

CTCP Sữa Việt Nam

Mã giao dịch: VNM

Reuters: VNM.HM

Bloomberg: VNM VN

Sự phục hồi và tăng trưởng thị trường xuất khẩu thấp hơn kỳ vọng

VNM đã công bố KQKD quý 4/2024, và tổ chức buổi họp Analyst Meeting. Chúng tôi tổng hợp một số thông tin đáng chú ý sau:

Quý 4/2024, doanh thu thuần đạt 15.485 tỷ (-0,9% YoY) và LNST 2.147 tỷ (-8,7% YoY). Lũy kế cả năm, doanh thu thuần 61.783 tỷ (+2,2% YoY) và LNST đạt 9.453 tỷ đồng (+4,8% YoY).

Mảng kinh doanh nước ngoài: ghi nhận quý thứ 6 tăng trưởng dương, doanh thu đạt 2.635 tỷ (+4% YoY) với động lực đến từ Angkor Milk và Driftwood, tăng trưởng 11,8% YoY trong khi mảng xuất khẩu trực tiếp giảm 3,5% YoY.

Mảng kinh doanh nội địa: quý 4/2024 doanh thu đạt 12.843 tỷ đồng, tăng trưởng giảm 1,9% YoY. Trong đó, doanh thu tại Mộc Châu suy giảm mạnh nhất với mức giảm 6,6%, mảng nội địa tại công ty mẹ giảm 0,3% so với cùng kỳ 2023.

Biên lợi nhuận gộp trong Q4/2024 thấp nhất cả năm. Biên lợi nhuận gộp hợp nhất trong Q4.2024 đạt 40,2% - thấp hơn 1,6 điểm % so với dự báo của BVSC. Mức suy giảm biên lợi nhuận gộp cũng diễn ra tại hầu hết các khu vực kinh doanh, và chỉ duy trì tăng tại mảng kinh doanh ở Angkor Milk và Driftwood.

Thị phần ước tính của Vinabeef có thể đạt được từ 24%-30% trong 2030F. Thị trường thịt bò dự báo sẽ tăng trưởng đạt mức 5,4 kg/người/năm vào 2030F, tương đương với tốc độ tăng trưởng bình quân 3,7%/năm và tỷ lệ thâm nhập của thịt bò mát có thể tăng từ 9% trong 2021 lên 12-15% trong 2029F. BVSC ước tính với kỳ vọng doanh thu 3.000 tỷ đồng năm 2029-2030, mức thị phần thịt bò mát mà dự án Vinabeef có thể đạt được là 24%-30%.

Điều chỉnh giảm nhẹ dự phóng KQKD 2025F. Năm 2025F, BVSC điều chỉnh dự phóng doanh thu thuần giảm 0,9%, chủ yếu tới từ sự điều chỉnh giảm doanh thu mảng xuất khẩu trực tiếp (giảm 11,9% so với dự phóng cũ) do kết quả mảng kinh doanh này trong Q4/2024 không như kỳ vọng trước đây của BVSC. Dự phóng mới 2025F có doanh thu 64.651 tỷ đồng (+4,6% YoY) và LNST đạt 10.014 tỷ đồng (+5,9% YoY), với tăng trưởng doanh số từ mảng nội địa 3,9% và nước ngoài 8,3% svck.

Khuyến nghị đầu tư. Mặc dù điều chỉnh giảm dự phóng KQKD và giá mục tiêu so với giá mục tiêu gần nhất tại BCCL 2025 (78.300 đồng/cp), song BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với VNM, giá kỳ vọng là **75.700 đồng/cp** do giá cổ phiếu VNM đã giảm 3,5% trong 3 tháng gần đây. Ở mức giá hiện tại, VNM đem lại mức tỷ suất cổ tức tiền mặt 6,4%/năm.

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **75.700**

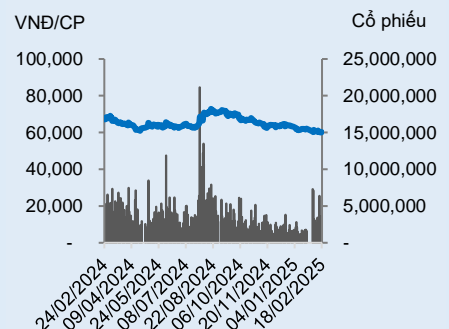
Giá thị trường (18/02/2025) 60.300

Lợi nhuận kỳ vọng **+25,5%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	60.000-72.874
Vốn hóa	126.024 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	2.089.955.445
KLGD bình quân 10 ngày	3.262.660
% sở hữu nước ngoài	50,69%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.850
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,4%
Beta	0,55

BIẾN ĐỘNG GIÁ



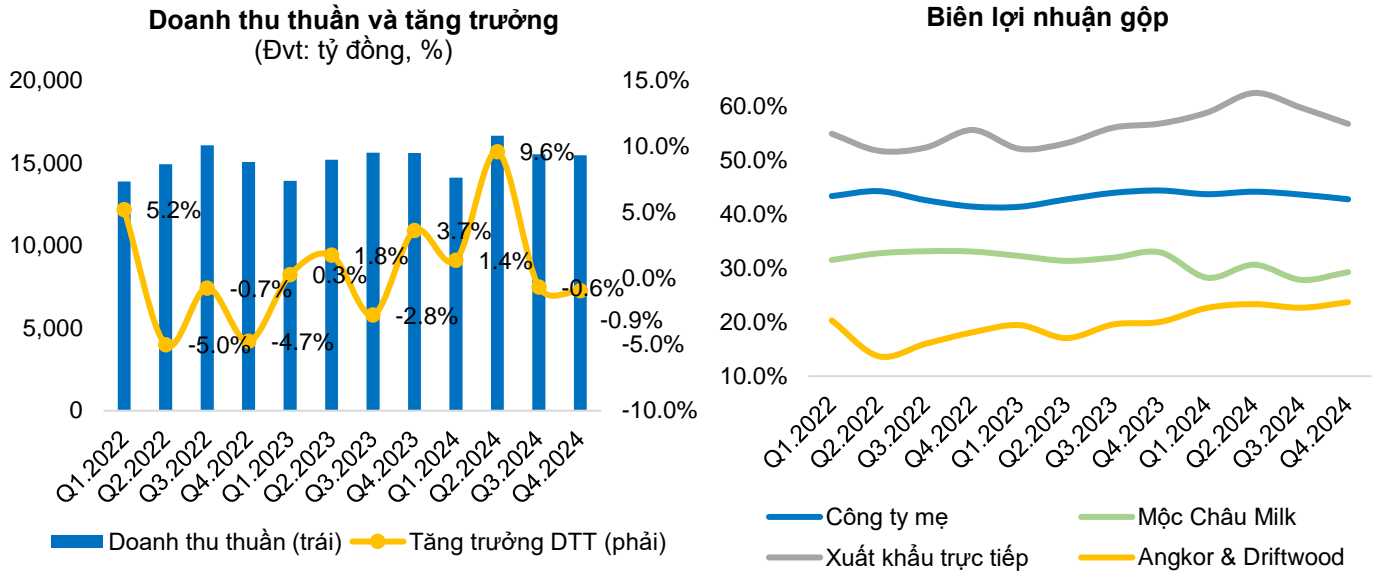
	YTD	1T	3T	6T
VNM	-4,4%	-2,3%	-3,5%	-16,0%
VNIndex	0,7%	3,4%	6,1%	-0,6%

Chuyên viên phân tích

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

(84 24) 3928.8080 ext.209

dunglnt@bvsc.com.vn

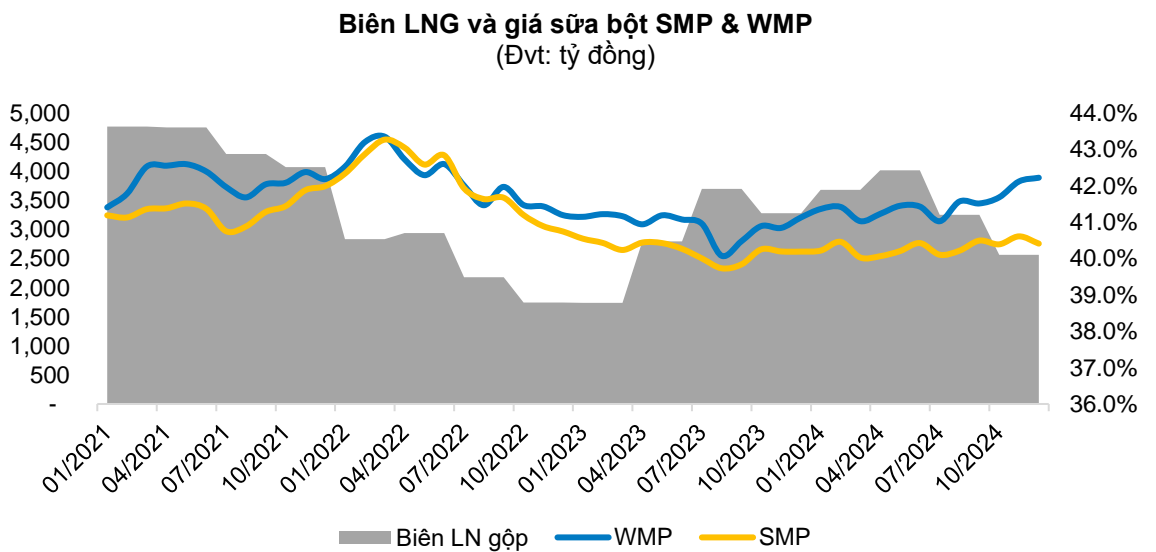


Nguồn: VNM, BVSC

Doanh thu thuần Q4/2024 và biên gộp suy giảm, thấp hơn kỳ vọng

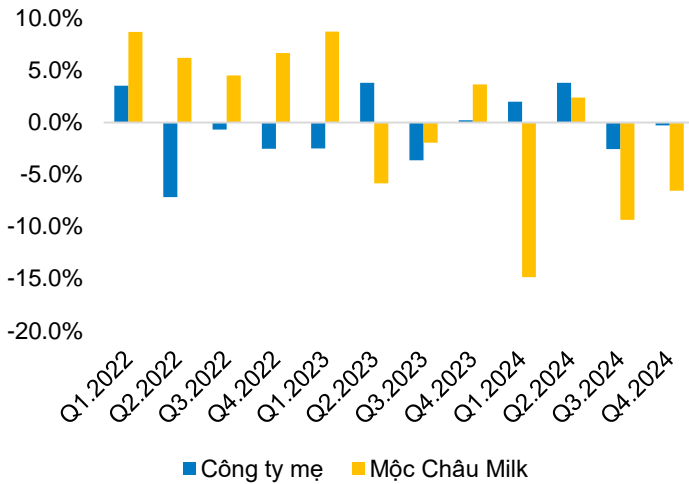
Q4/2024, doanh thu thuần giảm 0,9% YoY, ngoại trừ tăng trưởng dương xuất hiện tại Angkor & Driftwood (+11,8% YoY), tất cả các khu vực kinh doanh khác đều ghi nhận tăng trưởng âm so với cùng kỳ 2023. Trong đó, thị trường xuất khẩu trực tiếp đạt mức doanh thu lệch lớn nhất so với dự báo của BVSC, đạt 1.382 tỷ đồng (-3,5% YoY) thấp hơn 22% so với dự báo của chúng tôi.

Biên lợi nhuận gộp hợp nhất trong Q4.2024 đạt 40,2% - thấp hơn 1,6 điểm % so với dự báo của BVSC. Mức suy giảm biên lợi nhuận gộp cũng diễn ra tại hầu hết các khu vực kinh doanh, và chỉ duy trì tăng tại mảng kinh doanh ở Angkor Milk và Driftwood. Theo Ban lãnh đạo VNM, mức tăng của bột sữa nguyên liệu tới từ nguồn cung toàn cầu suy giảm, chi phí chăn nuôi và nhu cầu tại Trung Quốc tăng cao trong thời gian vừa qua, VNM đã chốt giá nguyên liệu tới tháng 6/2025.

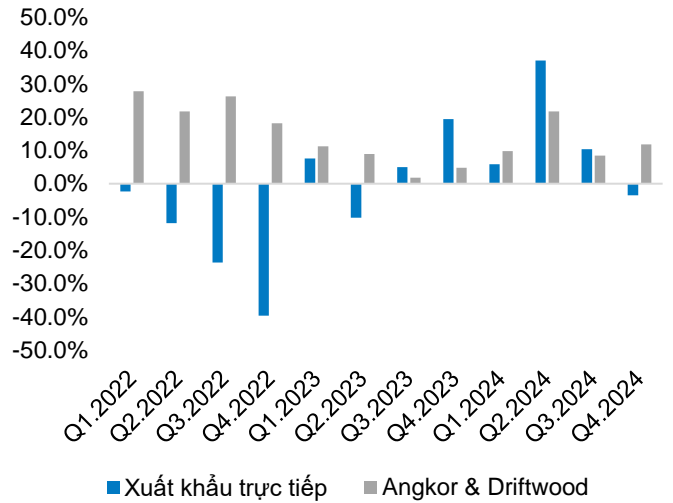


Nguồn: Global Dairy Trade, VNM

Tốc độ tăng trưởng doanh thu nội địa



Tốc độ tăng trưởng doanh thu nước ngoài



Nguồn: VNM, BVSC

Cập nhật một số thông tin khác về các dự án của Vinamilk:

- Đưa vào sản xuất thương mại nhà máy chế biến thịt bò Vinabeef: liên doanh giữa Sojitz và Vilico đã đầu tư 3.000 tỷ đồng để thành lập và đưa vào hoạt động nhà máy chế biến thịt bò Vinabeef trong tháng 12/2024. Với công suất 30.000 con gia súc mỗi năm và mục tiêu sản xuất 10.000 tấn thịt bò mỗi năm, dự kiến Q2/2025 sẽ vận hành trang trại nuôi bò gần nhà máy để khép kín quy trình. Các sản phẩm đã được phân phối tại các chuỗi như Aeon, Coopmart, Mega, Central trong năm 2024.
- Dự án nhà máy sữa tại Hưng Yên dự kiến Q2/2025 sẽ khởi công xây dựng. Dự án này dự kiến tăng 50% công suất của VNM trong bối cảnh hai nhà máy ở Bắc Ninh và Thanh Hóa đang chạy công suất tối đa. VNM có đủ nguồn lực tài trợ cho dự án, tuy nhiên cũng sẽ cân nhắc sử dụng vốn vay để tối ưu về mặt tài chính.

Tiềm năng từ dự án thịt bò Vinabeef

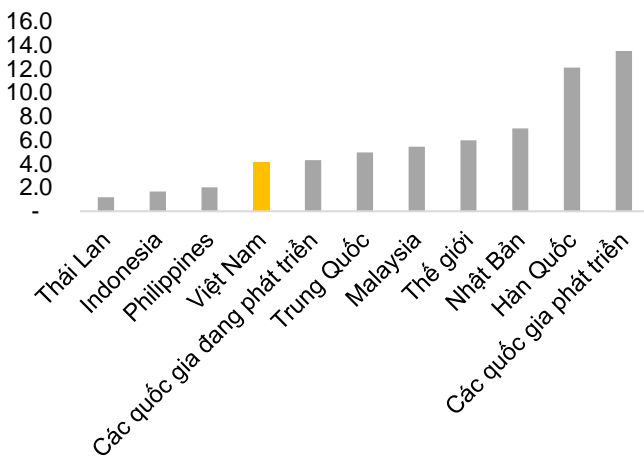
Tổ hợp chăn nuôi và chế biến thịt bò Vinabeef dự kiến quy mô trang trại 30.000 gia súc, tổng công suất nhà máy chế biến là 10.000 tấn/năm. Theo doanh nghiệp chia sẻ, mảng này được kỳ vọng đem lại 1.000 tỷ doanh thu trong 2025F và nâng dần mức doanh thu lên 3.000 tỷ đồng trong 2029F với biên lợi nhuận gộp 15%. Ngoài ra, dự án cũng kỳ vọng đem lại lợi nhuận sau 2 năm vận hành.

Dòng sản phẩm	Các loại sản phẩm	Quy cách sản phẩm
Thịt bò mát Vinabeef	Thăn bò, vai bò, đùi bò, nạm bò, thịt bò Kiritoshi, thịt xay.	Cắt bit tết, lúc lắc, thái lát, nguyên miếng, xay.
Thịt bò mát Vinabeef Plus	Thăn bò, vai bò, đùi bò, nạm bò, thịt bò Kiritoshi, thịt xay.	Cắt khối, bit tết, lúc lắc, thái lát, nguyên miếng, xay.

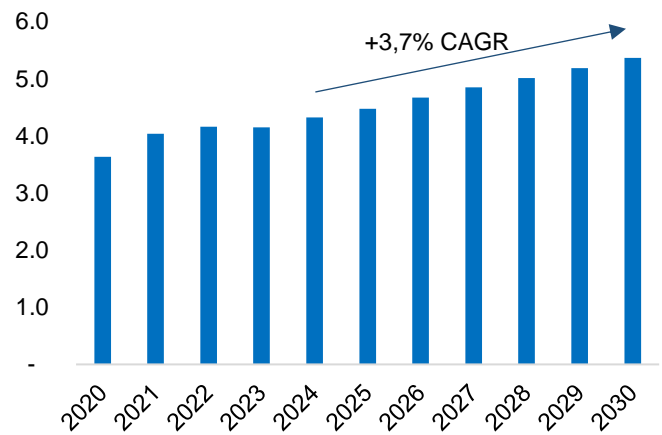


Nguồn: Hình ảnh từ Vinabeef T4/2024

So sánh mức tiêu thụ thịt bò/bê năm 2023
(Đvt: kg/người)



Tiêu thụ thịt bò/bê bình quân tại Việt Nam
(Đvt: kg/người)



Nguồn: OECD, BVSC tổng hợp

(Đvt: tỷ USD)	2021	2030F	Chú thích
Giá trị thị trường thịt bò	2,71	3,6	Giả định tốc độ tăng trưởng 3,2%/năm giai đoạn 2021-2030 theo OECD.
Tỷ lệ thâm nhập thịt bò mát	9%	12-15%	Dự báo của Euromonitor về tỷ lệ thâm nhập thịt bò mát.
Giá trị thị trường thịt bò mát	0,24	0,43-0,54	
Doanh thu kỳ vọng Vinabeef 2030F		0,13 (~3.000 tỷ đồng)	Doanh thu tại 2030F dựa trên kỳ vọng từ VNM.
Thị phần ước tính tại 2030F		24%-30%	

Nguồn: OECD, Euromonitor, BVSC ước tính

Theo OECD, tính đến năm 2024 tiêu thụ thịt bò bình quân đầu người đạt 4,3 kg/người/năm và được dự báo sẽ tăng trưởng đạt mức 5,4 kg/người/năm vào 2030F, tương đương với tốc độ tăng trưởng bình quân 3,7%/năm. Với các giả định như trên, BVSC ước tính với kỳ vọng doanh thu 3.000 tỷ đồng năm 2029-2030, mức thị phần thịt bò mát mà dự án Vinabeef có thể đạt được là 24%-30%.

BVSC nhận định đây là một dự án tiềm năng, trong bối cảnh thu nhập và mức sống người Việt Nam cao lên sẽ tạo ra xu hướng tiêu thụ thực phẩm có thương hiệu, đảm bảo chất lượng. Nhờ vậy, xu hướng dịch chuyển từ “thịt nóng” tại các chợ truyền thống sang “thịt mát” là hoàn toàn khả thi.

Điều chỉnh giảm dự phóng KQKD 2025F

Năm 2025F, BVSC điều chỉnh dự phóng doanh thu thuần giảm 0,9%, chủ yếu tới từ sự điều chỉnh giảm doanh thu mảng xuất khẩu trực tiếp (giảm 11,9% so với dự phóng cũ) do kết quả mảng kinh doanh này trong Q4/2024 không như kỳ vọng trước đây của BVSC.

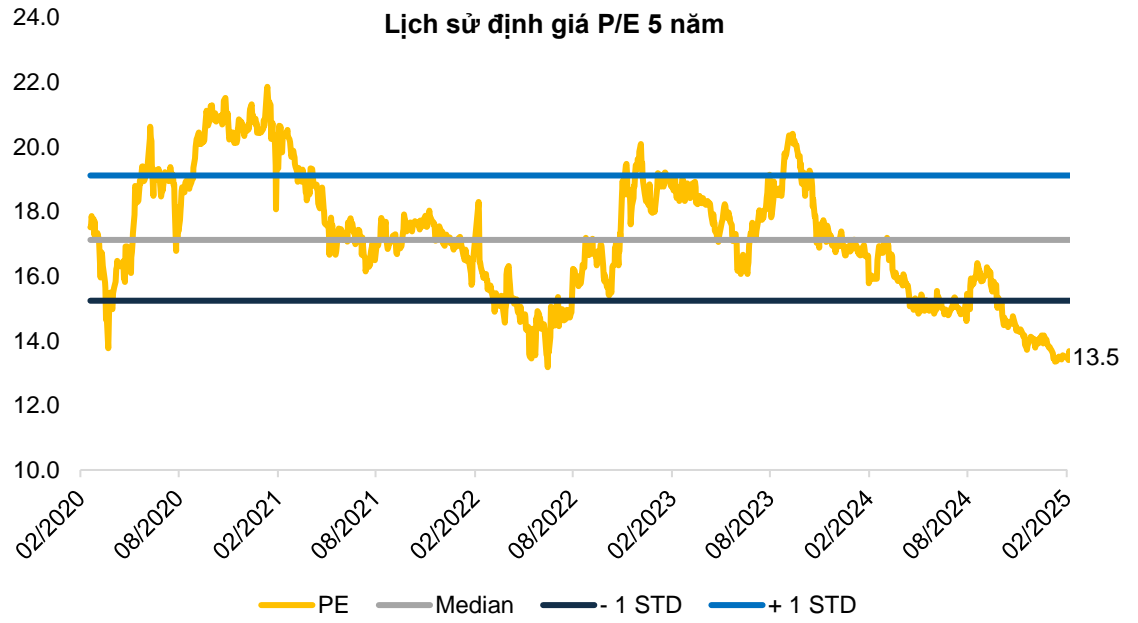
Dự phóng mới 2025F có doanh thu 64.651 tỷ đồng (+4,6% YoY) và LNST đạt 10.014 tỷ đồng (+5,9% YoY), với tăng trưởng doanh số từ mảng nội địa 3,9% và nước ngoài 8,3% svck. Điều chỉnh cũng có phần đóng góp từ biên LNG dự phóng mới đạt 41,9%, giảm 50bps so với dự phóng cũ phản ánh giá sữa bột nguyên liệu có xu hướng tăng trở lại trong 3 tháng cuối năm, WMP tăng trung bình 21% YoY và SMP tăng trung bình 6% YoY.

(Đvt: tỷ đồng)	2024A	2025F dự phóng cũ	2025F dự phóng mới	%thay đổi 2025F mới/cũ	%thay đổi 2025F mới/2024
Doanh thu thuần	61.783	65.265	64.651	-0,9%	4,6%
Mảng nội địa	50.799	52.336	52.755	0,8%	3,9%
<i>Công ty mẹ</i>	45.013	45.954	46.707	1,6%	3,8%
<i>Mộc Châu Milk</i>	2.917	3.142	3.092	-1,6%	6,0%
<i>Khác</i>	2.870	3.241	2.956	-8,8%	3,0%
Mảng nước ngoài	10.983	12.928	11.896	-8,0%	8,3%
<i>Xuất khẩu</i>	5.664	6.969	6.140	-11,9%	8,4%
<i>Angkor & Driftwood</i>	5.319	5.959	5.756	-3,4%	8,2%
Lợi nhuận gộp	25.590	27.700	27.075	-2,3%	5,8%
SG&A	-15.186	-16.055	-15.892	-1,0%	4,6%
LNST	9.453	10.450	10.014	-4,2%	5,9%
<i>Biên LNG</i>	41,4%	42,4%	41,9%	-50bps	+50bps
<i>SG&A/doanh thu</i>	24,6%	24,6%	24,6%		

Định giá

BVSC kết hợp sử dụng định giá DCF và định giá P/E, qua đó định giá VNM ở mức **75.752 đồng/cp** tại thời điểm cuối năm 2025F giảm 3,2% so với mức giá mục tiêu gần nhất 78.300 đồng/cp trong BCCL 2025. Mặc dù giá mục tiêu giảm so với báo cáo gần nhất, song BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với VNM do giá cổ phiếu đã suy giảm 3,5% trong 3 tháng gần đây. Ở mức giá hiện tại, VNM đem lại mức tỷ suất cổ tức tiền mặt 6,4%/năm.

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/cp)
DCF	50%	70.448
So sánh P/E quá khứ	50%	81.055
Tổng hợp	100%	75.752
P/E tại giá mục tiêu 2025F		16x



CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu	59.956	60.369	61.783	64.651
Giá vốn	(36.059)	(35.824)	(36.192)	(37.575)
Lợi nhuận gộp	23.897	24.545	25.590	27.075
Doanh thu tài chính	1.380	1.716	1.586	1.583
Chi phí tài chính	618	503	428	575
Lợi nhuận sau thuế	8.578	9.019	9.453	10.014

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Tiền & khoản tương đương tiền	19.714	23.049	25.486	27.776
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.223	5.464	5.360	5.642
Hàng tồn kho	5.538	6.128	5.687	5.819
Tài sản cố định	10.860	11.689	11.520	11.156
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	743	831	1.373	1.373
Tổng tài sản	48.483	52.673	55.049	57.548
Nợ ngắn hạn	15.308	17.139	18.460	19.187
Nợ dài hạn	358	509	415	1.289
Vốn chủ sở hữu	32.817	35.026	36.174	37.072
Tổng nguồn vốn	48.483	52.673	55.049	57.548

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	2%	-2%	2%	5%
Tăng trưởng LNST	-5%	-19%	6%	5%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	43%	40%	41%	42%
Lợi nhuận thuần biên	17%	14%	15%	15%
ROA	21%	17%	18%	18%
ROE	33%	27%	29%	30%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản	18%	10%	17%	18%
Tổng nợ/Tổng VCSH	26%	15%	26%	28%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.040	3.621	4.015	4.228
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.830	14.282	15.445	15.823

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lương Ngọc Tuấn Dũng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức $(\text{giá mục tiêu} - \text{giá hiện tại})/\text{giá hiện tại}$. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng, CFA

Ngân hàng, Bảo hiểm
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú, CFA

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Khu công nghiệp
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtnn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên ví mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương, CFA

Năng lượng, Chứng khoán, Cao su, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không
thanhnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi

Vật liệu xây dựng
khoim@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888