

CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

HÀNG TIÊU DÙNG

Giá hiện tại	VND70.100
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND73.446/61.366
Giá mục tiêu	VND82.600
Giá mục tiêu trước đó	VND81.000
Consensus	0,4%
Tiềm năng tăng giá	17,8%
Tỷ suất cổ tức	5,5%
Tổng tỷ suất sinh lời	23,3%

Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tỷ USD)	5.943,4
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	13,2
Sở hữu NN (tr USD)	2.864
Số CP lưu hành (tr)	2.090
Số CP sau pha loãng (tr)	2.090

	VNM	Ngành	VNI
P/E trượt	15,1x	20,4x	11,4x
P/B hiện tại	4,3x	2,4x	1,8x
ROA	18,1%	5,9%	2,1%
ROE	26,6%	12,9%	12,3%

* dữ liệu ngày 8/10/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
VNM	-1,8%	9,6%	-2,1%
Tương quan VNINDEX	0,3%	1,4%	11,5%

Cơ cấu sở hữu

SCIC	36,0%
F&N Dairy Investment Pte, Ltd	17,7%
Others	46,3%

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1976, với gần 50 năm kinh nghiệm, VNM đã tạo dựng được nhận diện thương hiệu vững mạnh với danh mục sản phẩm bao gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các loại đồ uống khác. Vinamilk cũng là công ty lớn nhất ngành sữa Việt Nam với khoảng 50% thị phần.

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

Tăng trưởng vẫn vững chắc

- Duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 17,8%. Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu thêm 2,0% khi giá cổ phiếu đã tăng 3,5% kể từ báo cáo trước đó.
- Giá mục tiêu tăng do điều chỉnh dự phóng EPS 2024-25 với biên LN gộp cao hơn và tăng giá định WACC.
- VNM đang giao dịch ở mức P/E là 15,1x, thấp hơn so với mức trung bình ngành là 20,4x và chưa phản ánh hết triển vọng tăng trưởng.

Tiêu điểm tài chính

- DT thuần Q2/24 tăng 9,6% svck lên 16.656 tỷ đồng, ghi nhận mức DT cao kỷ lục của công ty.
- Đây cũng là quý thứ 3 liên tiếp, VNM ghi nhận LN tăng trưởng 2 chữ số với LN ròng tăng trưởng 21,5% svck lên 2.600 tỷ đồng.
- Chúng tôi dự phóng biên LN gộp cải thiện 0,9 điểm % svck trong nửa cuối năm 2024 và 0,2 điểm % svck trong năm 2025. Trong khi tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT tiếp tục duy trì ở mức 24,5%/24,6% trong năm 2024-25.

Luận điểm đầu tư

Thay đổi thương hiệu và sản phẩm mới giúp tăng thị phần

VNM ghi nhận DT tăng trưởng tích cực trong ba quý liên tiếp trong bối cảnh ngành sữa tăng trưởng âm. Chúng tôi nhận thấy những nỗ lực của DN trong việc thúc đẩy tăng trưởng doanh thu sau giai đoạn 2022-2023, bao gồm: 1) tái định vị thương hiệu và tăng cường hoạt động marketing nhằm kích cầu tiêu dùng, 2) tung ra các sản phẩm mới có giá trị gia tăng, tập trung vào các sản phẩm hướng tới sức khỏe phù hợp với nhu cầu của người tiêu dùng để mở rộng thị phần và 3) tăng cường thu hút khách hàng mới thông qua kênh TMDT hoặc kênh y tế và nhà hàng. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của VNM sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 5,4% trong 2023-26.

Tập trung vào các sản phẩm cao cấp thúc đẩy mở rộng biên lợi nhuận gộp

Chúng tôi duy trì dự phóng biên LN gộp cải thiện nhờ chi phí đầu vào giảm cũng như thay đổi danh mục sản phẩm – tập trung cao cấp hóa sản phẩm có chọn lọc (đặc biệt các sản phẩm sữa nước như Green Farm và sản phẩm sữa hạt như Super Nut). Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp cải thiện 0,9 điểm % svck trong nửa cuối năm 2024 và 0,2 điểm % trong năm 2025.

Thị trường quốc tế đóng góp vào tăng trưởng doanh thu

Chúng tôi dự báo doanh thu từ thị trường nước ngoài tăng 14,4% svck trong 2024, đặc biệt là từ Trung Đông và Campuchia, đóng góp 17,4% vào tổng doanh thu. Bất ổn chính trị tại Trung Đông đã khiến một số đối thủ rút lui và tạo ra cơ hội cho VNM tăng thị phần. Thị trường sữa đang phát triển tại Campuchia cũng mang lại tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ khi VNM được hưởng lợi từ việc tăng cường hoạt động tiếp thị và vị thế dẫn đầu trên thị trường này.

Định giá hấp dẫn so với các công ty tiêu dùng khác

So với các DN hàng tiêu dùng, VNM có mức P/E hấp dẫn 15,1 lần, thấp hơn so với mức P/E trung bình ngành là 20,4x mặc dù ROE và tăng trưởng LN ròng của VNM cao hơn.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	(1,6%)	0,7%	5,7%	5,6%
Tăng trưởng EPS	4,2%	13,8%	5,6%	3,8%
Biên lợi nhuận gộp	40,7%	42,3%	42,6%	42,6%
Biên LN ròng	14,9%	16,0%	16,0%	15,9%
P/E (x)	18,0	3,9	3,7	3,5
Rolling P/B (x)	4,1	15,8	15,0	14,4
ROAE	25,3%	27,7%	27,6%	27,0%
Nợ ròng trên VCSH	15,8%	13,9%	13,8%	10,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1976, với gần 50 năm kinh nghiệm, VNM đã tạo dựng được nhận diện thương hiệu vững mạnh với danh mục sản phẩm bao gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các loại đồ uống khác

- Đội ngũ ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm: Trung bình ban lãnh đạo của VNM có 22 năm làm việc tại công ty, trong đó, bà Mai Kiều Liên – Tổng giám đốc công ty đã có 48 năm kinh nghiệm làm việc tại công ty.
- VNM sở hữu chuỗi giá trị bền vững từ nguồn nguyên liệu (với 15 trang trại và 140.000 con bò) tới khâu sản xuất và phân phối. So với các doanh nghiệp cùng ngành, công ty có năng lực sản xuất lớn nhất (16 nhà máy) và hệ thống phân phối rộng nhất (200.000 điểm bán hàng và 200 nhà phân phối độc quyền).
- Vinamilk là công ty lớn nhất ngành sữa Việt Nam với khoảng 50% thị phần. Công ty sở hữu danh mục sản phẩm phong phú với 250 dòng sản phẩm đáp ứng hầu hết nhu cầu về sữa ở mọi lứa tuổi.
- Trong 2023, doanh thu từ thị trường nội địa đóng góp 83,7% vào tổng doanh thu của VNM. Tính theo các danh mục ngành hàng, sữa nước đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong tổng doanh thu, theo sau là sữa chua và sữa bột.

Hình 1: VNM có danh mục sản phẩm đa dạng với hơn 250 sản phẩm trong nhiều phân khúc giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận ròng tăng mạnh trong Q2/24

Hình 2: Tổng quan KQKD Q2/24

Tỷ đồng	Q2/24	svck	6T24	svck	2024	6T23/2023	6T24/2024
Doanh thu	16.656	9,6%	30.768	5,7%	61.999	48,2%	49,6%
Doanh thu nội địa	13.532	5,8%	25.028	3,1%	51.634	48,0%	48,5%
Doanh thu nước ngoài	3.125	29,9%	5.740	18,7%	10.364	49,6%	55,4%
- Xuất khẩu	1.740	37,1%	3.037	21,8%	5.073	49,5%	59,9%
- Công ty con tại nước ngoài	1.385	21,9%	2.703	15,6%	5.291	49,6%	51,1%
LN gộp	7.068	14,9%	12.979	12,4%	25.890	47,0%	50,1%
Chi phí BH&QLDN	4.031	11,0%	7.522	8,1%	15.244	47,1%	49,3%
Lợi nhuận tài chính	286	6,5%	570	7,7%	1.031	43,6%	55,3%
Lợi nhuận trước thuế	3.309	21,3%	6.014	19,3%	11.595	46,0%	51,9%
Lợi nhuận ròng	2.670	21,5%	4.865	20,0%	9.428	45,7%	51,6%
Biên LN gộp	42,4%	2,0 đ %	41,9%	3,1 đ %	41,8%	-1,9 đ %	0,1 đ %
Biên LN ròng	16,0%	1,6 đ %	15,6%	2,2 đ %	15,2%	-1,4 đ %	0,3 đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Động lực tăng trưởng doanh thu đến từ cả trong nước và nước ngoài

DT thuần Q2/24 tăng 9,6% svck, đạt 16.656 tỷ đồng, ghi nhận mức doanh thu quý cao kỷ lục trong lịch sử Công ty. Đây cũng là quý ghi nhận mức tăng trưởng DT cao nhất kể từ đầu năm 2022, trong đó cả hai mảng kinh doanh đều ghi nhận tăng trưởng dương:

- DT nội địa công ty mẹ (không bao gồm MCM) tăng 6,0% svck, vượt trội so với mức giảm 1,8% svck của ngành sữa Việt Nam (theo Nielsen). Kết quả tích cực đến từ mức tăng trưởng hai chữ số từ các phân khúc Sữa chua uống, Sữa đặc, Sữa hạt. Trong đó, phân khúc Sữa công thức có xu hướng hồi phục sau nhiều quý giảm liên tiếp.
- Thị trường xuất khẩu ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 37,1% svck nhờ việc VNM duy trì chuỗi cung ứng đến các thị trường Trung Đông bất chấp bối cảnh toàn cầu nhiều biến động.
- Các công ty con ở nước ngoài ghi nhận DT tăng 21,9% svck, nhờ 1) các hoạt động marketing ngày càng hiệu quả hơn trên thị trường Campuchia; và 2) tình trạng gián đoạn nguồn cung bao bì tại Driftwood đã được cải thiện.

Biên lợi nhuận gộp nổi tiếp đà tăng

Biên LN gộp Q2/24 tăng 2,0 điểm % nhờ chi phí bột sữa nguyên kem giảm. Do đó, LN gộp tăng mạnh 14,9% svck lên 7.068 tỷ đồng trong Q2/24.

Doanh nghiệp đã chốt giá 90% nguyên liệu đầu vào đến T12/24. Ban lãnh đạo kỳ vọng biên LN gộp sẽ tương đương với mức trong Q2/24.

Lợi nhuận ròng tăng trưởng hai chữ số

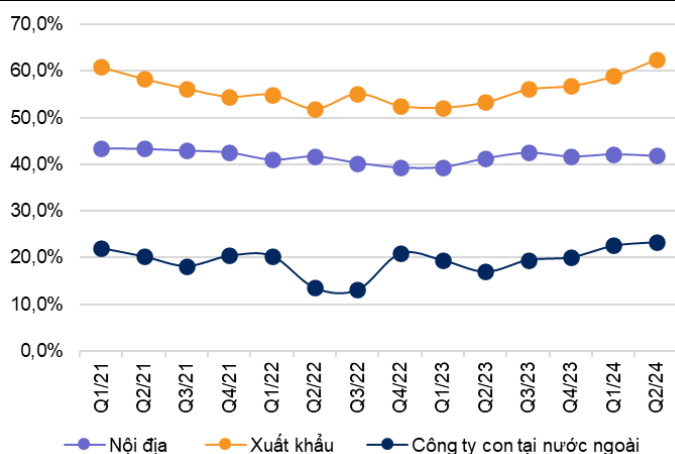
Chi phí BH&QLDN tăng 11% svck, nguyên nhân chủ yếu do DN tăng cường hoạt động marketing trong đó chi phí marketing tăng 14% svck trong Q2/24. Trong khi đó, tỷ lệ chi phí BH&QLDN trên doanh thu tăng 0,3% svck nhưng giảm 0,5% sv quý trước đó trong Q2/24 nhờ nỗ lực kiểm soát chi phí của doanh nghiệp. Do đó, LN ròng Q2/24 tăng 21,5% svck lên 2.600 tỷ đồng, đánh dấu quý thứ 3 liên tiếp đạt tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số.

Hình 3: Bảng cân đối kế toán Q2/24

Tỷ đồng	Q2/24	Q1/24	Q4/23	Q3/23	Q2/23
Tiền mặt	24.230	22.056	23.049	25.888	20.666
Số ngày phải thu	26	30	27	26	28
Số ngày tồn kho	63	71	58	60	65
Số ngày phải trả	35	41	36	35	40
Chi phí tài sản cố định	(590)	(378)	(520)	(191)	(511)
Khấu hao	524	505	763	492	516
Tài sản cố định	12.296	12.472	12.690	12.056	11.821
Nợ / vốn chủ sở hữu	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

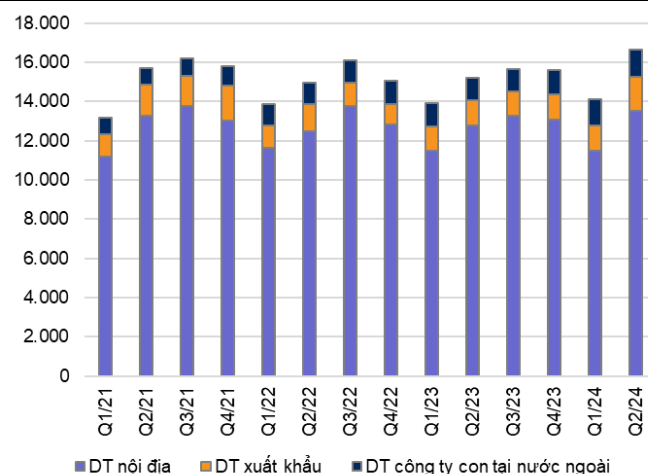
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Biên LN gộp của VNM theo từng mảng (đv: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: Doanh thu hàng quý của VNM theo mảng (đv: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2024-25:

Thay đổi dự phóng giai đoạn 2024-25

Hình 6: Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2024-25

Tỷ đồng	2023	Cũ		Mới				Chú thích
		2024	2025	2024	svck	2025	svck	
Doanh thu	60.369	61.999	64.666	63.816	5,7%	67.381	5,6%	
Nội địa	50.617	51.634	53.457	52.657	4,0%	55.321	5,1%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng sản lượng tiêu thụ nội địa lên 2,0%/3,5% trong 2024/25 do chúng tôi kỳ vọng nỗ lực tăng cường hoạt động tiếp thị của VNM sẽ hỗ trợ thị phần tiếp tục tăng.
Nước ngoài	9.752	10.365	11.209	11.159	14,4%	12.060	8,1%	Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu tăng 17,2%/7,1% svck trong 2024/25 nhờ hiệu quả hoạt động ổn định hầu hết các thị trường xuất khẩu trong khi doanh thu từ các công ty con tại nước ngoài tăng 115%/9,2% svck nhờ tăng thị phần tại hai thị trường Campuchia và Mỹ.
Lợi nhuận gộp	24.545	25.890	27.703	27.013	10,1%	28.686	6,2%	
Biên LNG	40,7%	41,8%	42,8%	42,3%	1,7đ %	42,6%	0,2đ %	
Chi phí bán hàng và QLDN	14.774	15.244	15.964	15.627	5,8%	16.567	6,0%	
% chi phí BH & QLDN so với doanh thu	24,5%	24,6%	24,7%	24,5%	0,0đ %	24,6%	0,0đ %	
Chi phí tài chính	503	440	455	430	-14,6%	453	5,4%	
Chi phí lãi vay	354	334	346	322	-9,1%	340	5,6%	
Lỗ tỷ giá	111	68	71	70	-36,7%	74	5,6%	
EBIT	9.771	10.646	11.739	11.387	16,5%	12.120	6,4%	
Biên EBIT	16,2%	17,2%	18,2%	17,8%	1,7đ %	18,0%	0,1đ %	
LN trước thuế (LNTT)	10.968	11.595	12.626	12.425	13,3%	13.117	5,6%	
Biên LNTT	18,2%	18,7%	19,5%	19,5%	1,3đ %	19,5%	0,0đ %	
LN ròng (LNR)	8.874	9.428	10.266	10.103	13,8%	10.666	5,6%	
Biên LN ròng	14,7%	15,2%	15,9%	15,8%	1,1đ %	15,8%	0,0đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

LN tăng trưởng hai chữ số trong 2024 và duy trì đà tăng trong 2025

Doanh thu phục hồi trong bối cảnh toàn ngành còn yếu

Trong Q2/24, DT nội địa (không bao gồm MCM) tăng 5,8% svck và 17,7% sv quý trước nhờ thị phần tăng 1,2%. Chúng tôi dự phóng DT nội địa sẽ tiếp tục tăng 4,9% svck trong nửa cuối năm 2024 và 5,1% svck trong năm 2025 nhờ:

- Theo AC Nielsen, giá trị ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) tăng 1,8% svck trong Q2/24 sau khi đi ngang trong Q1/24 và tăng 1,1% svck trong năm 2023. Ngành sữa có dấu hiệu phục hồi, với mức giảm 1,8% svck trong Q2/24, thấp hơn sv mức giảm trong Q1/24 và Q4/23 lần lượt là 2,8% svck/4,0% svck.
- Công ty đã tung ra thị trường 03 sản phẩm mới gồm Sữa đặc Ông Thọ hộp 1 lít nắp nhựa, Sữa thực vật giàu đạm 7 hạt và Sữa tươi hương dứa trong Q2/24. Ngoài ra, VNM còn hợp tác chiến lược với hai hệ thống y tế hàng đầu nhằm tăng cường thâm nhập vào kênh y tế để mở rộng tệp khách hàng. Chúng tôi tin rằng việc tung ra các sản phẩm mới cũng như mở rộng tệp khách hàng sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong nửa cuối 2024 và năm 2025.
- Trong khi phân khúc sữa công thức chứng kiến sụt giảm mạnh trong 6T24 (-17% svck), VNM vẫn tăng trưởng vượt trội sv ngành, với các dòng sản phẩm Dielac và Optimum lần lượt tăng 15% và 8,3% nhờ giá bán cạnh tranh so với các thương hiệu sữa công thức nhập khẩu. Trong Q3/2024, công ty dự kiến ra mắt bao bì mới cho sản phẩm sữa công thức và điều chỉnh hương vị để phù hợp với nhu cầu của người tiêu dùng, đồng thời đẩy mạnh các hoạt động marketing nhằm giành lại thị

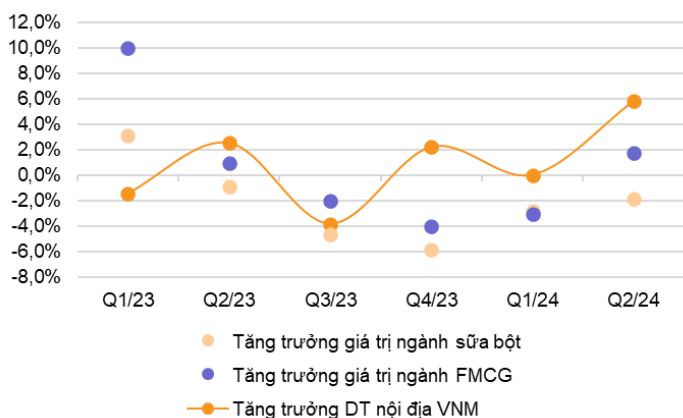
phần. Công ty cũng có kế hoạch tối ưu hóa danh mục sản phẩm sữa công thức bằng cách phát triển sản phẩm mới và ngừng sản xuất những sản phẩm có doanh số bán hàng thấp để đáp ứng tốt hơn nhu cầu của thị trường.

Trong khi đó, chúng tôi dự phóng DT nước ngoài tăng 6,5% svck trong nửa cuối năm 2024 và tăng 8,1% svck trong năm 2025 nhờ:

- Công ty con của VNM đang chiếm khoảng 40% thị phần tại Campuchia, theo chúng tôi đánh giá là thị trường có tiềm năng phát triển lớn. Ngành sữa Campuchia vẫn khá phân mảnh, và chưa có thương hiệu nào dẫn đầu, với phần lớn thị phần thuộc về các công ty nhỏ. Mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người của nước này vẫn còn thấp, chỉ 11,1 kg, so với mức 26-28 kg ở Việt Nam, cho thấy cơ hội mở rộng lớn. Theo dự báo của 6Wresearch, thị trường sữa Campuchia dự kiến tăng trưởng CAGR 7,2% trong giai đoạn 2024-30. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu từ thị trường quốc tế sẽ tăng trưởng 7,6% trong nửa cuối năm 2024 và 9,2% trong năm 2025.

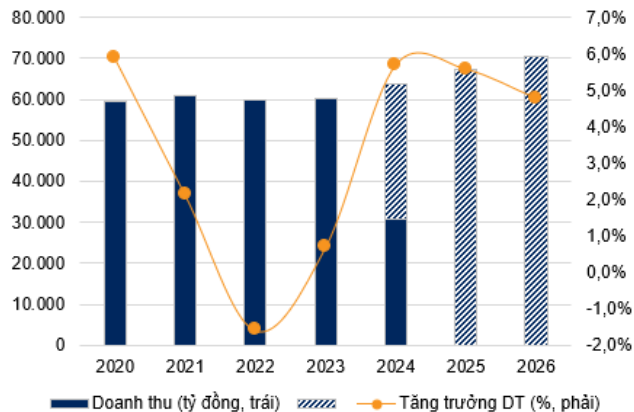
Chúng tôi kì vọng DT thuần tăng 5,7% svck trong nửa cuối năm 2024 và 5,6% svck trong năm 2025.

Hình 7: Doanh thu của VNM tăng trưởng trong bối cảnh ngành sữa tăng trưởng âm (đv: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NEILSEN

Hình 8: Chúng tôi kì vọng DT tăng 5,7% svck trong nửa cuối năm 2024 và tăng 5,6% svck trong năm 2025.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

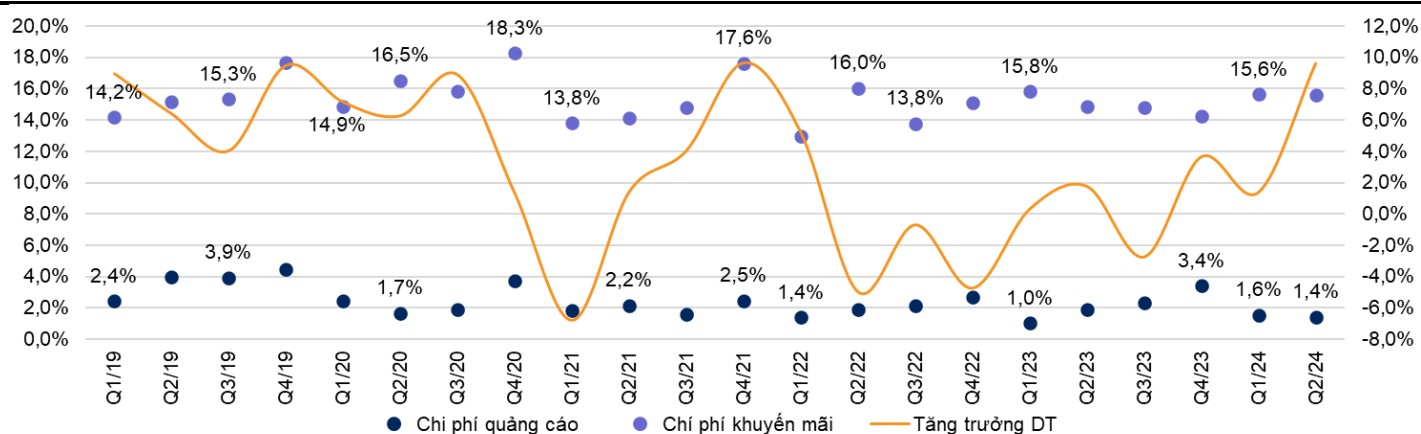
Biên lợi nhuận gộp mở rộng, chi phí hoạt động duy trì ở mức ổn định

Chúng tôi duy trì giả định rằng biên LN gộp sẽ cải thiện nhờ chi phí đầu vào giảm cũng như thay đổi cơ cấu sản phẩm - tập trung có chọn lọc vào việc cao cấp hóa danh mục sản phẩm (đặc biệt là các sản phẩm sữa nước như Green Farm và các sản phẩm sữa thực vật như Super Nut). Trong Q2/24, VNM đã chốt 90% giá nguyên liệu đầu vào và ban lãnh đạo kì vọng biên LN gộp sẽ tương đương với mức trong Q2/24. Do đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp cải thiện 0,9 điểm % svck trong nửa cuối năm 2024 và 0,2 điểm % trong năm 2025.

Trong khi đó, chúng tôi tin rằng công ty sẽ tiếp tục đẩy mạnh các hoạt động marketing trong giai đoạn 2025-2026. Chúng tôi nhận thấy, trong 6T24, ngoài việc duy trì vị thế thương hiệu quen thuộc xuất hiện trong "giờ vàng" trên các kênh truyền hình quốc gia nhằm duy trì độ nhận diện thương hiệu đối với nhóm khách hàng truyền thống, VNM cũng tích cực gia tăng sự hiện diện trên các nền tảng mạng xã hội như Facebook, Instagram, TikTok để tiếp cận nhiều khách hàng mới, đặc biệt là nhóm khác hàng trẻ tuổi. Công ty thường xuyên tung ra các chiến dịch khuyến mại hấp dẫn để thu hút khách hàng cũng như kích cầu nhằm gia tăng thị phần. Chúng tôi nhận thấy hiệu quả từ hoạt động marketing đang cải thiện khi tỷ lệ chi phí marketing/DT duy trì ở mức ổn định sv năm 2023

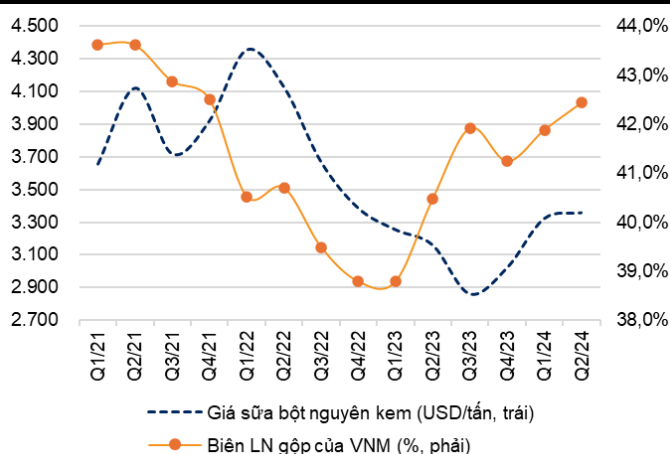
và DT tăng 5,7% svck trong 6T24. Do đó, chúng tôi kì vọng tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT duy trì ở mức 24,5%/24,6% trong năm 2024-25. Cùng với biên LN gộp cải thiện, chúng tôi dự phóng LN ròng sẽ tăng trưởng 2 chữ số, đạt 13,8% trong năm 2024 và tiếp tục tăng 5,6% svck trong năm 2025.

Hình 9: Chúng tôi nhận thấy tỷ lệ chi phí marketing/DT đi ngang trong khi DT tăng 5,7% svck trong 6T24



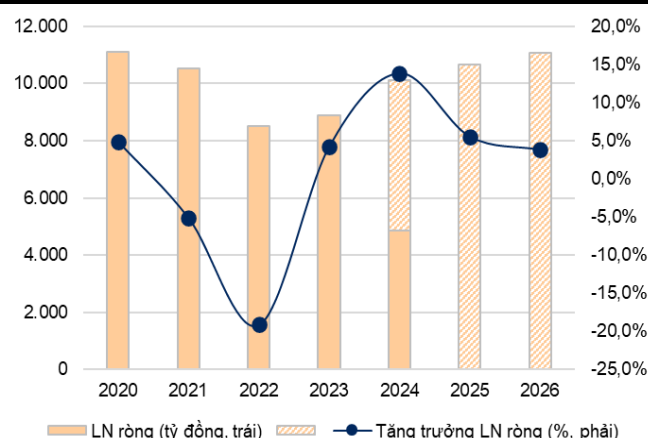
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Diễn biến giá sữa bột nguyên kem và biên LN gộp của VNM trong Q1/21-Q2/24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Dự phóng LN ròng của VNM tăng mạnh lần lượt 13,8%/5,6% svck trong năm 2024-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 82.600đ/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng kết hợp định giá DCF và phương pháp P/E với tỷ trọng bằng nhau. Chúng tôi đã điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên 2,0% do 1) chúng tôi tăng dự phóng EPS năm 2024-25 lên 7,2%/3,9% so với dự phóng trước đó và 2) tăng giá định của WACC khi chúng tôi điều chỉnh lãi suất phi rủi ro từ 2,63% lên 2,79% (dựa trên lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 20 tháng 6) và tăng giá trị beta từ 0,7x lên 0,9x sau khi thị trường điều chỉnh nhưng giảm phần bù rủi ro thị trường từ 9,0% xuống 7,8%.

Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) nhu cầu tiêu thụ sữa trong nước cao hơn dự kiến; và 2) nhu cầu cao hơn dự kiến ở thị trường Trung Đông.

Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá bột sữa nguyên kem cao hơn dự kiến; và 2) nhu cầu sữa trong nước yếu hơn dự kiến.

Hình 12: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	83.225	50%	41.612
P/E	81.890	50%	40.945
Giá trung bình (đồng)			82.557
P/E 2024			19
Giá mục tiêu (Làm tròn)			82.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Định giá P/E

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS năm 2023 (tỷ đồng)	10.103
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2.090
EPS pha loãng 2023 (đồng)	4.310
P/E mục tiêu	19,0
Định giá 2023 (đồng)	81.890

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Giá định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,9
Phản bù rủi ro thị trường	7,8%
Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Chi phí vốn CSH	9,8%
Chi phí sử dụng nợ	5,0%
Thuế DN	20,0%
WACC	9,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Định giá

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	83.232	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	76.089	tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	159.321	tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	23.049	tỷ đồng
Tổng nợ	(8.456)	tỷ đồng
Giá trị vốn CSH	173.914	tỷ đồng
SL cổ phiếu	2.090	triệu
Giá cổ phiếu	83.225	đồng/cp

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	11.387	12.120	12.699	13.245	13.819	14.397	15.002	15.636	16.300
Khấu hao	1.868	1.883	1.900	1.918	1.938	1.960	1.984	2.010	2.038
Đầu tư tài sản cố định	(1.659)	(1.752)	(1.836)	(1.921)	(2.011)	(2.104)	(2.202)	(2.305)	(2.413)
Thay đổi vốn lưu động	(342)	(1.104)	(248)	(253)	(266)	(276)	(289)	(304)	(319)
Dòng tiền tự do	11.254	11.147	12.514	12.988	13.481	13.977	14.494	15.037	15.607
Chi phí thuế	(2.207)	(2.330)	(2.420)	(2.550)	(2.666)	(2.780)	(2.900)	(3.026)	(3.157)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	9.047	8.817	10.095	10.438	10.815	11.197	11.594	12.012	12.449
Giá trị năm cuối mô hình									167.983
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	9.047	8.074	7.753	7.341	6.965	6.604	6.262	5.941	5.639
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình									76.089

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 17: So sánh với các DN khác trong ngành (dữ liệu ngày 03/10/2024)

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu	LN ròng		svck	D/E	P/E trượt		P/E điều chỉnh	P/B
			trượt 12T	tr USD	svck			12T	ROE		
				tr USD	%		x	x	%	x	x
Bright Dairy & Food Co Ltd	Trung Quốc	1.819	3.469	-10,3	89	118,1	35,0	10,7	14,3	14,3	1,4
China Mengniu Dairy Co Ltd	Trung Quốc	9.942	12.761	-4,0	604	-7,4	81,3	9,8	16,4	16,4	1,6
Inner Mongolia Yili Industrial	Trung Quốc	26.367	16.629	-4,8	1598	21,4	115,6	22,8	19,3	19,3	3,5
MEIJI Holdings Co Ltd	Japan	7.213	7.525	4,1	373	-18,4	8,7	7,2	22,1	22,1	1,3
A2 Milk Co Ltd/The	New Zealand	3.131	1.015	5,2	93	7,7	5,3	13,9	30,2	30,2	4,0
Trung bình			8.280	(2,0)	551	24,3	49,2	12,9	20,4	20,4	2,4
CTCP Sữa Việt Nam	Việt Nam	5.935	2.528	2,9	399	18,1	20,8	26,9	15,1	15,1	4,3

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 18: Phân tích độ nhạy của định giá

		Chi phí vốn						
Tăng trưởng dài hạn		8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
	1,1%	88.700	85.800	83.300	81.200	79.300	77.600	76.000
	1,4%	89.500	86.500	83.900	81.600	79.600	77.800	76.300
	1,7%	90.400	87.200	84.400	82.100	80.000	78.200	76.500
	2,0%	91.300	87.900	85.000	82.600	80.400	78.500	76.800
	2,3%	92.400	88.800	85.700	83.100	80.800	78.800	77.100
	2,6%	93.600	89.700	86.400	83.700	81.300	79.200	77.400
	2,9%	95.000	90.700	87.300	84.300	81.800	79.600	77.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Doanh thu thuần	56.318	59.636	60.919	59.956	60.369	63.816	67.381
Nội địa	47.555	50.842	51.202	50.701	50.617	52.657	55.321
Xuất khẩu	5.175	5.561	6.128	4.832	5.038	5.903	6.322
Công ty con tại nước ngoài	3.588	3.234	3.589	4.423	4.713	5.256	5.738
Giá vốn hàng bán	(29.746)	(31.968)	(34.641)	(36.059)	(35.824)	(36.803)	(38.695)
Lợi nhuận gộp	26.572	27.669	26.278	23.897	24.545	27.013	28.686
Chi phí quản lý DN	(1.396)	(1.958)	(1.567)	(1.596)	(1.756)	(1.787)	(1.887)
Chi phí bán hàng	(12.993)	(13.447)	(12.951)	(12.548)	(13.018)	(13.840)	(14.680)
LN hoạt động	12.182	12.263	11.760	9.753	9.771	11.387	12.120
EBITDA thuần	14.198	15.080	14.127	11.370	11.795	13.500	14.248
Chi phí khấu hao	68	608	246	0	246	246	246
LN HĐ trước thuế & lãi vay	12.182	12.263	11.760	9.753	9.771	11.387	12.120
Thu nhập tài chính	724	1.149	1.103	1.199	1.540	1.396	1.365
Chi phí tài chính	(187)	(309)	(202)	(618)	(503)	(430)	(453)
Thu nhập ròng khác	(1)	(21)	195	4	64	(2)	(2)
Thu nhập từ các công ty LDLK	(6)	4	(45)	(24)	(81)	(24)	(24)
Lợi nhuận trước thuế	12.796	13.519	12.922	10.496	10.968	12.425	13.117
Chi phí thuế	(2.241)	(2.283)	(2.290)	(1.918)	(1.949)	(2.207)	(2.330)
Lợi nhuận ròng	10.581	11.099	10.532	8.516	8.874	10.103	10.666

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	12-19A	12-20A	12-21A	12-22A	12-23A	12-24E	12-25F
Tiền & Tương đương tiền	2.665	2.111	2.349	2.300	2.912	3.212	3.404
Đầu tư tài chính ngắn hạn	12.436	17.314	21.026	17.414	20.137	21.287	22.476
Các khoản phải thu ngắn hạn	3474	4174	4368	4634	4808	5083	6040
Hàng tồn kho	4983	4905	6773	5538	6128	6478	6840
Tài sản ngắn hạn khác	134	148	141	208	229	240	254
Tổng tài sản ngắn hạn	24.742	29.686	36.110	31.560	35.936	38.120	40.935
Tài sản cố định	13.744	12.717	11.620	10.860	11.689	10.049	8.428
Tổng tài sản đầu tư	987	973	740	746	771	771	771
Tài sản dài hạn khác	705	738	752	808	886	956	1.009
Tổng tài sản	44.700	48.432	53.311	48.448	52.597	53.281	54.605
Nợ vay ngắn hạn	5.351	7.316	9.382	4.867	8.218	8.687	9.172
Phải trả người bán ngắn hạn	3.648	3.199	4.214	4.284	3.806	3.832	3.844
Phải trả ngắn hạn khác	3.220	1.396	1.284	4.087	2.751	2.589	2.734
Tổng nợ ngắn hạn	14.443	14.213	17.068	15.308	17.139	17.989	18.792
Nợ vay dài hạn	123	167	76	66	238	79	84
Phải trả dài hạn khác	403	405	338	292	270	291	307
Vốn góp của chủ sở hữu	17.417	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900
Lợi nhuận giữ lại	7.875	6.910	7.594	3.353	3.926	4.886	6.349
Vốn chủ sở hữu	29.731	33.647	35.850	32.817	35.026	36.532	38.595
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.227	2.350	2.767	2.967	3.329	3.519	3.716
Tổng nợ và VCSH	44.700	48.432	53.332	48.483	52.673	54.891	57.777

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Lợi nhuận trước thuế	12.796	13.519	12.922	10.496	10.968	12.425	13.117
Khấu hao	2.016	2.817	2.367	2.095	2.546	1.793	1.805
Thuế đã nộp	(2.034)	(2.286)	(2.357)	(1.975)	(1.564)	(2.207)	(2.330)
Các khoản điều chỉnh khác	(573)	(715)	(927)	(567)	(273)	(1.207)	(1.277)
Thay đổi vốn lưu động	(808)	(2.624)	(2.563)	(1.101)	(2.808)	(342)	(1.104)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	11.414	10.180	9.432	8.827	7.887	10.876	10.736
Đầu tư TSCĐ	(2.158)	(1.265)	(1.531)	(1.457)	(1.580)	(1.659)	(1.752)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	114	150	134	137	105	36	3
Các khoản khác	(5.370)	(4.828)	(3.536)	3.592	(2.882)	(1.150)	(1.189)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	666	1.141	1.000	1.201	1.368	(67)	(49)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(6.748)	(4.802)	(3.933)	3.473	(2.989)	(2.840)	(2.987)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	128	0	318	338	490	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(1)	(14)	0	0	(143)	0	0
Tiền vay ròng nhận được	4.194	2.016	2.046	(4.531)	3.512	310	490
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	(7.836)	(7.928)	(7.621)	(8.167)	(8.152)	(8.046)	(8.046)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(3.516)	(5.927)	(5.257)	(12.360)	(4.293)	(7.736)	(7.557)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	1.523	2.665	2.111	2.349	2.300	2.912	3.212
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	1.151	(548)	241	(60)	606	300	192
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	2.665	2.111	2.349	2.300	2.912	3.212	3.404

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
EPS (VND)	4.565	4.770	4.546	3.633	3.786	4.310	4.550
P/E	17,0	18,8	16,3	19,2	17,0	16,3	15,5
PEG 1 năm	5,0	4,2	-3,5	-1,0	4,1	1,2	3,0
P/S	3,6	3,8	3,0	2,7	2,3	2,3	2,2
P/B	5,5	5,6	4,3	4,4	3,8	4,0	3,8
Tỷ suất cổ tức	5,8%	4,6%	5,2%	5,5%	6,0%	5,5%	5,5%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	74,1%	77,2%	76,4%	94,5%	90,7%	79,6%	75,4%
Chỉ số tăng trưởng	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Tăng trưởng doanh thu	7,1%	5,9%	2,2%	-1,6%	0,7%	5,7%	5,6%
Tăng trưởng LN gộp	8,0%	4,1%	-5,0%	-9,1%	2,7%	10,1%	6,2%
Tăng trưởng LN ròng	3,5%	4,9%	-5,1%	-19,1%	4,2%	13,8%	5,6%
Tăng trưởng EPS	3,4%	4,5%	-4,7%	-20,1%	4,2%	13,8%	5,6%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Biên LN gộp	47,2%	46,4%	43,1%	39,9%	40,7%	42,3%	42,6%
Biên EBITDA	25,2%	25,3%	23,2%	19,0%	19,5%	21,2%	21,1%
Biên LN hoạt động	21,6%	20,6%	19,3%	16,3%	16,2%	17,8%	18,0%
Biên LN ròng	3,5%	4,9%	-5,1%	-19,1%	4,2%	13,8%	5,6%
ROAA	23,7%	22,9%	19,8%	17,6%	16,9%	19,0%	19,5%
ROAE	35,6%	33,0%	29,4%	26,0%	25,3%	27,7%	27,6%
Chỉ số đòn bẩy	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	111,9	85,3	132,4	58,7	27,6	35,3	35,6
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	6,3	10,7	8,7	7,0	6,1	6,8	6,8
Nợ vay/ Vốn	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Nợ vay/ VCSH	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ vay ròng/ VCSH	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Chỉ số thanh khoản	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Vòng quay tổng tài sản	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Vòng quay khoản phải thu	16,4	15,6	14,3	13,3	12,8	12,9	12,1
Số ngày phải thu	21,9	23,1	25,2	27,0	28,2	27,9	29,7
Vòng quay khoản phải trả	130,8	123,1	118,6	121,7	124,1	133,7	144,0
Số ngày phải trả	2,8	2,9	3,0	3,0	2,9	2,7	2,5
Vòng quay hàng tồn kho	5,7	6,5	5,9	5,9	6,1	5,8	5,8
Số ngày tồn kho	63,6	55,7	60,7	61,5	58,6	61,7	62,0
Hệ số thanh toán hiện hành	4,6	4,1	3,8	6,5	4,4	4,4	4,5
Hệ số thanh toán nhanh	2,8	2,6	2,5	4,0	2,7	2,8	2,8

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

KHUNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%.
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%.

Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Xếp hạng ngành

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: hien.hathu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>