73%	62,552
Trong nước	37,957	37,563	1.1%		51,629
Nước ngoài	8,349	7,187	16.2%		10,922
Lợi nhuận gộp	19,380	18,103	7.1%		26,272
Trong nước	15,804	15,439	2.4%		22,396
Nước ngoài	3,576	2,664	34.2%		3,876
Lợi nhuận trước thuế	8,956	8,116	10.4%	78%	11,832
Lợi nhuận sau thuế	7,306	6,669	9.6%	71%	9,742

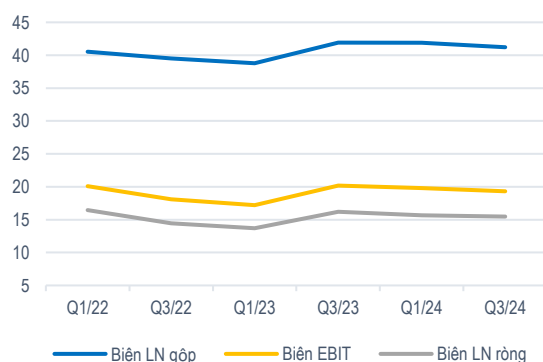
Doanh thu thuần Q3 đạt 15,537 tỷ đồng, giảm -6.72% so với quý 2 và xấp xỉ cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, doanh thu nội địa đạt 12,928 tỷ đồng, giảm -2.4% so với cùng kỳ do chi tiêu của người tiêu dùng chưa thực sự cải thiện rõ rệt và do một số tác động từ cơn bão Yagi, đặc biệt gây ảnh hưởng tới sữa Mộc Châu với thị trường miền Bắc chịu nhiều thiệt hại trực tiếp từ bão. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng tình hình có thể cải thiện trong quý cuối năm nhờ thời tiết thuận lợi hơn.

Lũy kế 9T, doanh thu thuần trong nước vẫn tăng trưởng 1%, đạt 37,957 tỷ đồng và duy trì tăng trưởng hai chữ số đối với các dòng sản phẩm sữa chua uống men sống, sữa tươi Green Farm, sữa đặc và sữa hạt. Theo ban lãnh đạo, sữa hạt và sữa tươi Green Farm hiện đang dẫn đầu thị phần với mức tăng trưởng doanh thu 9T lần lượt gấp hai lần và +16% so với cùng kỳ.

Động lực tăng trưởng tiếp tục đến từ thị trường xuất khẩu và các công ty nước ngoài với mức tăng trưởng Q3 là 9.4% so với cùng kỳ, đạt 2,609 tỷ đồng. Con số này đã quay lại mức bình thường sau khi tăng vọt trong quý 2. Trong đó, doanh thu xuất khẩu đạt 1,375 tỷ đồng (+10.3% yoy) và doanh thu từ các công ty nước ngoài đạt 1,234 tỷ đồng (+8.5% yoy).

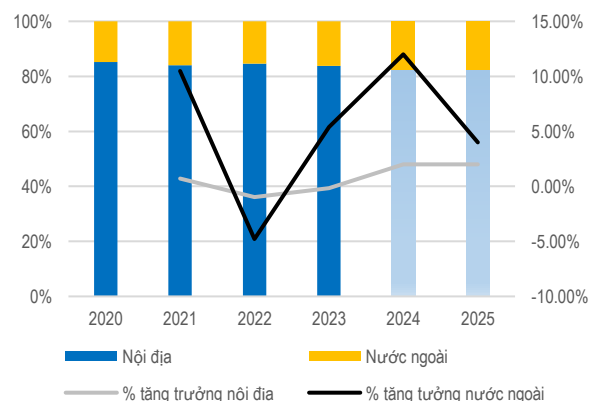
Hiện tại VNM đang sở hữu bốn công ty con ở nước ngoài, đặt trụ sở tại Mỹ, Campuchia, Ba Lan và Lào. Ngoài ra, còn có hai công ty liên kết tại New Zealand và Philippines với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 11.8% và 50%. Bên cạnh các sản phẩm từ sữa như sữa chua hay sữa đặc, Vinamilk đang phát triển các sản phẩm non-dairy phục vụ xuất khẩu, chẳng hạn như nước dừa Vinamilk Cocofresh hiện đang xuất đi Mỹ, Canada, Nhật Bản, Đài Loan.

Biên lợi nhuận qua các quý (%)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu theo khu vực (%)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Về cơ cấu doanh thu, nguồn thu chính vẫn đến từ thị trường trong nước với tỷ trọng hơn 80% tổng doanh thu, tốc độ tăng trưởng gần như đi ngang, một phần do Vinamilk đã chiếm thị phần khoảng 50% trong mảng sữa khiến cho dư địa tăng trưởng thị phần nội địa không còn nhiều. Doanh thu xuất khẩu và doanh thu từ các công ty ở nước ngoài tuy chiếm tỷ trọng nhỏ nhưng lại có xu hướng mở rộng với tốc độ tăng trưởng dự kiến duy trì 4-5% mỗi năm.

Tuy có giảm nhẹ trong Q3, song biên lợi nhuận gộp lũy kế 9T vẫn đạt 41.9%, cải thiện so với cùng kỳ là 40.5% nhờ chi phí nguyên vật liệu nhập khẩu ổn định hơn. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ được duy trì trong quý cuối năm và đưa ra mức dự phóng biên lợi nhuận gộp cho cả năm 2024 là 42%.

Cho năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt 62,552 tỷ đồng, tăng trưởng 3.6% so với 2023 và LNST đạt 9,742 tỷ đồng, tương ứng mức tăng 8.02%. Chúng tôi cho rằng doanh thu nội địa sẽ tăng trưởng khoảng 2%; doanh thu từ nước ngoài sẽ tăng 12% cho tổng thể năm 2024 dựa trên kết quả tích cực đạt được trong 3 quý đầu năm và duy trì ở mức 4 - 5% cho những năm tiếp theo.

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 (%)	2.5
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	9
Beta	0.77
Chi phí nợ sau thuế (%)	3.4
Chi phí sử dụng vốn (%)	9.5
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.06
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	8,456

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCFF của VNM					
Đơn vị: tỷ VND	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
LN ròng	9,742	10,025	10,256	10,473	10,715
Cộng: Lãi vay sau thuế	281	285	287	292	298
Cộng: Chi phí không bằng tiền	2,028	2,250	2,549	2,833	3,040
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	178	437	448	-202	238
Trừ: Vốn đầu tư	-1,825	-2,581	-2,319	-2,359	-2,515
Dòng tiền tự do (FCFF)	10,405	10,416	11,221	11,037	11,776
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	10,405	9,548	9,428	8,500	8,312
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.5%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	110,908				
Giá trị doanh nghiệp	146,696				
Nợ vay	8,456				
Tiền và tương đương tiền	23,049				
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,329				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	2.09				
Giá mục tiêu (VND)	75,500				

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 P/E mục tiêu là 17.96x thì giá mục tiêu cổ phiếu 12 tháng theo phương pháp này là 76,600 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	15.3x	18.2x	17.7x	17.96x	4,269	76,600

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	226,964	6.51	-17.02	15.2X	9.84
NEW HOPE DAIRY CO LTD-A	Trung Quốc	40,220	9.80	46.13	22.0X	22.86
FRASER & NEAVE HOLDINGS BHD	Malaysia	60,452	4.88	-2.94	19.4X	15.76
VIETNAM DAIRY PRODUCTS JSC	Việt Nam	137,310	0.69	4.23	16.0X	27.89
INTERNATIONAL DAIRY PRODUCTS	Việt Nam	15,457	9.34	12.71	16.2X	38.56
Trung bình					17.7X	
Trung vị					16.2X	
Cao					22.0X	
Thấp					15.2X	

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					
	15.2x	16.2x	17.7x	22x	
76,600					
4,069	67,800	69,900	73,000	81,700	
4,169	69,500	71,600	74,800	83,700	
4,269	71,200	73,300	76,600	85,700	
4,369	72,900	75,000	78,400	87,700	
4,469	74,500	76,800	80,200	89,700	

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%
75,500					
8.1%	81,500	83,800	86,200	88,900	91,800
8.6%	76,400	78,400	80,500	82,800	85,200
9.1%	72,000	73,700	75,500	77,500	79,500
9.6%	68,100	69,600	71,200	72,800	74,600
10.1%	64,600	65,900	67,300	68,800	70,300

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

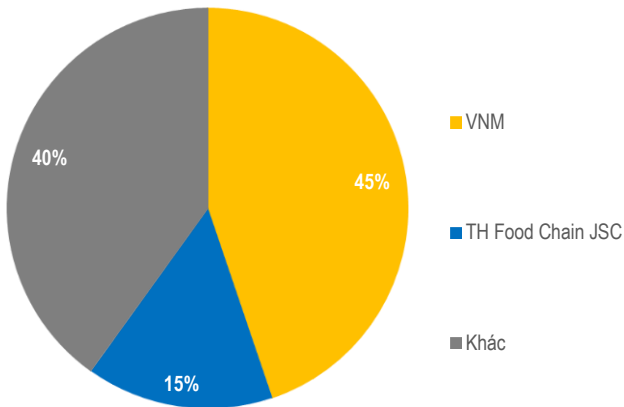
Tổng quan doanh nghiệp

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.

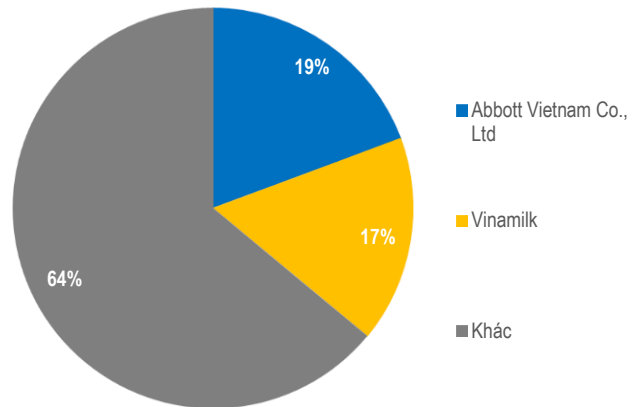
Sự thành công của thương hiệu được củng cố bởi sự đổi mới không ngừng của doanh nghiệp. Doanh nghiệp liên tục ra mắt và cải tiến sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Hiện tại, Vinamilk đang cung cấp ra thị trường 250 loại sản phẩm với 4 ngành hàng chính gồm sữa nước, sữa chua, sữa đặc và sữa công thức. 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



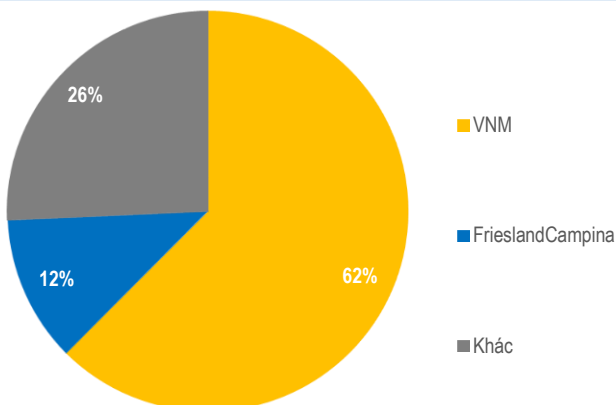
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

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



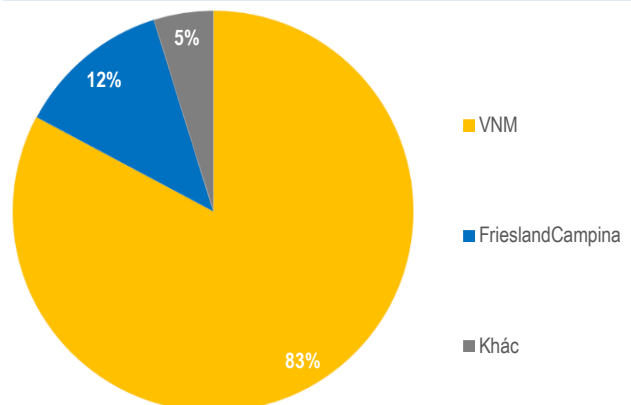
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Vinamilk giữ vị thế dẫn đầu trong ngành hàng sữa chua



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

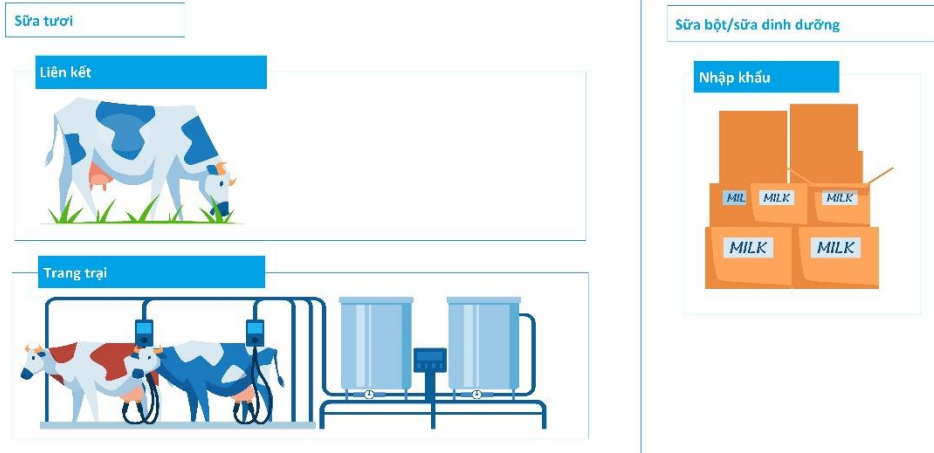
Vinamilk giữ vị thế dẫn đầu trong ngành hàng sữa đặc



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)¹ 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 hàng	251,000	>150,000	>180,000
Cửa hàng	430	N/A	>250
Nhà phân phối	200	>150	>180

Nguồn: YCP Solidiance (2020), Shinhan Securities Vietnam

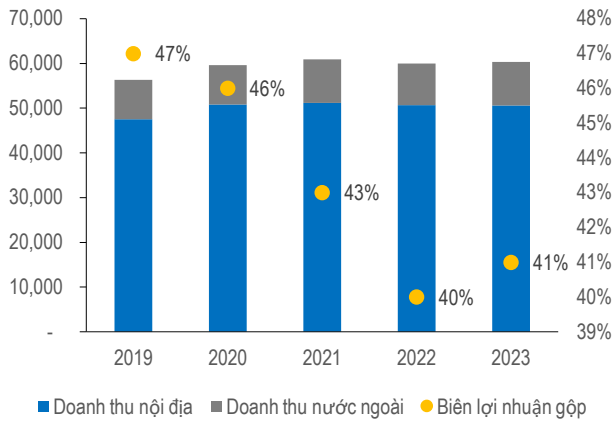
Ngoài vùng nguyên liệu, hệ thống phân phối cũng đóng vai trò quan trọng trong cuộc chiến thị phần. Theo Euromonitor, khoảng 97% sữa và các sản phẩm từ sữa được phân phối qua kênh bán lẻ truyền thống như tiệm tạp hóa, siêu thị,... và chỉ khoảng 3% sản phẩm được bán thông qua thương mại điện tử. Do đó, 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.

4. Doanh thu và chi phí

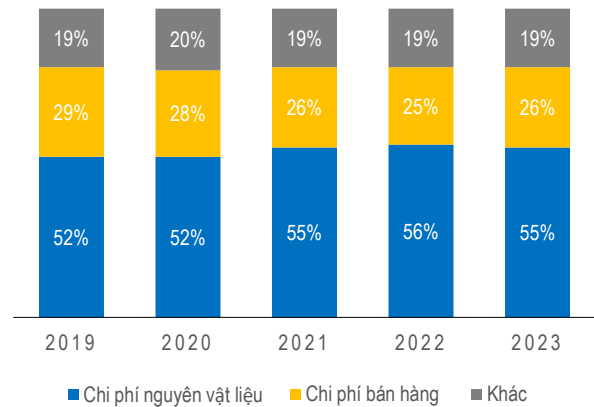
Doanh thu Vinamilk tăng khoảng 7.2% trong 5 năm qua với khoảng 84% đóng góp từ nội địa và khoảng 16% là doanh thu từ nước ngoài (xuất khẩu và doanh thu tại các chi nhánh nước ngoài). Trong đó, doanh thu xuất khẩu chủ yếu là các đơn hàng sữa bột trẻ em tại thị trường Trung Đông, sữa đặc tại thị trường 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 – Phillipines 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.

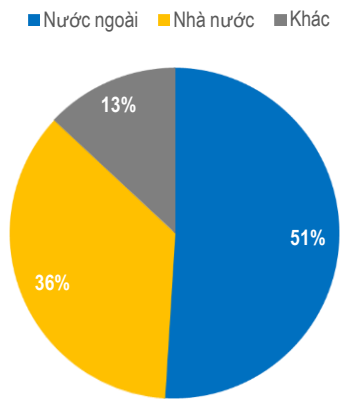
Chi phí bán hàng luôn chiếm tỷ trọng cao trong cấu thành chi phí hoạt động. Điều đó cho thấy mức độ cạnh tranh của ngành sữa tại Việt Nam khi các doanh nghiệp phải gia tăng chi phí bán hàng nhằm gia tăng nhận diện thương hiệu và giữ vững thị phần.

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

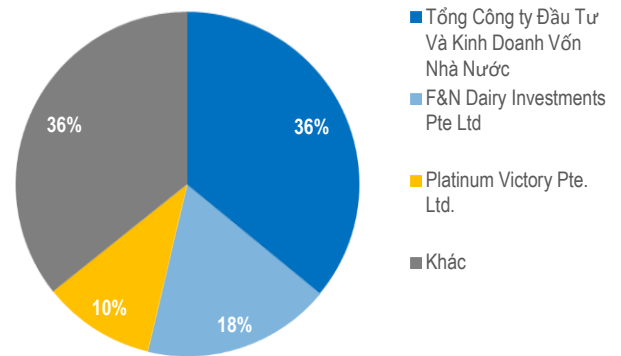
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu chi phí hoạt động của Vinamilk qua các năm

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

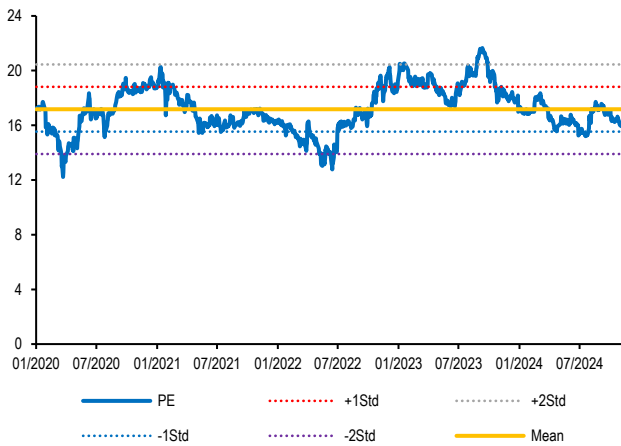
5. Cơ cấu cổ đông**Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 19/11/2024**

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu của tổ chức ngày 19/11/2024

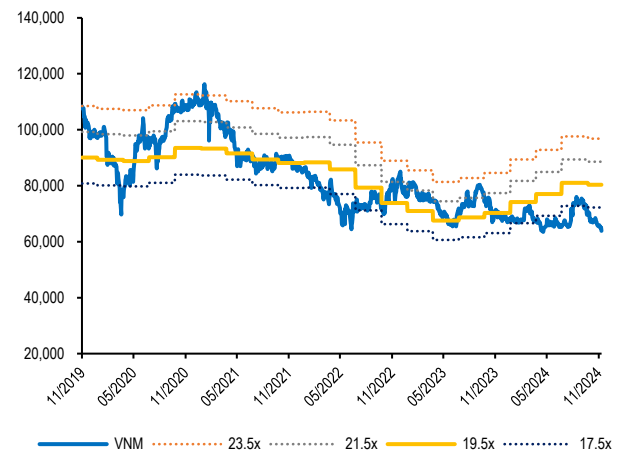
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/E



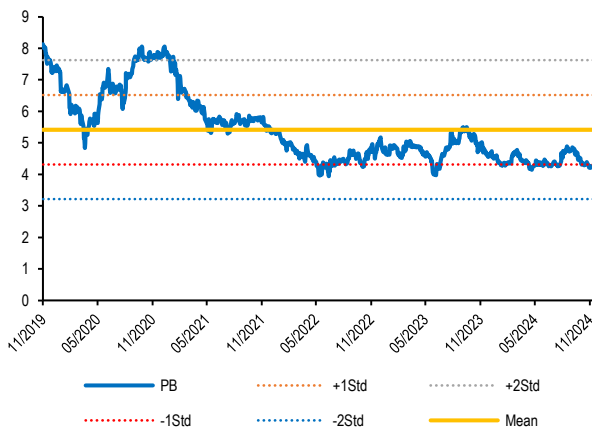
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PE Band



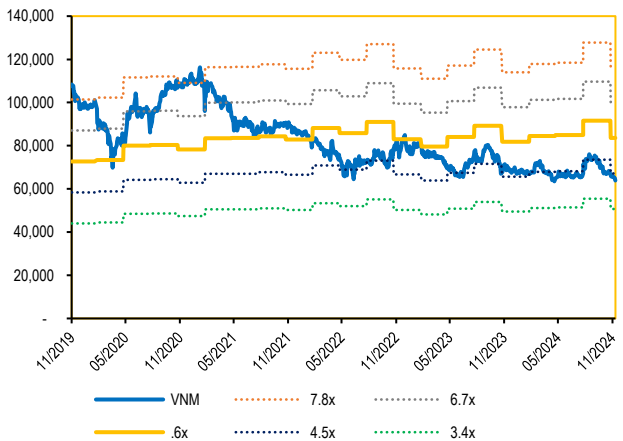
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/B



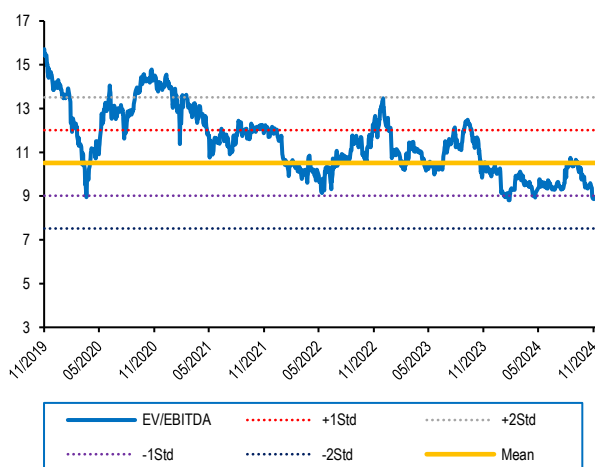
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PB Band



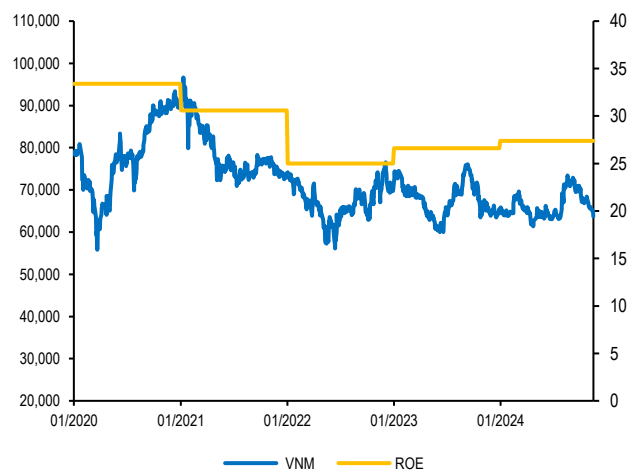
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ EV/EBITDA



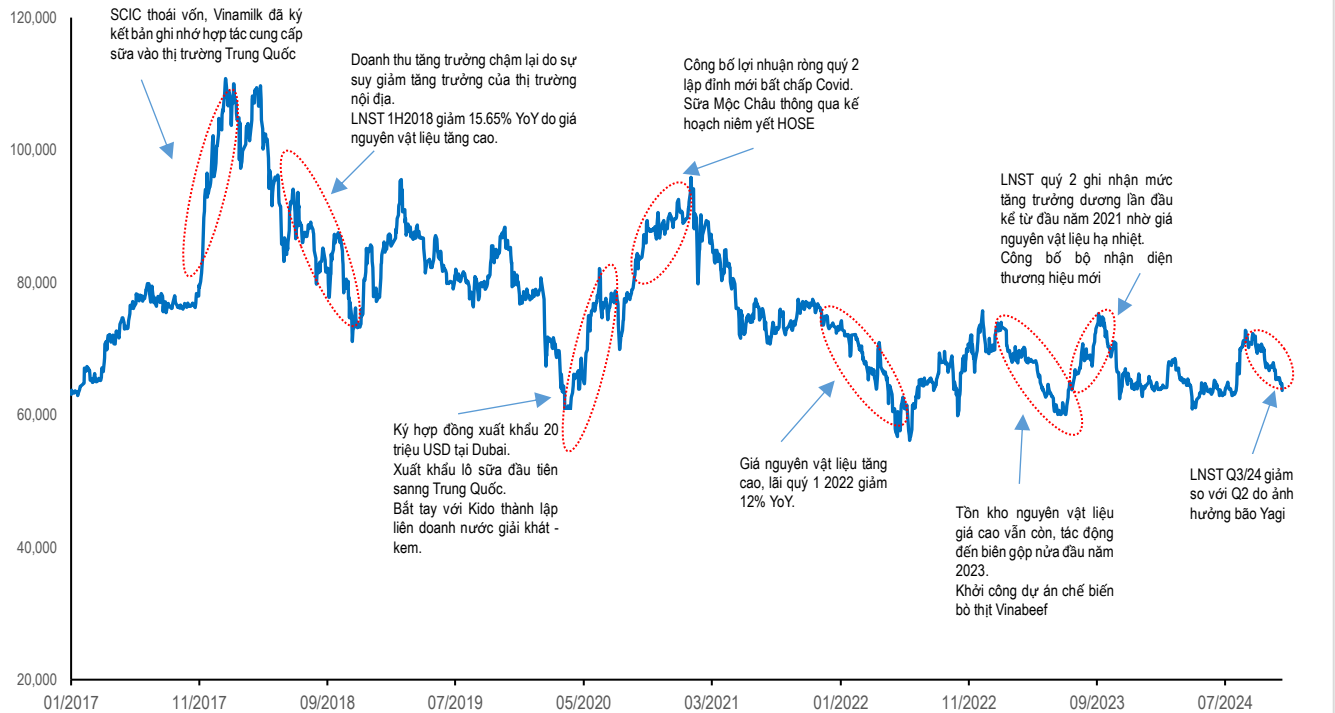
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

Rủi ro

Hạn chế về địa lý trong việc mở rộng trang trại và gia tăng năng suất sữa

Theo công bố của Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA), khi chỉ số độ ẩm nhiệt độ (temperature-humidity index - THI) vượt quá 70, gia súc dễ bị căng thẳng (stress nhiệt) và ảnh hưởng đến năng suất sữa. Cụ thể, sản lượng sữa có thể giảm 10-25% khi bò bị stress nhiệt. Nhiệt độ cao hơn 27 độ C, sản lượng sữa giảm rõ rệt.

Trong khi với khí hậu nhiệt đới như Việt Nam, nhiệt độ bình quân thường trên 25 độ C, độ ẩm tương đối thường vượt mức 80%, THI thường xuyên vượt quá 75. Những yếu tố trên ảnh hưởng đến năng suất sữa toàn ngành. Do đó, để hạn chế những ảnh hưởng của khí hậu, chăn nuôi bò sữa chủ yếu tập trung ở những khu vực có ưu thế tự nhiên, địa lý và kĩ thuật.

Chăn nuôi bò sữa tập trung chủ yếu tại các tỉnh có ưu thế địa lý và kĩ thuật

Tỉnh	Số lượng bò	% cả nước
Nghệ An	78,906	24.3
TPHCM	61,340	18.9
Lâm Đồng	29,338	0.09
Sơn La	26,024	0.08
Khác	129,546	39.8
Tổng cộng	325,154	100

Nguồn: Thống kê chăn nuôi (2022), Shinhan Securities Vietnam

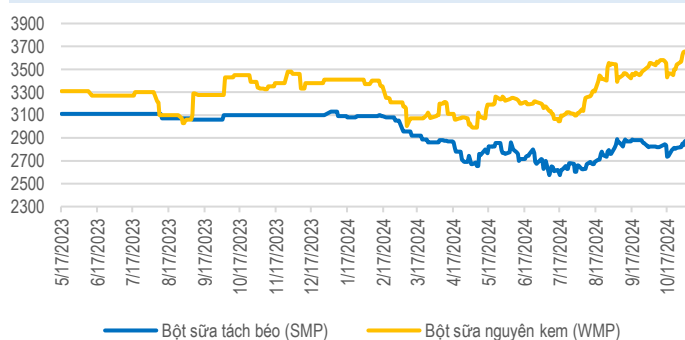
Chúng tôi nhận định rằng giới hạn địa lý và tự nhiên có thể ảnh hưởng đến (1) việc mở rộng trang trại của doanh nghiệp sữa Việt Nam nói chung và Vinamilk nói riêng và (2) năng suất sữa tại các nông hộ khi chưa thể áp dụng công nghệ hiện đại làm giảm ảnh hưởng của stress nhiệt.

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 Australia, Mỹ, Pháp,... để đáp ứng nhu cầu trong nước. Điều này đẩy doanh nghiệp Việt Nam vào thế phụ thuộc và rủi ro vào nguyên vật liệu nhập khẩu, đồng thời đẩy thế chủ động vào tay các doanh nghiệp sữa ngoại như Abbott, FrieslandCampina.

Sau khoảng thời gian đi ngang và sụt giảm trong nửa đầu năm, giá bột sữa bao gồm Bột sữa tách béo (SKM) và Bột sữa nguyên kem (WMP) đều tăng trở lại từ tháng 7 và quay trở lại vùng giá cao của năm 2022. Một trong những nguyên nhân chủ yếu đến từ Trung Quốc khi giảm sản lượng sản xuất sữa (-4% trong tháng 8/2024 và -1.9% trong tháng 9/2024), khiến nhu cầu về sữa bột tăng cao. Về kế hoạch mở rộng trang trại để giảm sự phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu, tình hình hiện tại tương đối khó khăn do hạn chế trong việc xin đất thuê, chỉ có thể tập trung cải thiện năng suất để tăng sản lượng sữa. Vì vậy cần theo dõi giá các nguyên liệu này, nếu tiếp tục tăng có thể ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của VNM trong năm tới nếu không thể chuyển phần gia tăng chi phí này vào giá bán.

Giá nguyên vật liệu nhập khẩu (USD/tấn)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tổng tài sản	48,483	52,673	53,940	55,509	57,119
Tài sản ngắn hạn	31,560	35,936	37,618	39,080	41,142
Tiền và tương đương tiền	2,300	2,912	3,700	4,365	5,609
Đầu tư TC ngắn hạn	17,414	20,137	20,865	21,355	21,858
Các khoản phải thu	6,100	6,530	6,769	6,928	7,091
Hàng tồn kho	5,538	6,128	6,047	6,189	6,334
Tài sản ngắn hạn khác	208	229	237	243	249
Tài sản dài hạn	16,923	16,737	16,321	16,429	15,977
Tài sản cố định ròng	11,903	12,690	12,585	12,576	12,546
Tài sản đầu tư	743	831	831	831	831
Tài sản dài hạn khác	4,277	3,216	2,906	3,022	2,599
Tổng nợ	15,666	17,647	17,949	18,544	19,164
Nợ ngắn hạn	15,308	17,139	17,513	18,223	18,857
Khoản phải trả	4,284	3,806	4,052	4,255	4,288
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	4,867	8,218	8,470	8,667	8,768
Khác	6,157	5,115	4,991	5,301	5,801
Nợ dài hạn	358	508	436	321	306
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	66	238	156	35	13
Khác	292	270	280	286	293
Vốn chủ sở hữu	32,817	35,026	35,991	36,965	37,955
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	7,123	8,047	8,974
Vốn khác	330	707	707	707	707
Lợi nhuận giữ lại	3,353	3,926	3,930	3,998	4,085
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,967	3,329	3,330	3,313	3,289
*Nợ vay	4,933	8,456	8,626	8,701	8,781
*Nợ ròng (tiền)	(14,781)	(14,593)	(15,939)	(17,019)	(18,686)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	8,827	7,887	10,402	11,276	11,724
Lợi nhuận ròng	8,577	9,019	9,742	10,025	10,256
Khấu hao TSCĐ	2,095	2,054	2,028	2,250	2,549
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,098)	(1,397)	(1,546)	(1,436)	(1,529)
Thay đổi vốn lưu động	104	(1,702)	178	437	448
Thay đổi khác	(851)	(87)	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	3,473	(2,989)	(1,006)	(1,635)	(1,293)
Thay đổi tài sản cố định	(1,457)	(1,580)	(1,825)	(2,581)	(2,319)
Thay đổi tài sản đầu tư	3,592	(2,882)	(728)	(490)	(503)
Khác	1,338	1,473	1,546	1,436	1,529
Tiền từ HĐ tài chính	(12,360)	(4,293)	(8,607)	(8,976)	(9,186)
Thay đổi vốn cổ phần	338	347	(963)	(991)	(1,014)
Tiền đi vay/(trả) nợ	(4,531)	3,512	170	75	80
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(8,167)	(8,152)	(7,814)	(8,059)	(8,252)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(60)	606	788	665	1,244
Tổng tiền đầu năm	2,348	2,300	2,912	3,700	4,365
Thay đổi trong kỳ giá	12	6	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	2,300	2,912	3,700	4,365	5,609

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	59,956	60,369	62,552	64,021	65,529
Tăng trưởng (%)	-1.6	0.7	3.6	2.3	2.4
Giá vốn hàng bán	36,059	35,824	36,280	37,132	38,007
Lợi nhuận gộp	23,897	24,545	26,272	26,889	27,522
Biên lợi nhuận gộp (%)	39.9	40.7	42.0	42.0	42.0
Chi phí BH & QLDN	14,144	14,774	15,282	15,417	15,821
LN từ HĐKD	9,753	9,771	10,989	11,471	11,701
Tăng trưởng (%)	-17.1	0.2	12.5	4.4	2.0
Biên LN từ HĐKD (%)	16.3	16.2	17.6	17.9	17.9
LN khác	742	1,196	843	732	790
Thu nhập tài chính	1,380	1,716	1,546	1,436	1,529
Chi phí tài chính	(618)	(503)	(727)	(738)	(744)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(166)	(354)	(342)	(347)	(350)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(20)	(17)	24	34	5
LN TT	10,495	10,967	11,832	12,204	12,491
Thuế TNDN	1,918	1,948	2,090	2,179	2,234
LN ST	8,577	9,019	9,742	10,025	10,256
Tăng trưởng (%)	-19.3	5.2	8.0	2.9	2.3
Biên lợi nhuận ròng (%)	14.3	14.9	15.6	15.7	15.7
LN ST cổ đông công ty mẹ	8,515	8,873	9,633	9,914	10,139
Lợi ích CĐT S	62	146	110	110	117
LN trước thuế và lãi vay	10,661	11,321	12,174	12,550	12,841
Tăng trưởng (%)	-18.1	6.2	7.5	3.1	2.3
Biên LN (%)	17.8	18.8	19.5	19.6	19.6
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	12,756	13,375	14,202	14,801	15,389
Tăng trưởng (%)	-15.7	4.9	6.2	4.2	4.0
Biên LN (%)	21.3	22.2	22.7	23.1	23.5

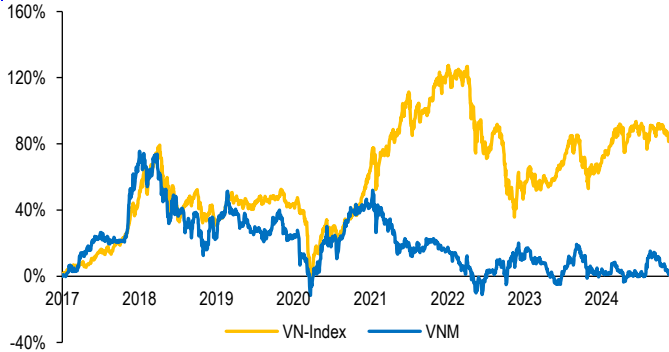
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (đồng)	3,632	3,796	4,148	4,269	4,366
BPS (đồng)	14,282	15,166	15,627	16,101	16,586
PER (x)	19.2	17.0	18.2	17.7	17.3
PBR (x)	4.9	4.3	4.8	4.7	4.6
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	128.9%	69.5%	80.0%	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	22.7	23.1	23.5
Biên LN từ HĐKD (%)	16.3	16.2	17.6	17.9	17.9
Biên LN ST (%)	14.3	14.9	15.6	15.7	15.7
ROA (%)	16.8	17.8	18.3	18.3	18.2
ROE (%)	25.0	26.6	27.4	27.5	27.4
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	15.0	24.1	24.0	23.5	23.1
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(115.9)	(109.1)	(112.2)	(115.0)	(121.4)
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	128.8	134.5	140.3	141.1	145.7
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	64.2	32.0	35.6	36.2	36.7
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày phải trả người bán (ngày)	43.4	38.8	40.8	41.8	41.2
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	56.1	62.4	60.8	60.8	60.8
Số ngày khoản phải thu (ngày)	37.1	39.5	39.5	39.5	39.5

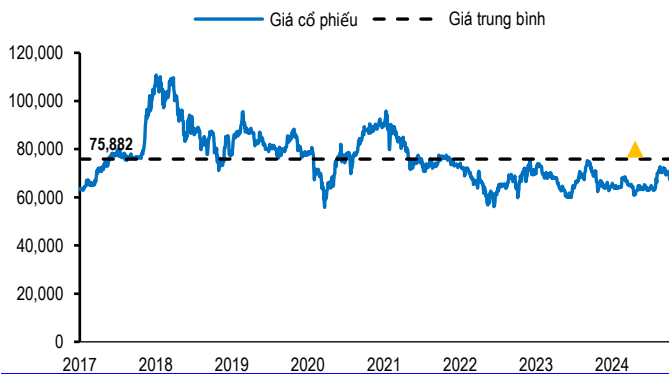
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

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

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **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%

Ngành

- ♦ **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