

Ngày 30/12/2024

BÁO CÁO DOANH NGHIỆP



CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM – HOSE: VNM

KHUYẾN NGHỊ

MUA

LỢI NHUẬN KỲ VỌNG

+18.2%

GIÁ MỤC TIÊU 1Y

74,950

CỔ TỨC ỔN ĐỊNH

Trên cơ sở thận trọng, **chúng tôi kỳ vọng doanh thu của Công ty sẽ đạt 61.8 nghìn tỷ và 63.1 nghìn tỷ**, tương đương mức tăng trưởng hơn 2% trong năm 2024 và 2025 nhờ vào việc gia tăng dân số và nhu cầu nâng cao chất lượng thực phẩm của cơ cấu dân số già đi kèm với nhu cầu tiêu dùng được kỳ vọng hồi phục.

Tiếp tục xu hướng tăng trưởng của các năm trước, dân số Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới, đây được xem là một trong các động lực tăng trưởng chính cho ngành. Ngoài ra, theo báo cáo của Euromonitor, có thể thấy giá trị tiêu thụ sữa/người/năm của Việt Nam ghi nhận sự tăng đều qua từng năm khi từ mức 1.21 triệu đồng năm 2019 đã tăng lên 1.37 triệu đồng năm 2023. Bên cạnh đó, cũng cần phải lưu ý rằng tình trạng dân số già của Việt Nam đang dần gia tăng qua các năm đi kèm với thu nhập bình quân gia tăng, Điều đó có thể giúp người dân chú trọng hơn vào các yếu tố sức khỏe, từ đó đóng góp vào sự tiêu thụ của ngành sữa.

Cập nhật KQKD Q3/2024: Trong Q3/2024, VNM đã không giữ được đà tăng trưởng mạnh của Q2/2024, do tăng trưởng doanh thu nội bị ảnh hưởng kém tích cực từ: (i) Bão Yagi khiến cho nhu cầu tại khu vực nông thôn miền Bắc giảm trong tháng 9/2024; (ii) tiêu thụ vẫn còn yếu; và (iii) cạnh tranh sữa nước gay gắt từ các công ty trong nước. Do đó, NPATMI giảm 3,6% so với cùng kỳ, một phần do bị ảnh hưởng từ biên lợi nhuận gộp giảm.

Định giá : Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, bên cạnh các kỳ vọng về kết quả hoạt động kinh doanh của Công ty, chúng tôi có thực hiện thêm một số giả định, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với VNM với giá mục tiêu 1 năm là 74,950.

Rủi ro:

- Chi phí đầu vào biến động ảnh hưởng đến biên lợi nhuận
- Chiến lược tái định vị thương hiệu không hiệu quả

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Ngành	Thực phẩm, đồ uống
Giá ngày 31/12/24	63,400
KLGD TB 52 tuần	3,644,605
Khối lượng lưu hành	2,089,955,445
Biên độ 52 tuần	60,900 – 72,900
Vốn hóa (tỷ VND)	133,339
Beta	0.75

Tổng quan công ty

Vinamilk (VNM) là một trong những công ty sữa hàng đầu tại Việt Nam. Với hơn 40 năm kinh nghiệm, Vinamilk đã xây dựng được một thương hiệu mạnh mẽ và đa dạng hóa danh mục sản phẩm của mình, bao gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và nhiều loại đồ uống khác.

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU VNM



Đơn vị: Tỷ VND	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	60,369	61,777	63,150	64,574
Lợi nhuận gộp	24,545	25,422	26,032	26,624
EBITDA	11,826	12,069	12,455	12,820
LNST	9,019	9,367	9,702	9,971
EPS	3,796	4,410	4,567	4,694
PE (x)	18.0	14.5	15.9	16.0
ROA (%)	8.9	8.8	8.9	8.8
ROE (%)	3.2	3.7	12.6	12.3

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Phương Trinh

trinhnp@vpbanks.com.vn

Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

TỔNG QUAN NGÀNH SỮA TẠI VIỆT NAM

Giá trị ngành sữa dự kiến tiếp tục tăng trưởng trong các năm sau nhờ nhu cầu gia tăng trở lại.

Kênh phân phối của ngành vẫn tập trung nhiều vào bán lẻ trực tiếp, tuy nhiên dự kiến đã có sự dịch chuyển nhẹ sang thương mại điện tử.

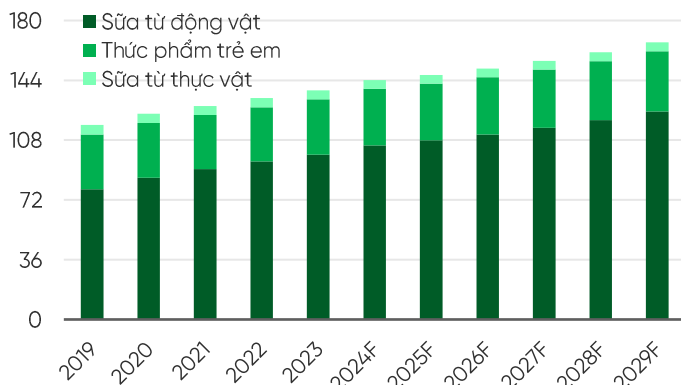
Theo Euromonitor, giá trị ngành sữa & sản phẩm liên quan theo đồ thị 1A đã gia tăng qua các năm, cụ thể từ mức 117.2 nghìn tỷ trong năm 2019 đã tăng lên 137.9 nghìn tỷ trong năm 2023, tương đương CAGR đạt 4.1%/năm. Ngoài ra, theo dữ liệu của Euromonitor và Vpbanks ước tính, giá bán của các sản phẩm sữa uống (nghìn đồng/lít) gia tăng tốt qua từng năm đối với cả hai loại gồm sữa nguyên chất và sữa hương vị, xu hướng gia tăng này sẽ tiếp tục trong năm 2024 tuy nhiên sẽ bắt đầu ổn định trong các năm sau đó. Mặt khác, giá bán sữa gia tăng qua các năm, cụ thể trong năm 2023 đã tăng 3.1% svck tương đương đóng góp hơn 98% trong mức tăng trưởng giá trị ngành sữa, trong khi đó sản lượng tiêu thụ sữa chỉ tăng trưởng nhẹ 0.1%. Tuy nhiên, theo Euromonitor và Vpbanks ước tính, trong 2024 giá bán và nhu cầu tiêu thụ sữa sẽ tăng trưởng lần lượt 2.2% và 1.6%, mặt khác trong năm 2025 giá bán sữa có thể sẽ ổn định so với năm 2024, và tỷ lệ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ có thể sẽ đạt 1.8%.

Bên cạnh đó, việc phân phối của ngành hiện tại tập trung chủ yếu qua kênh bán lẻ trực tiếp với hơn 98% trong năm 2023, tuy nhiên cũng cần chú ý rằng xu hướng tiêu dùng của người dân cũng đang dần thích nghi với thương mại điện tử, khi thị phần phân phối của kênh này đã gia tăng lên mức 1.2% trong năm 2023 từ mức 0.6% trong năm 2019. Chúng tôi dự đoán xu hướng mua sắm trực tuyến sẽ tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới nhờ vào chất lượng kiểm duyệt và ưu tiên bảo vệ người tiêu dùng ngày càng được nâng cao của các sàn thương mại điện tử.

Exhibit 1: Giá Trị Ngành Sữa & Các Sản Phẩm Liên Quan

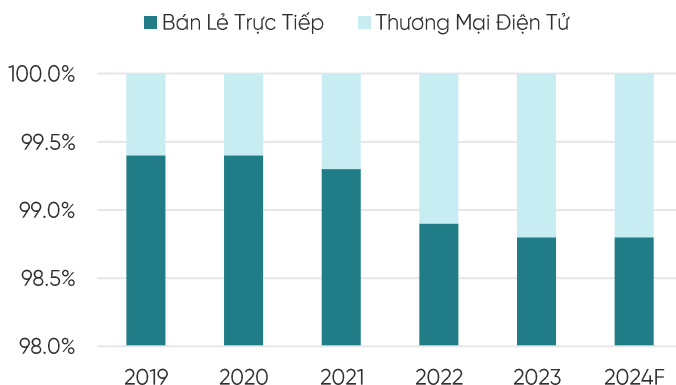
1A) Giá trị ngành sữa gia tăng qua các năm nhờ cơ cấu dân số trẻ đi kèm với nhu cầu về sức khỏe người dân gia tăng.

Tổng Giá Trị Ngành Sữa & Sản Phẩm Liên Quan (Nghìn Tỷ)



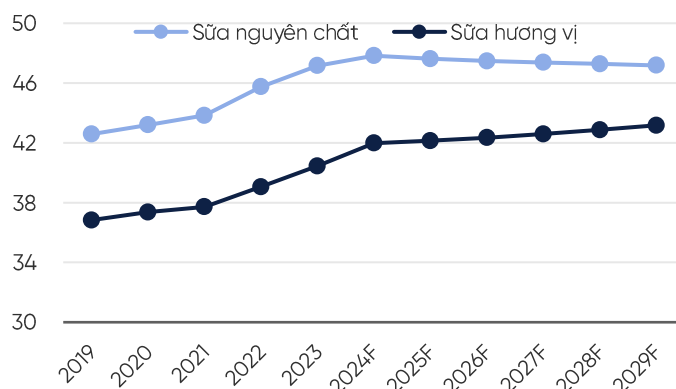
1B) Kênh phân phối chính hiện tại của ngành vẫn tập trung nhiều vào bán lẻ trực tiếp với hơn 98% trong năm 2023.

Kênh Phân Phối Của Ngành (%)



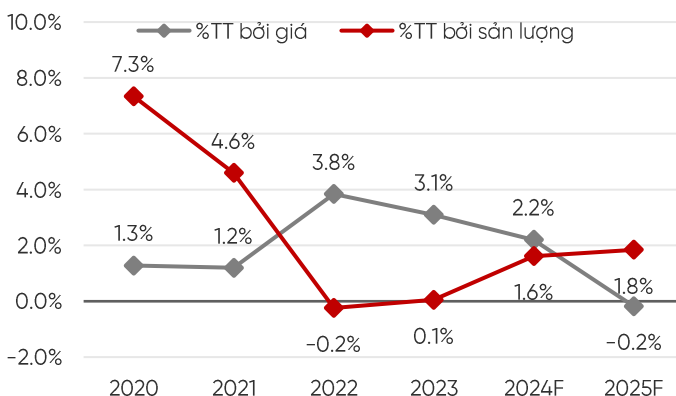
1C) Giá tiêu dùng tăng dần qua các năm, tuy nhiên theo Euromonitor giá sữa sẽ ổn định trong thời gian tới.

Giá Tiêu Dùng Sữa Uống ('000 VND/Litres)



1D) Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sữa sẽ gia tăng trở lại để bù đắp cho mức giảm nhẹ đến từ giá.

Tăng Trưởng Sản Lượng & Giá Bán Sữa (%)



Nguồn: Báo Cáo Euromonitor 2024, VPBankS ước tính

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

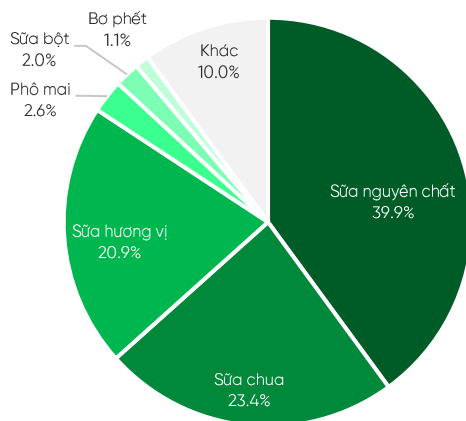
Cơ cấu ngành theo sản phẩm và công ty có tính chất tập trung khi chỉ tập trung.

Cơ cấu ngành sữa theo sản phẩm chủ yếu tập vào các loại truyền thống như sữa nguyên chất (39.9%), sữa chua (23.4%), và sữa hương vị (20.9%), với tổng thị phần lên đến hơn 84%. Về thị phần ngành theo công ty, ngành sữa Việt Nam tương đối có tính chất tập trung khi Vinamilk hiện tại đang là Công ty có tỷ lệ thị phần cao nhất khi lên đến 40%, cao hơn đáng kể so với các Công ty cùng ngành. Để có được thành công như hiện tại, bên cạnh thương hiệu uy tín lâu đời đã gây dựng trong nhiều thập kỷ, Vinamilk đã luôn không ngừng nâng cao chất lượng sản phẩm cũng như thay đổi thương hiệu, mẫu mã nhằm nắm bắt thị hiếu của người tiêu dùng trong nước.

Exhibit 2: Cơ Cấu Ngành Sữa Việt Nam

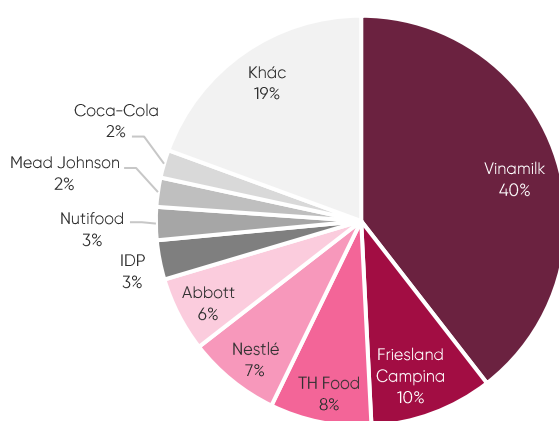
2A) Cơ cấu ngành sữa tập trung 84.2% vào 3 loại sản phẩm gồm sữa nguyên chất, sữa chua, và sữa hương vị.

Cơ Cấu Ngành Theo Sản Phẩm



2B) Vinamilk chiếm thị phần cao trong tiêu dung sữa nội địa với khoảng 40% theo Euromonitor.

Cơ Cấu Ngành Theo Công Ty



Nguồn: Báo Cáo Euromonitor 2024

Gia tăng dân số & dân số già được xem là động lực duy trì sự gia tăng giá trị ngành Sữa trong thời gian tới.

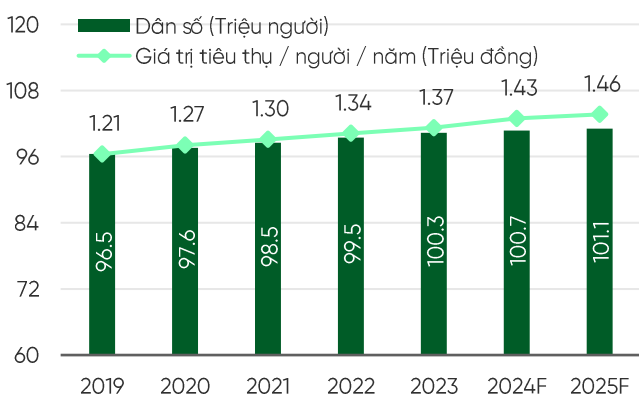
Tiếp tục xu hướng tăng trưởng của các năm trước, dân số Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới, đây được xem là một trong các động lực tăng trưởng chính cho ngành. Ngoài ra, theo biểu đồ 3A, có thể thấy giá trị tiêu thụ sữa/người/năm của Việt Nam ghi nhận sự tăng đều qua từng năm khi từ mức 1.21 triệu đồng năm 2019 đã tăng lên 1.37 triệu đồng năm 2023.

Bên cạnh đó, cũng cần phải lưu ý rằng tình trạng dân số già của Việt Nam đang dần gia tăng qua các năm đi kèm với thu nhập bình quân gia tăng, Điều đó có thể giúp người dân chú trọng hơn vào các yếu tố sức khỏe, từ đó đóng góp vào sự tiêu thụ của ngành sữa.

Exhibit 3: Tình Trạng Dân Số Việt Nam

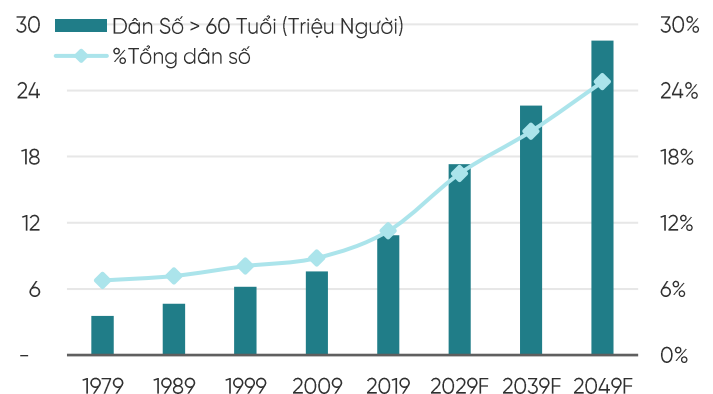
3A) Dân số gia tăng qua các năm của Việt Nam đóng góp đáng kể vào sự tăng trưởng cho ngành sữa.

Dân Số & Giá Trị Tiêu Thụ Sữa



3B) Tỷ lệ dân số già gia tăng cũng được xem là một động lực tăng trưởng giá trị ngành sữa.

Tỷ Lệ Dân Số Trên 60 Tuổi



Nguồn: Báo Cáo Euromonitor 2024, Tổng Cục Dân Số, VPBankS ước tính

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

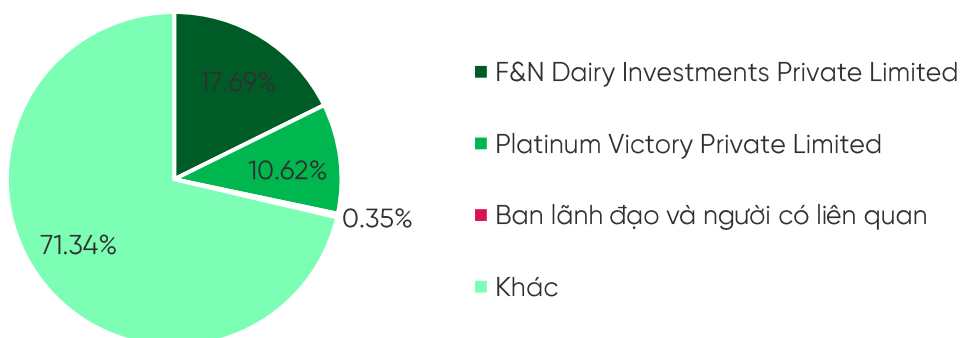
VNM là một trong những công ty sữa hàng đầu tại VN

Vinamilk (VNM) là một trong những công ty sữa hàng đầu tại Việt Nam. Với hơn 40 năm kinh nghiệm, Vinamilk đã xây dựng được một thương hiệu mạnh mẽ và đa dạng hóa danh mục sản phẩm của mình, bao gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và nhiều loại đồ uống khác.

Exhibit 4: Thông tin doanh nghiệp và cơ cấu cổ đông

4A) Vinamilk có 2 cổ đông lớn

Cơ cấu cổ đông Vinamilk



4B) Công ty con và công ty liên kết

Công ty con và công ty liên kết	% Sở hữu
Công ty TNHH MTV Bò Sữa Thống Nhất Thanh Hóa	100.00%
Công ty TNHH MTV Bò Sữa Việt Nam	100.00%
Driftwood Dairy Holdings Corporation	100.00%
Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam - Công ty Cổ phần	68.94%
Angkor Dairy Products Co., Ltd	100.00%
Công ty Cổ phần Đường Việt Nam	65.00%
Lao-jagro Development Xiengkhouang Co.,ltd	87.32%
Công Ty Cổ Phần Apis	0.00%
Công Ty Cổ Phần Apis	20.00%
Công ty CP Chế Biến Dừa Á Châu	24.96%
Del Monte - Vinamilk Dairy Inc., Philippines	50.00%

Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VINAMILK

Doanh thu trong 9M2024 gia tăng svck, chúng tôi kỳ vọng doanh thu trong 2024 và 2025 sẽ tăng trưởng so với 2023.

Biên LNG hầu hết các mảng hoạt động đã được cải thiện, từ đó giá trị LNG trong 2023 và 9M2024 tích cực svck.

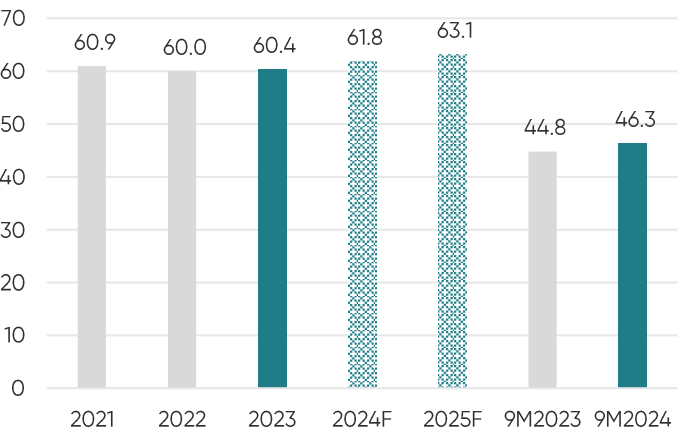
Doanh thu của Vinamilk trong 2023 đạt 60.4 nghìn tỷ, ổn định so với năm trước, tuy nhiên trong 9M2024 doanh thu của Công ty đã đạt 46.3 nghìn tỷ, tương đương tăng trưởng gần 3.5% svck, điều đó cho thấy nhu cầu tiêu thụ sữa của người tiêu dùng đã cải thiện. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của Công ty sẽ đạt 61.8 nghìn tỷ và 63.1 nghìn tỷ, tương đương mức tăng trưởng hơn 2% trong năm 2024 và 2025 nhờ vào việc gia tăng dân số và nhu cầu nâng cao chất lượng thực phẩm của cơ cấu dân số già đi kèm với nhu cầu tiêu dùng được kỳ vọng hồi phục. Về cơ cấu, có thể thấy theo biểu đồ 1B, doanh thu của Vinamilk có tính đa dạng khi có nhiều hoạt động kinh doanh, trong đó nội địa và nước ngoài khi tỷ trọng lần lượt 81% (bao gồm GTN) và 15%.

Có thể thấy, biên lợi nhuận gộp của hầu hết các hoạt động kinh doanh tại Vinamilk đã cải thiện trở lại trong năm 2023 và 9M2024 sau một năm suy giảm của năm 2022. Từ đó, biên lợi nhuận gộp của Công ty đã cải thiện từ mức 39.9% của năm 2022 lên 40.7% của năm 2023, và tiếp tục gia tăng lên mức 41.9% trong 9M2024. Về giá trị, lợi nhuận gộp của Công ty trong năm 2023 đạt 24.5 nghìn tỷ, tăng 2.7% so với năm 2022, tuy nhiên trong 9M2024, lợi nhuận gộp của Công ty đã đạt 19.4 nghìn tỷ, tăng mạnh 7.06% svck. Chúng tôi kỳ vọng giá trị lợi nhuận gộp của Vinamilk trong 2024 và 2025 sẽ đạt lần lượt 25.4 nghìn tỷ và 26 nghìn tỷ, tương đương mức tăng trưởng lần lượt là 3.6% và 2.4% svck.

Exhibit 5: Tình Hình Doanh Thu Và Lợi Nhuận Gộp Của Vinamilk

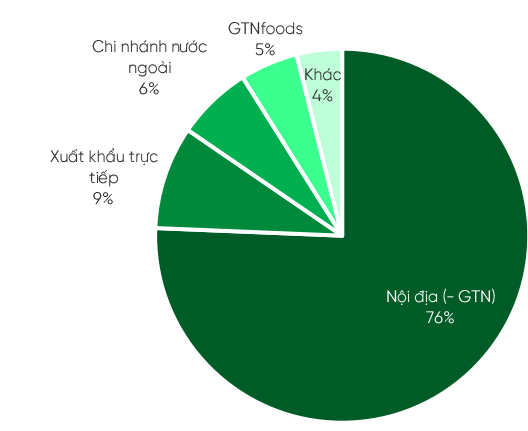
5A) Doanh thu năm 2023 ổn định svck, tuy nhiên doanh thu 9M24 đã ghi nhận mức tăng trưởng 3.5% svck.

Doanh Thu Thuần Vinamilk



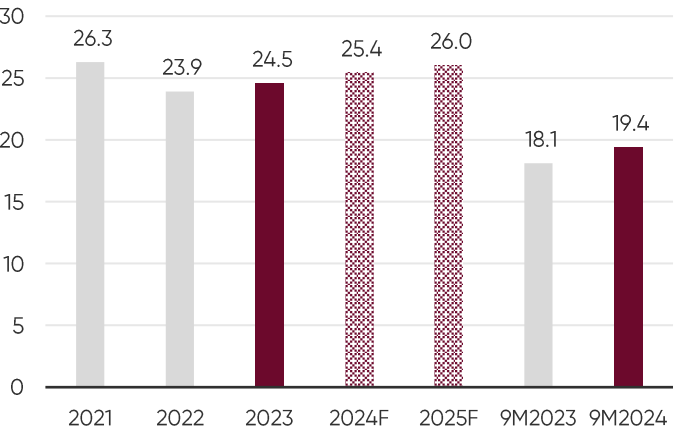
5B) Nguồn doanh thu Vinamilk được đa dạng hóa từ cả nội địa và nước ngoài, với tỷ trọng lần lượt là 81% và 15%.

Cơ Cấu Doanh Thu Bình Quân 5 Năm



5C) LNG năm 2023 tăng nhẹ 2.7% svck, trong khi trong 9M2024 ghi nhận mức tăng mạnh 7.1% svck.

Giá Trị Lợi Nhuận Gộp Vinamilk



Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

5D) Biên LNG ở hầu hết các mảng cải thiện từ năm 2022, từ đó biên LNG tổng cũng đã cải thiện đáng kể trong 9M2024.

Biên Lợi Nhuận Gộp Các Mảng Hoạt Động Của VNM

	2021	2022	2023	9M24	2024F	2025F
Nội địa (- GTN)	45.1%	42.9%	43.2%	43.9%	44.0%	44.0%
Xuất khẩu trực tiếp	57.2%	53.5%	54.6%	60.6%	55.5%	55.5%
CN nước ngoài	20.3%	17.1%	19.1%	22.9%	20.1%	21.2%
GTNfoods	28.6%	30.7%	30.0%	26.2%	26.0%	26.1%
Khác	21.4%	11.2%	22.5%	22.0%	22.5%	22.5%
Biên LNG Tổng	43.1%	39.9%	40.7%	41.9%	41.2%	41.2%

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VINAMILK

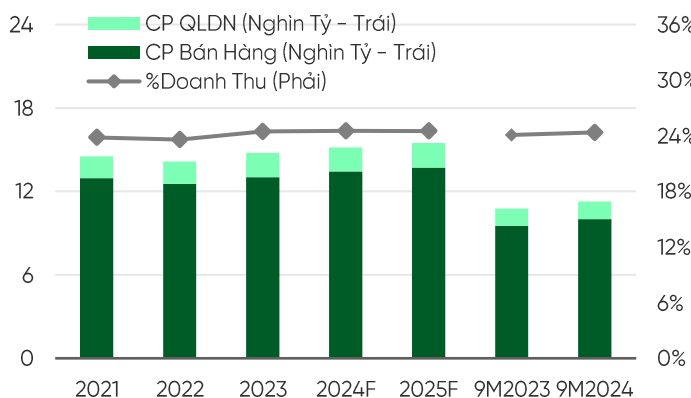
Chi phí BH&QLDN tăng phù hợp để hỗ trợ sự gia tăng doanh thu. LN hoạt động ghi nhận dấu hiệu tích cực trong 9M2024.

Giá trị chi phí BH&QLDN tăng tương ứng với sự tăng trưởng của doanh thu, từ đó tỷ lệ chi phí BH&QLDN trên doanh thu nhìn chung ổn định ở mức khoảng 24% và chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian tới. Về lợi nhuận hoạt động, Công ty ghi nhận 11.5 nghìn tỷ trong năm 2023, gần như ổn định so với năm 2022. Tuy nhiên trong 9M2024, lợi nhuận hoạt động của Vinamilk đã lên đến 9.4 nghìn tỷ, tương đương mức tăng trưởng 9.3% svck, từ đó biên lợi nhuận hoạt động cũng đã gia tăng đáng kể khi tăng từ mức 18.9% trong năm 2022 lần lượt lên mức 19.1% trong năm 2023 và 20.2% trong 9M2024. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận hoạt động trong năm 2024 và 2025 sẽ lần lượt ở mức 12 nghìn tỷ và 12.3 nghìn tỷ.

Exhibit 6: Chi Phí BH & QLDN Và Lợi Nhuận Hoạt Động

6A) Chi phí BH&QLDN tăng tương ứng với sự tăng trưởng doanh thu, từ đó tỷ lệ trên doanh thu tương đối ổn định.

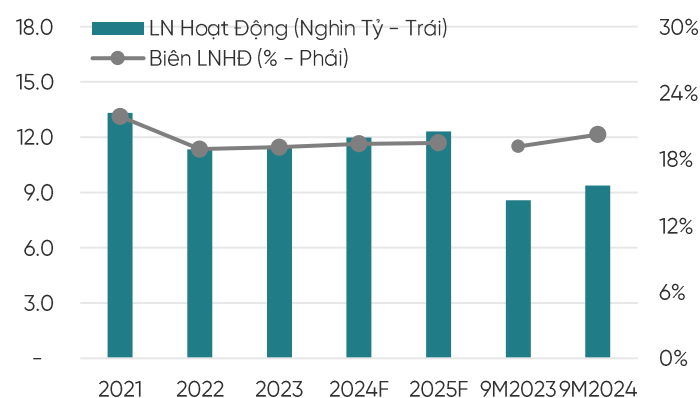
Chi Phí Bán Hàng & Quản Lý Doanh Nghiệp



Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

6B) LN hoạt động nhìn chung tăng nhẹ trong 2023, tuy nhiên ghi nhận mức tăng mạnh 9.3% trong 9M2024 svck.

Lợi Nhuận Hoạt Động



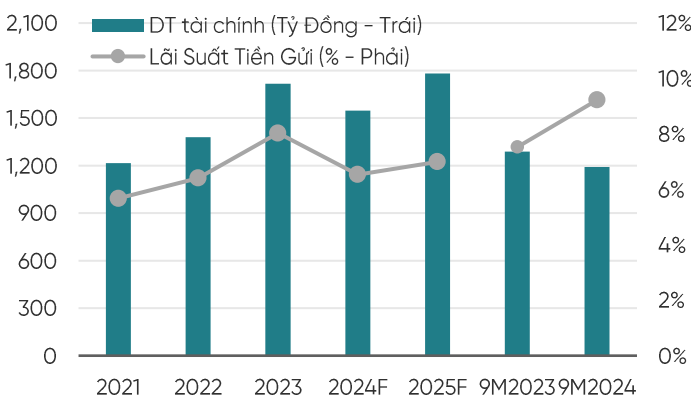
Hoạt động tài chính mang đến nguồn lợi nhuận đáng kể trong cơ cấu lợi nhuận của Vinamilk.

Do tính chất bảo hòa hiện tại của Ngành, cơ cấu tài sản của Vinamilk tương đối thanh khoản khi giá trị tiền & các khoản đầu tư ngắn hạn lên đến hơn 28 nghìn tỷ, trong khi Công ty không phụ thuộc vào nguồn vốn nợ vay với giá trị chỉ khoảng 8.4 nghìn tỷ và gần như toàn bộ là nợ ngắn hạn. Từ đó, hoạt động tài chính đã mang đến nguồn lợi nhuận đáng kể cho Vinamilk, cụ thể năm 2023 và 9M2024 lần lượt ghi nhận 1.2 nghìn tỷ và 900 tỷ. Về mặt bảng lãi suất, chúng tôi kỳ vọng sẽ bắt đầu gia tăng trở lại trong 2025 đi kèm với tính thanh khoản tiếp tục được cải thiện, từ đó lợi nhuận hoạt động tài chính sẽ tiếp tục gia tăng.

Exhibit 7: Hoạt Động Tài Chính

1A) Doanh thu tài chính là một trong nguồn thu nhập quan trọng của Vinamilk.

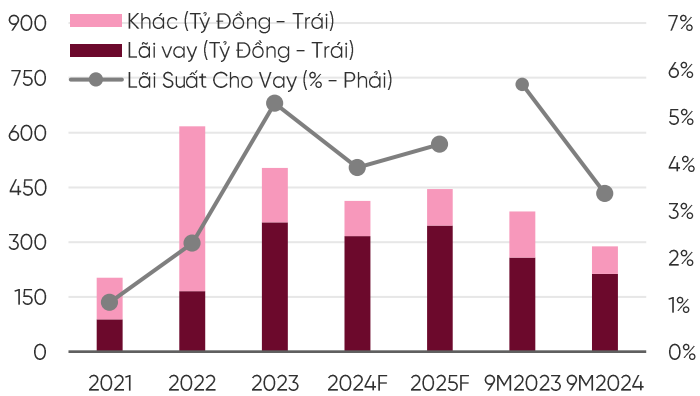
Doanh Thu Tài Chính



Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

1B) Công ty không phụ thuộc vào nguồn nợ vay và chủ yếu là nợ NH, nên chi phí lãi vay rất thấp so với doanh thu tài chính.

Chi Phí Tài Chính



TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Khả năng sinh lời của VNM đã dần hồi phục sau đợt suy giảm năm 2022.

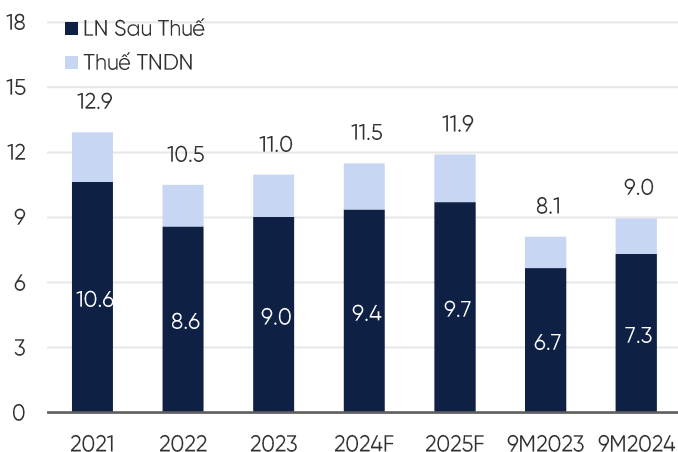
Cả lợi nhuận trước thuế & sau thuế của Vinamilk đã tăng trưởng trở lại trong năm 2023 và 9M2024 sau đợt sụt giảm của năm 2022. Cụ thể, lợi nhuận sau thuế của Công ty ghi nhận ở mức 9.0 nghìn tỷ trong năm 2023, tương đương tăng trưởng 5.2% svck. Đặc biệt trong 9M2024 lợi nhuận sau thuế của Công ty lên đến 7.3 nghìn tỷ, tức tăng trưởng gần 10% so với năm 9M2023. Chúng tôi đánh giá LNST của Vinamilk trong năm 2024 và 2025 có thể sẽ lần lượt ở mức 9.4 nghìn tỷ và 9.7 nghìn tỷ.

Bên cạnh đó, biên LNST cũng đã cải thiện từ mức thấp chỉ 14.3% trong 2022 lên đến 15.8% trong 9M2024, cho thấy khả năng sinh lời của Công ty đã được cải thiện dần từ sự sụt giảm của năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này có thể sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian tới nhờ nhu cầu tiêu thụ quay trở lại đi kèm với tình hình kinh tế trong nước sẽ được cải thiện trong 2H2025.

Exhibit 8: Lợi Nhuận Trước Thuế & Sau Thuế Của Vinamilk

8A) LN trước & sau thuế tăng trưởng trở lại trong 2023 và 9M2024 sau đợt sụt giảm của năm 2022.

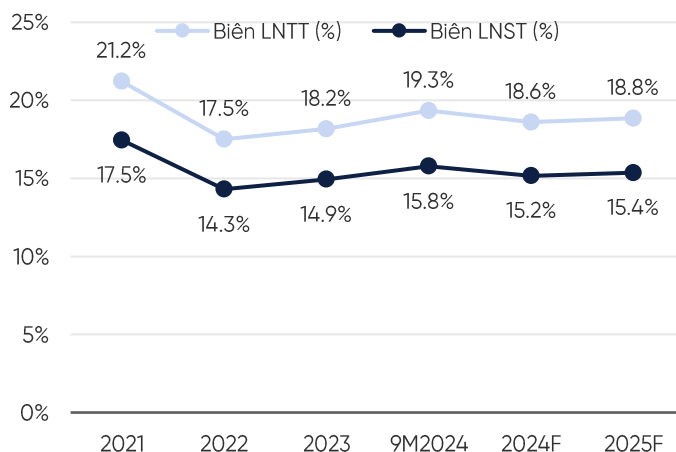
Lợi Nhuận Trước thuế & Sau Thuế (Nghìn Tỷ)



Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

8B) Biên LN trước & Sau thuế cải thiện dần từ năm 2022 cho đến 9M2024.

Biên Lợi Nhuận Trước Thuế & Sau Thuế (%)



TÌNH HÌNH TÀI SẢN & NGUỒN VỐN

TÀI SẢN THANH KHOẢN CAO

Giá trị tài sản có tính thanh khoản cao của Vinamilk sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới, từ đó nâng cao thu nhập tài chính của Công ty.

Tổng giá trị tài sản có tính thanh khoản cao gồm tiền & các khoản đầu tư ngắn hạn của Vinamilk trong 2023 đạt 23.0 nghìn tỷ, chúng tôi đánh giá với tính bảo hòa của ngành giá trị loại hình tài sản này sẽ tiếp tục gia tăng trong năm 2024 và 2025, từ đó mang đến nguồn thu nhập tài chính cao cho Vinamilk. Về lợi suất, sau khi đạt đỉnh vào năm 2023 ở mức 8.0%, mặt bằng lãi suất đã sụt giảm do các chính sách điều tiết của NHNN từ 2H2023. tuy nhiên theo dữ liệu chúng tôi có lãi suất bình quân kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại đã bắt đầu gia tăng trở lại từ tháng 04/2024, vì vậy chúng tôi đánh giá lợi suất tiền gửi của Vinamilk có thể sẽ cải thiện trong 2H2024, đặc biệt là trong 4Q2024. Cập nhật trong 9M2024, giá trị tài sản này đã lên đến 28.6 nghìn tỷ, đi kèm với mức lợi suất 6.1%.

Dòng tiền từ HĐKD mang đến nguồn tiền lớn cho Vinamilk đủ để tài trợ các hoạt động đầu tư và tài chính.

Bên cạnh đó, về khả năng lưu chuyển tiền tệ, hoạt động kinh doanh của Công ty đang là hoạt động mang đến lượng tiền ổn định để tài trợ cho các hoạt động đầu tư và tài chính. Nhìn chung, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của Vinamilk thường mang về khoảng 9 nghìn tỷ đồng mỗi năm. Chúng tôi đánh giá trong thời gian tới xu hướng này vẫn sẽ tiếp tục được duy trì do mô hình kinh doanh của Vinamilk đã ổn định đi kèm với tính bảo hòa của ngành. Cụ thể, trong 2024 và 2025, dòng tiền từ HĐKD của Vinamilk sẽ đạt lần lượt 7.9 nghìn tỷ và 8.8 nghìn tỷ, trong khi đó dòng tiền ra của hoạt động đầu tư và tài chính sẽ lần lượt là 9.5 nghìn tỷ và 6.5 nghìn tỷ.

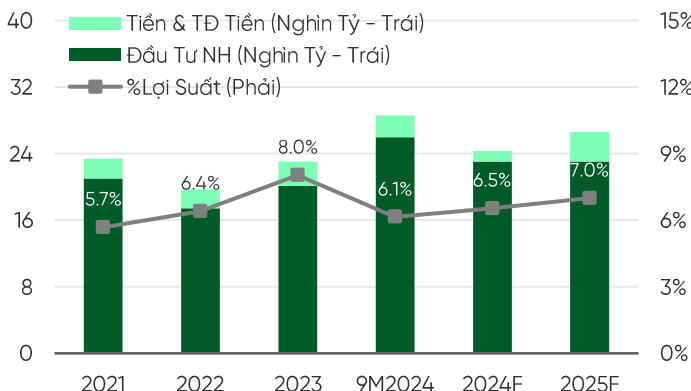
TÌNH HÌNH TÀI SẢN & NGUỒN VỐN

TÀI SẢN THANH KHOẢN CAO

Exhibit 9: Tài Sản Thanh Khoản Cao

9A) Giá trị tài sản sinh lời của Vinamilk được dự kiến sẽ tiếp tục cải thiện trong thời gian tới.

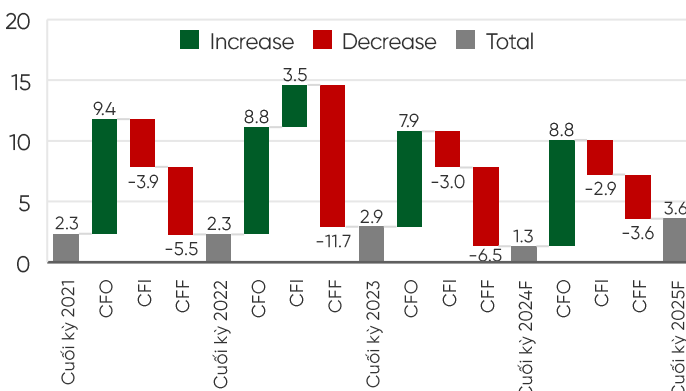
Tài Sản Sinh Lãi Của Vinamilk



Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

9B) Dòng tiền hoạt động kinh doanh bền vững giúp VNM tài trợ các hoạt động đầu tư và tài chính.

Tiền & Tương Đương Tiền Qua Các Năm



TÀI SẢN & NỢ LƯU ĐỘNG

Khả năng sinh lời của VNM đã dần hồi phục sau đợt suy giảm năm 2022.

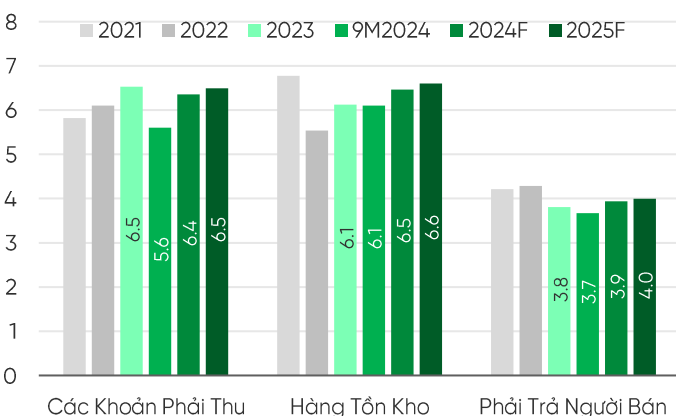
Với sự tăng trưởng ổn định của hoạt động kinh doanh, cơ cấu tài sản & nợ lưu động của Vinamilk có mức tăng trưởng đều qua các năm. Cụ thể, tài sản lưu động ròng đã đạt mức 8.85 nghìn tỷ trong năm 2023, tăng trở lại sau đợt sụt giảm giảm từ 8.38 nghìn tỷ trong năm 2021 xuống còn 7.35 nghìn tỷ trong năm 2022 do Công ty chủ động cắt giảm tích trữ hàng tồn kho bởi các điều kiện kinh tế khó khăn đã gây sức ép lên tâm lý người tiêu dùng. Trong năm 2024 và 2025, với nhu cầu tiêu dùng hồi phục, chúng tôi đánh giá giá trị tài sản & nợ lưu động sẽ gia tăng trở lại. Cập nhật đến 9M2024, giá trị tài sản lưu động ròng giảm về mức 8.04 nghìn tỷ do các khoản phải thu khách hàng, tuy nhiên sẽ gia tăng trở lại trong 4Q2024.

Về chu kỳ chuyển đổi tiền, do tính chất bảo hòa của ngành, ngày của các khoản phải thu, hàng tồn kho, và khoản phải trả tương đối ổn định. Vì vậy chu kỳ chuyển đổi tiền của Vinamilk tương đối ổn định khi chỉ dao động trong khoảng 50-60 ngày. Trong thời gian tới, để hỗ trợ công tác bán hàng và tích trữ nguồn cung, chu kỳ chuyển đổi tiền của Vinamilk trong năm 2024 và 2025 có thể sẽ gia tăng so với năm 2023 lên 63 ngày.

Exhibit 10: Tài Sản & Nợ Lưu Động

10A) Với sự tăng trưởng đều đặn của hoạt động kinh doanh, giá trị các khoản tài sản & nợ lưu động gia tăng tương ứng.

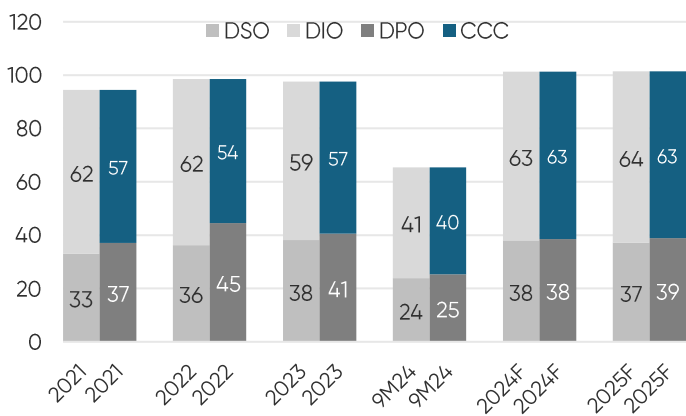
Giá Trị Tài Sản & Nợ Lưu Động



Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

10B) Chu kỳ chuyển đổi tiền của Vinamilk tương đối ổn định khoảng 50-60 ngày, dự kiến sẽ duy trì trong thời gian tới.

Chu Kỳ Chuyển Đổi Tiền (Ngày)



TÌNH HÌNH TÀI SẢN & NGUỒN VỐN

TÀI SẢN CỐ ĐỊNH

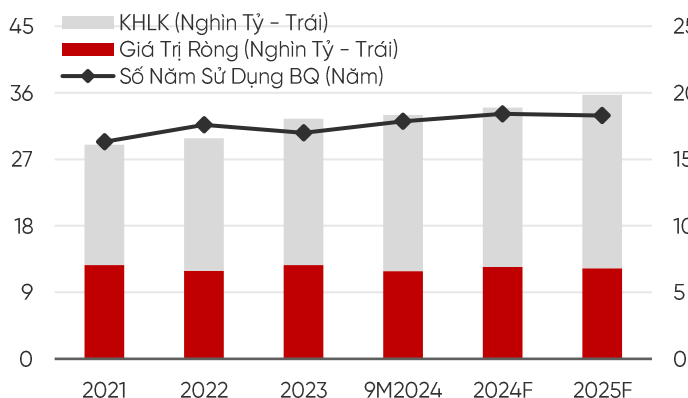
Tài sản cố định của Vinamilk tương đối ổn định và giá trị đầu tư CAPEX nhằm duy trì trạng thái hoạt động hiện tại.

Giá trị ròng tài sản cố định của Vinamilk không có nhiều đột biến khi tương đối ổn định và dao động quanh mức 12 nghìn tỷ. Nguyên nhân vì Công ty không còn nhiều yếu tố tăng trưởng mà chủ yếu là đầu tư CAPEX để duy trì công suất hoạt động của các tài sản cố định nhằm phục vụ quy mô kinh doanh hiện tại. Về tài sản dở dang dài hạn, theo BCTC Vinamilk đã công bố, giá trị CAPEX của Vinamilk qua các năm khoảng 1.5 nghìn tỷ, và chủ yếu được sử dụng để bổ sung vào tài sản cố định hữu hình. Chúng tôi đánh giá xu hướng này sẽ tiếp tục diễn ra trong tương lai, cụ thể năm 2024 và 2025 sẽ lần lượt là 1.5 nghìn tỷ và 1.6 nghìn tỷ. Cập nhật tại 9M2024, giá trị CAPEX của Công ty đạt 1.2 nghìn tỷ, tương đương 80% dự phóng của chúng tôi.

Exhibit 11: Tài Sản Cố Định & Tài Sản Dở Dạng Dài Hạn

11A) Giá trị tài sản ròng của Vinamilk tương đối ổn định do hoạt động kinh doanh đã ổn định.

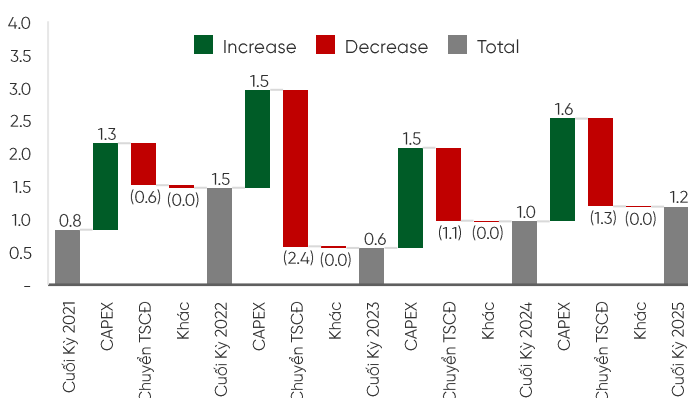
Tài Sản Cố Định



Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

11B) CAPEX của Vinamilk khoảng 1.5 nghìn tỷ/năm chủ yếu để phục vụ và duy trì công suất cho các tài sản cố định.

Tài Sản Dở Dạng Dài Hạn



NỢ VAY & NỢ PHẢI TRẢ KHÁC

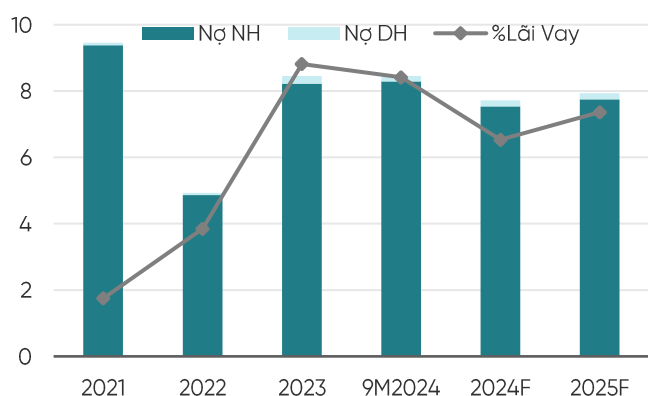
Khả năng sinh lời của VNM đã dần hồi phục sau đợt suy giảm năm 2022.

Giá trị nợ vay năm 2023 tăng đột biến 70% so với năm 2022 khi đạt 8.5 nghìn tỷ, tuy nhiên chủ yếu để phục vụ sự hồi phục trong sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên, có thể thấy giá trị này khá thấp so với quy mô tổng tài sản lên đến hơn 50 nghìn tỷ. Ngoài ra, do chủ yếu là nợ ngắn hạn nên tỷ lệ lãi vay của Công ty tương đối thấp khi chỉ khoảng 5% trong 9M2024. Ngoài ra, các khoản nợ phải trả khác của Công ty cũng không đáng kể, tuy nhiên có sự đột biến đối với phải trả khác trong 9M2024 chủ yếu là các khoản cổ tức phải trả cổ đông và sẽ trả trong 4Q2024.

Exhibit 12: Nợ Vay & Nợ Phải Trả Khác

12A) Giá trị nợ vay thấp so với quy mô tổng tài sản và chủ yếu là nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động.

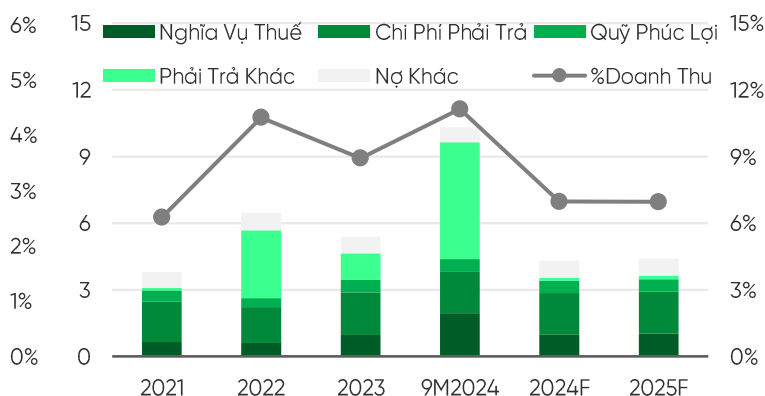
Nợ Vay Ngắn Hạn & Dài Hạn



Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

12B) Các khoản nợ phải trả khác của Vinamilk là không đáng kể, chủ yếu là phải trả khác liên quan đến cổ tức cổ đông.

Các Khoản Nợ Khác



TÌNH HÌNH TÀI SẢN & NGUỒN VỐN

VỐN CHỦ SỞ HỮU

Vốn chủ sở hữu của Công ty tương đối ổn định đi kèm với giá trị chi trả cổ tức cho cổ động cao.

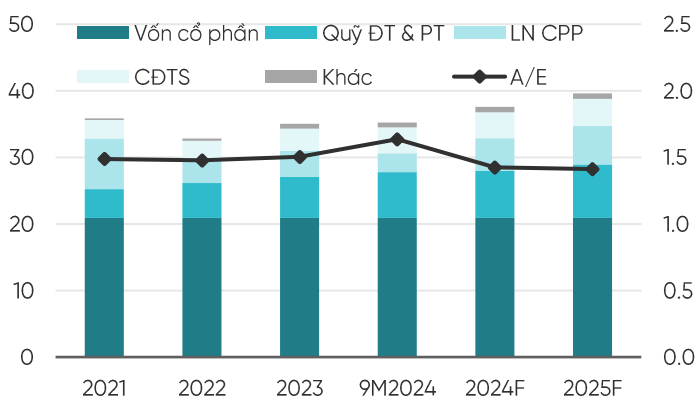
Giá trị vốn chủ sở hữu ở mức 35 nghìn tỷ trong cả 2023 và 9M2024, do xu hướng bảo hòa chung Công ty có xu hướng trả cổ tức cao cho cổ động, từ đó không giữ lại nguồn vốn để phát triển kinh doanh. Bên cạnh đó, tỷ lệ tổng tài sản/VCSH (A/E) của công ty tương đối thấp khi chỉ quanh mức 1.5x cho thấy tính an toàn trong hoạt động của Công ty tương đối cao.

Với biểu đồ 5B có thể thấy, tổng giá trị cổ tức hàng năm phần phối cho cổ động cho Vinamilk là khá cao khi lên đến 11.0 nghìn tỷ và 6.2 nghìn tỷ lần lượt trong năm 2022 và 2023. Trong năm 2024 và 2025, chúng tôi đánh giá giá trị chi trả cổ tức của Công ty sẽ ở mức 7.3 nghìn tỷ và 7.7 nghìn tỷ.

Exhibit 13: Tài Sản Cố Định & Tài Sản Dở Dạng Dài Hạn

13A) Với sự tăng trưởng đều đặn của hoạt động kinh doanh, giá trị các khoản tài sản & nợ lưu động gia tăng tương ứng.

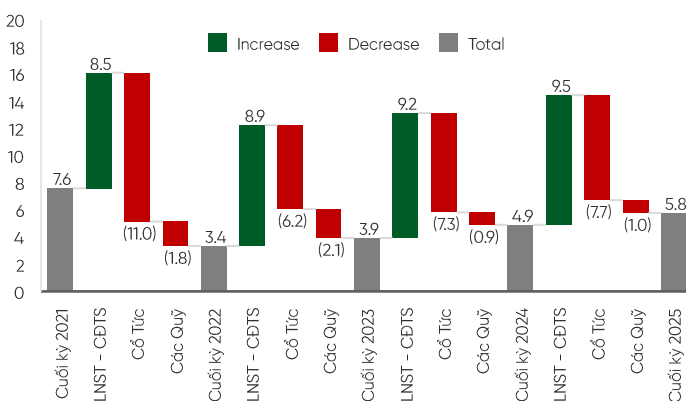
Vốn Chủ Sở Hữu (Nghìn Tỷ) & Tỷ Lệ A/E (x)



Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

13B) Chu kỳ chuyển đổi tiền của Vinamilk tương đối ổn định khoảng 50-60 ngày, dự kiến sẽ duy trì trong thời gian tới.

Lợi Nhuận Chưa Phân Phối (Nghìn Tỷ)



ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

PHƯƠNG PHÁP TƯƠNG ĐỐI – PE, PB, VÀ PS

Chúng tôi sử dụng một số công ty quốc tế hoạt động trong ngành sữa như được liệt kê trong bảng 5B để làm tham khảo cho việc định giá Vinamilk. Tuy nhiên, do yếu tố thận trọng, chúng tôi sử dụng thêm dữ liệu lịch sử để đo lường các chỉ số này.

Exhibit 5: Định Giá Bằng Phương Pháp Tương Đối

1A) Các Công Ty Cùng Ngành

Tên Công Ty	Quốc Gia	Vốn Hóa (Nghìn Tỷ)	P/E	P/B	P/S
Vietnam Dairy Products JSC (XSTC:VNM)	Việt Nam	134.3	15.66	4.46	2.34
Fonterra Co-operative Group Ltd. (XNZE:FCG)	New Zealand	98.0	6.39	0.30	0.30
Nestle Ltd. (XSWX:NESN)	Thụy Sĩ	5,480.0	17.33	6.56	2.95
China Mengniu Dairy Company Ltd. (XHKG:2319)	Hongkong	226.5	15.49	2.57	0.69
The A2 Milk Company Ltd. (XNZE:ATM)	New Zealand	64.7	27.38	2.57	2.94
Emmi Ltd. (XSWX:EMMN)	Thụy Sĩ	111.2	20.39	3.46	1.15
Tổng Cộng		6,114.8	17.21	6.17	2.78

1B) Chỉ Số PE

	2025
Chỉ Số PE	15.70
EPS Dự báo	4,567
Giá / Cổ Phiếu	71,700

1B) Chỉ Số PB

	2025
Chỉ Số PB	3.92
Giá Sổ Sách / Cổ Phiếu	4,567
Giá / Cổ Phiếu	66,700

1B) Chỉ Số PS

	2025
Chỉ Số PS	2.35
Giá Sổ Sách / Cổ Phiếu	4,567
Giá / Cổ Phiếu	70,850

PHƯƠNG PHÁP TUYỆT ĐỐI – DCF

Bên cạnh các dự phóng về hoạt động kinh doanh của Công ty, chúng tôi thực hiện thêm một số giả định sau:

- ✓ **Chi Phí Vốn Bình Quân:** Nguồn vốn của Vinamilk chủ yếu tập trung vào vốn chủ sở hữu tới hơn 80% tổng nguồn vốn. Với ước tính của chúng tôi và dựa trên rủi ro của VNM hiện tại, chi phí vốn vay và vốn chủ sở hữu của Công ty lần lượt là 4.0% và 8.8%.
- ✓ **Tỷ Lệ Tăng Trưởng Dài Hạn:** Do ngành F&B đã bão hòa, vì vậy chúng tôi giả định 1% tỷ lệ tăng trưởng trong dài hạn.

Exhibit 6: Định Giá Bằng Phương Pháp Tuyệt Đối

1A) Cost Of Capital

Items	Value
Tỷ Lệ Chi Phí – Tỷ Trọng	
Nợ Vay (CIT: 20%)	4.0% – 16.6%
Vốn Chủ Sở Hữu	8.8% – 83.3%
Chi Phí Vốn	8.0%
Terminal Growth	1.0%

1B) Định Giá Cổ Phiếu Theo Phương Pháp Tuyệt Đối

	Đơn Vị	2024E	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi Nhuận Hoạt Động	Tỷ Đồng	10,265	10,548	10,801	11,063	11,336
Dòng Tiền Không Đòn Bẩy	Tỷ Đồng	7,525	8,414	8,705	8,989	9,259
Giá trị Dài Hạn	Tỷ Đồng					133,951
Tổng Dòng Tiền	Tỷ Đồng	7,525	8,414	8,705	8,989	143,210
Chi Phí Vốn	%	8.0%				
Tăng Trưởng Dài Hạn	%	1.0%				
Giá Trị Công Ty	Tỷ Đồng	137,949				
Các Khoản Điều Chỉnh	Tỷ Đồng	18,693				
Vốn Chủ Sở Hữu	Tỷ Đồng	156,642				
Số Lượng Cổ Phiếu	Triệu Cổ	2,090				
Giá Cổ Phiếu	VNĐ	74,950				

KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi xác định rằng phương pháp tuyệt đối đáng tin cậy hơn so với các phương pháp còn lại, vì vậy chúng tôi thiết lập tỷ trọng 85% đối với phương pháp này.

PHƯƠNG PHÁP BÌNH QUÂN CÓ TRỌNG SỐ

	Đơn vị	Tỷ trọng	2024F
Giá Cổ Phiếu Theo Phương Pháp			
- PE	VND	5.0%	71,700
- PB	VND	5.0%	66,700
- PS	VND	5.0%	70,850
- DCF	VND	85.0%	74,950
Giá Cổ Phiếu Theo Trọng Số	VND	100.0%	74,200
Số Lượng Cổ Phiếu	Triệu cổ		2,090.0
Giá trị VCSH	Tỷ đồng		155,074.7
Điều chỉnh	Tỷ đồng		(18,693.3)
Giá trị công ty	Tỷ đồng		136,381.4

PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Bảng Cân Đối Kế toán

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Assets				
Cash & equivalents	2,912	1,303	3,596	5,605
Short-term investments	20,137	23,031	23,031	23,031
Net Accounts & notes receivables	6,530	6,356	6,497	6,643
Inventories	6,128	6,464	6,600	6,748
Other current assets	229	234	234	234
Total current assets	35,936	37,388	39,958	42,262
Net fixed assets	12,690	12,410	12,239	12,077
Long-term investments	831	831	831	831
Investment properties	56	54	52	50
Construction in progress	937	963	1,183	1,311
Goodwill	1,322	1,077	831	586
Other Long-term assets	902	847	847	847
Total Long-term assets	16,737	16,181	15,983	15,702
TOTAL ASSETS	52,673	53,569	55,941	57,963
Liabilities & stockholders' equity				
Accounts payable	3,806	3,938	3,998	4,089
Tax obligations	968	999	1,021	1,044
Accrued expense	1,910	1,859	1,900	1,943
Other payables	1,194	149	149	149
Short-term borrowings	8,218	7,534	7,750	7,954
Bonus and welfare funds	572	543	555	567
Other short-term liabilities	471	487	498	509
Total current liabilities	17,139	15,507	15,870	16,255
Long-term debt	238	183	183	183
Other long-term liabilities	270	270	270	270
Total long-term liabilities	509	453	453	453
Total liabilities	17,648	15,960	16,323	16,708
Charter capital	20,900	20,900	20,900	20,900
Share premium	34	34	34	34
Development fund	6,164	7,085	8,040	9,021
Retained earnings	3,926	4,906	5,764	6,234
Other Equity	499	499	499	499
Accumulated Minority interests	3,329	3,897	4,092	4,280
Others	174	288	288	288
Total shareholders' equity	35,026	37,609	39,618	41,256
TOTAL RESOURCES	52,673	53,569	55,941	57,963

Báo Cáo Lưu Chuyển Tiền Tệ

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Beginning cash	2,300	2,912	1,303	3,596
EBIT	9,771	10,265	10,548	10,801
Depreciation & Amortization	2,055	1,805	1,907	2,020
Goodwill Amortization	246	245	245	245
CIT Tax Paid	(1,564)	(2,124)	(2,200)	(2,260)
Interest Paid	(303)	(317)	(346)	(395)
Changes in working capital	(1,702)	(1,115)	(130)	(114)
Other Adjustments	(615)	24	(110)	(121)
Cash From Operating Activities	7,887	8,783	9,915	10,175
Net CAPEX	(1,475)	(1,551)	(1,956)	(1,986)
Net Lending	(2,856)	(2,894)	-	-
Net Investment	(25)	2	2	2
Dividends and interest received	1,368	1,575	1,809	1,947
Cash From Investing Activities	(2,989)	(2,868)	(145)	(37)
Net Issuance	347	548	193	189
Net Borrowing	3,512	(740)	216	204
Dividends paid	(8,152)	(7,446)	(7,887)	(8,522)
Others	-	114	-	-
Cash from Financing Activities	(4,293)	(7,524)	(7,477)	(8,129)
Net Changes in Cash	606	(1,609)	2,293	2,009
Effect of FX differences	6	-	-	-
Ending cash	2,912	1,303	3,596	5,605

Báo Cáo Kết Quả Hoạt Động Kinh Doanh

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Net Revenue	60,369	61,777	63,150	64,574
Cost of goods sold	(35,824)	(36,356)	(37,118)	(37,951)
Gross profit	24,545	25,422	26,032	26,624
Selling expenses	(13,018)	(13,438)	(13,721)	(14,013)
GA exp	(1,756)	(1,719)	(1,764)	(1,810)
Operating profit	9,771	10,265	10,548	10,801
Depreciation	2,055	1,805	1,907	2,020
EBITDA	11,826	12,069	12,455	12,820
Financial income	1,716	1,548	1,782	1,920
Financial expenses	(503)	(413)	(446)	(499)
Interest exp	(354)	(317)	(346)	(395)
Share profit/(loss) from associates	(81)	27	27	27
Net other income/(loss)	64	64	(10)	(17)
EBT	10,968	11,491	11,902	12,231
Income tax exp	(1,949)	(2,124)	(2,200)	(2,260)
Profit after tax	9,019	9,367	9,702	9,971
Minority interests	146	151	157	161
Net income to shareholders	8,874	9,216	9,546	9,810
EPS_basis (VND)	3,796	4,410	4,567	4,694

Các Chỉ Số Tài Chính

Unit	2023	2024F	2025F	2026F
Growth Ratios				
Total Assets (%)	8.6	1.7	4.4	3.6
Total Debts (%)	71.4	-8.7	2.8	2.6
Net Revenue (%)	0.7	2.3	2.2	2.3
Gross Profit (%)	2.7	3.6	2.4	2.3
SGA Expense (%)	4.5	2.6	2.2	2.2
Net Profit (%)	5.2	3.9	3.6	2.8
Gearing Ratios				
Debt/Equity (%)	24.1	20.5	20.0	19.7
Net Debt/Equity (%)	-41.7	-44.2	-47.2	-49.7
EBIT Coverage (x)	27.6	32.4	30.5	27.3
Debt/EBITDA (x)	0.7	0.6	0.6	0.6
Net debt/EBITDA (x)	1.2	1.4	1.5	1.6
Liquidity Ratios				
Cash Ratio (x)	1.3	1.6	1.7	1.8
Quick Ratio (x)	1.7	2.0	2.1	2.2
Current Ratio (x)	2.1	2.4	2.5	2.6
Profitability Ratios				
GPM (%)	40.7	41.2	41.2	41.2
EBIT margin (%)	16.2	16.6	16.7	16.7
EBITDA margin (%)	19.6	19.5	19.7	19.9
Net margin (%)	14.9	15.2	15.4	15.4
ROA (%)	8.9	8.8	8.9	8.8
ROE (%)	3.2	3.7	12.6	12.3
Valuation Ratios				
PE (x)	18.0	14.5	15.9	16.0
PB (x)	4.6	4.0	1.1	1.1
Dividend payout (%)	1.1	1.2	1.2	1.2

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Đầu Tư chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Đầu Tư không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Đầu Tư – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu

Email: research@vpbanks.com