

CTCP Sữa Việt Nam

Mã giao dịch: VNM

Reuters: VNM.HM

Bloomberg: VNM VN

Kỳ vọng doanh thu nội địa khởi sắc hơn trong Q4/2024

Lũy kế 9T2024, doanh thu tăng trưởng 3,3% YoY đạt 46.306 tỷ đồng và LNST đạt 7.306 tỷ đồng (+9,6% YoY), lần lượt hoàn thành 73,4% và 77,9% kế hoạch năm 2024.

Mảng kinh doanh nước ngoài. Động lực cho tăng trưởng năm 2024. Cụ thể, quý 3 doanh thu xuất khẩu đạt 1.375 tỷ đồng (+10,3% YoY) và các chi nhánh nước ngoài đạt 1.234 tỷ (+8,5% YoY). Lũy kế 9T2024, doanh thu thuần nước ngoài tăng 15,7% YoY đạt 8.349 tỷ đồng.

- Với xuất khẩu trực tiếp.** VNM nhận thấy tín hiệu tích cực từ một số thị trường cao cấp nơi có cộng đồng người Việt lớn, mặc dù các thị trường này còn tương đối nhỏ và đóng góp tỉ trọng thấp.
- Với chi nhánh nước ngoài.** Angkormilk ra mắt một số sản phẩm sữa chua uống nhằm mở rộng danh mục sản phẩm trong khi Driftwood đẩy thêm kênh bán hàng HORECA bên cạnh kênh bán chính là trường học.

Mảng kinh doanh nội địa. Lũy kế 9T2024 đạt doanh thu 37.957 tỷ (+1,1% YoY), trong đó, doanh thu công ty mẹ đạt 33.636 tỷ (+1,0% YoY) và doanh thu Mộc Châu Milk (MCM) đạt 2.174 tỷ (-7,1% YoY). Sơ bộ KQKD trong tháng 10, tại miền Bắc và miền Nam nhìn chung đã có sự phục hồi svck và so với tháng 9; triển vọng trong Q4/2024 kỳ vọng mảng nội địa của công ty mẹ sẽ tăng trưởng 4% YoY.

Biên lợi nhuận gộp giảm QoQ đạt 41,2%. So với Q2/2024, biên lợi nhuận ghi nhận sụt giảm 120bps, doanh nghiệp chia sẻ sụt giảm của biên lợi nhuận gộp quý 3 do doanh thu giảm trong khi vẫn chịu các định phí của giá vốn hàng bán. VNM cũng đã chốt được giá sữa nguyên liệu đến hết Q1/2025 và kỳ vọng biên gộp sẽ phục hồi nếu như đạt được mức doanh thu theo kế hoạch.

Điều chỉnh giảm nhẹ dự phóng KQKD 2025F. Năm 2025F, dự phóng doanh thu thuần 65.264 tỷ đồng (+3,8% YoY) và lợi nhuận sau thuế 10.450 tỷ đồng (+5,1% YoY). Nhìn chung, dự phóng KQKD năm 2025F thay đổi so với báo cáo gần nhất của BVSC, song mức thay đổi không đáng kể. Cụ thể, doanh thu thuần và LNST giảm 0,2% và 3,1% so với dự phóng gần nhất.

Khuyến nghị đầu tư. Mặc dù điều chỉnh giảm dự phóng KQKD song BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với VNM, giá kỳ vọng là **86.200 đồng/cp**, thay đổi không đáng kể so với báo cáo gần nhất do điều chỉnh giảm nhẹ và lùi thời điểm định giá vào cuối năm 2025 dựa trên phương pháp định giá DCF và so sánh P/E mục tiêu.

Khuyến nghị **OUTPERFORM**Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **86.200**

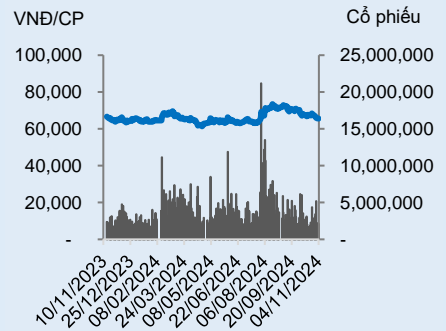
Giá thị trường (04/11/2024) 65.600

Lợi nhuận kỳ vọng +31,4%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	61.366-73.446
Vốn hóa	137.101 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	2.089.955.445
KLGD bình quân 10 ngày	2.831.310
% sở hữu nước ngoài	51,79%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.850
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,87%
Beta	0,78

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNM	0,7%	-3,8%	-7,4%	1,3%
VNIndex	10,0%	-2,1%	1,7%	-2,2%

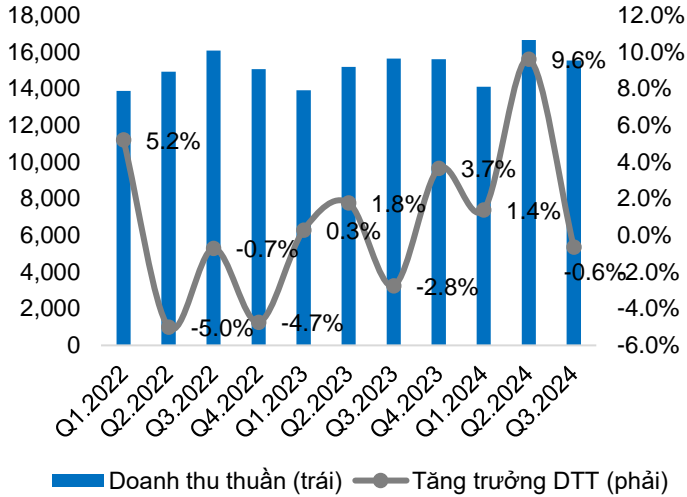
Chuyên viên phân tích

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

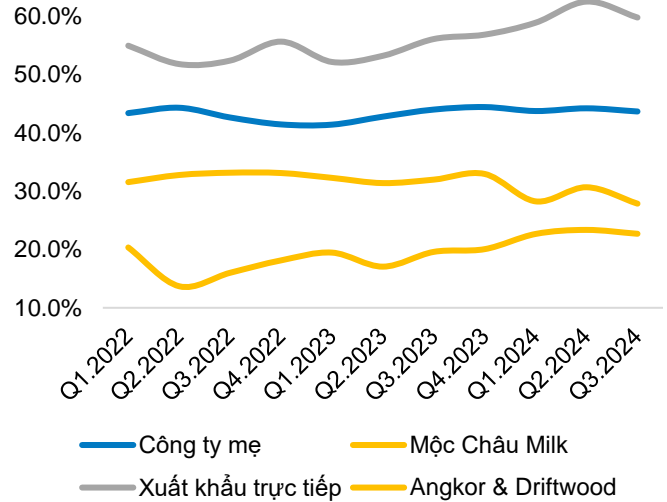
(84 24) 3928.8080 ext.209

dunglnt@bvsc.com.vn

Doanh thu thuần và tăng trưởng
(Đvt: tỷ đồng)



Biên lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh

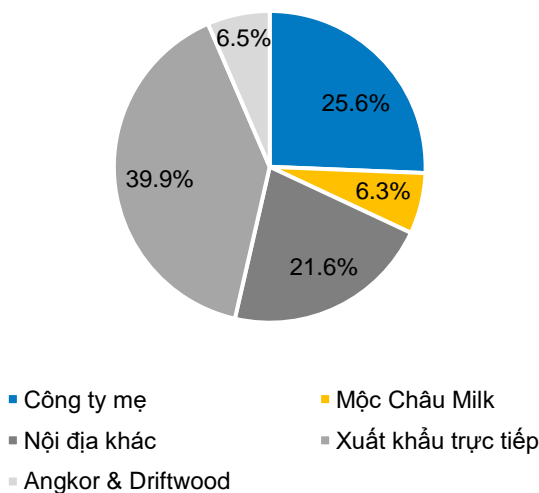


Biên lợi nhuận gộp giảm 120bps QoQ, chủ yếu do thị trường nước ngoài

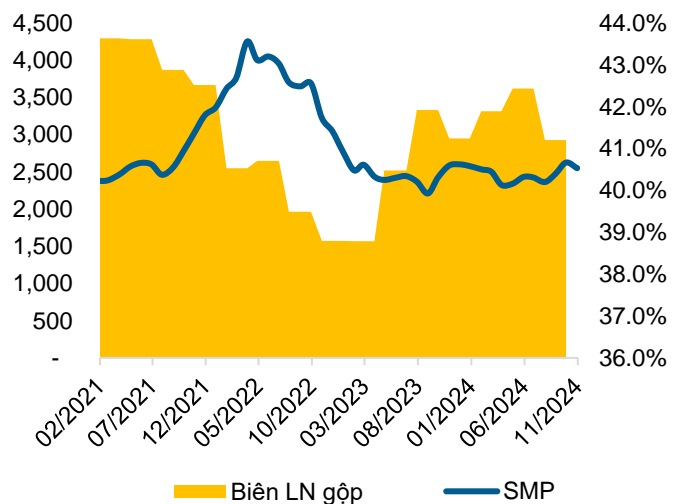
Theo BVSC ước tính, tỷ trọng đóng góp doanh thu nước ngoài trong Q3/2024 đã giảm ~2%, xuống 16,8% so với 18,8% ở quý 2. Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh nước ngoài cũng đã suy giảm đáng kể từ 45,2% trong quý 2 xuống 42,2% trong quý 3.

Tính trên cơ sở thay đổi tuyệt đối theo quý, mức giảm lợi nhuận gộp của mảng xuất khẩu trực tiếp đóng góp gần 40% vào mức giảm lợi nhuận gộp chung hợp nhất. Theo sau là lợi nhuận gộp công ty mẹ với 25,6%.

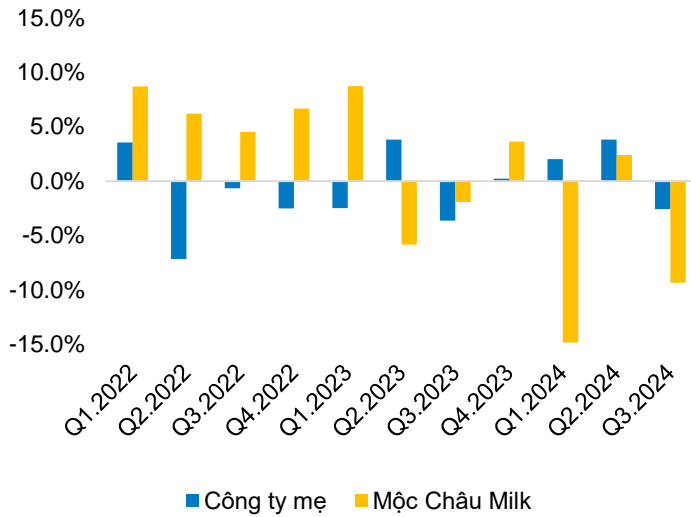
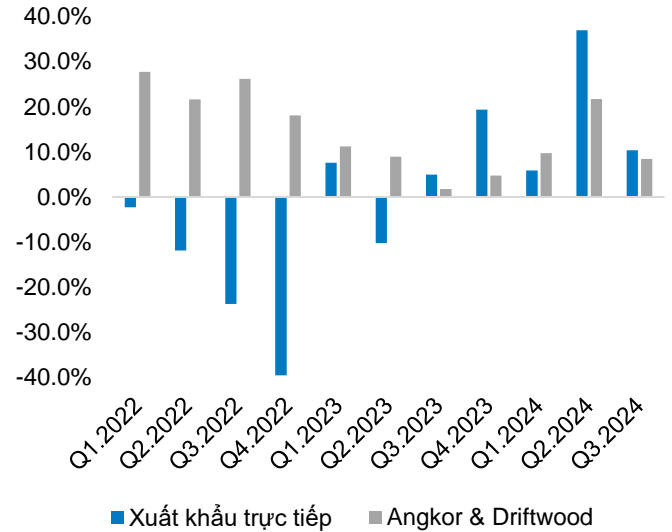
Đóng góp giảm lợi nhuận gộp QoQ



Diễn biến giá sữa bột gầy và biên LNG VNM
(Đvt: USD/mt)



Nguồn: VNM, BVSC

Tốc độ tăng trưởng doanh thu nội địa

Tốc độ tăng trưởng doanh thu nước ngoài


Nguồn: VNM, BVSC

Điều chỉnh giảm nhẹ dự phóng KQKD 2024F/2025F

Năm 2024F-2025F, doanh thu thuần lần lượt 62.879 tỷ đồng (+4,2% YoY) và 65.264 tỷ đồng (+3,8% YoY). Lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 9.941 tỷ đồng (+10,2% YoY) và 10.450 tỷ đồng (+5,1% YoY) trong 2024 và 2025. Nhìn chung, dự phóng KQKD năm 2025F thay đổi so với báo cáo gần nhất của BVSC, song mức thay đổi không đáng kể. Cụ thể, doanh thu thuần và LNST giảm 0,2% và 3,1% so với dự phóng gần nhất.

Đvt: tỷ đồng	2024F	2025F	%YoY
Doanh thu thuần	62.879	65.264	3,8%
Mảng nội địa	51.548	52.336	1,5%
<i>Công ty mẹ</i>	45.499	45.954	1,0%
<i>Mộc Châu Milk</i>	2.993	3.142	5,0%
<i>Khác</i>	3.057	3.241	6,0%
Mảng nước ngoài	11.331	12.928	14,1%
<i>Xuất khẩu</i>	6.034	6.969	15,5%
<i>Angkor & Driftwood</i>	5.297	5.959	12,5%
Lợi nhuận gộp	26.308	27.700	5,3%
LNST	9.941	10.450	5,1%

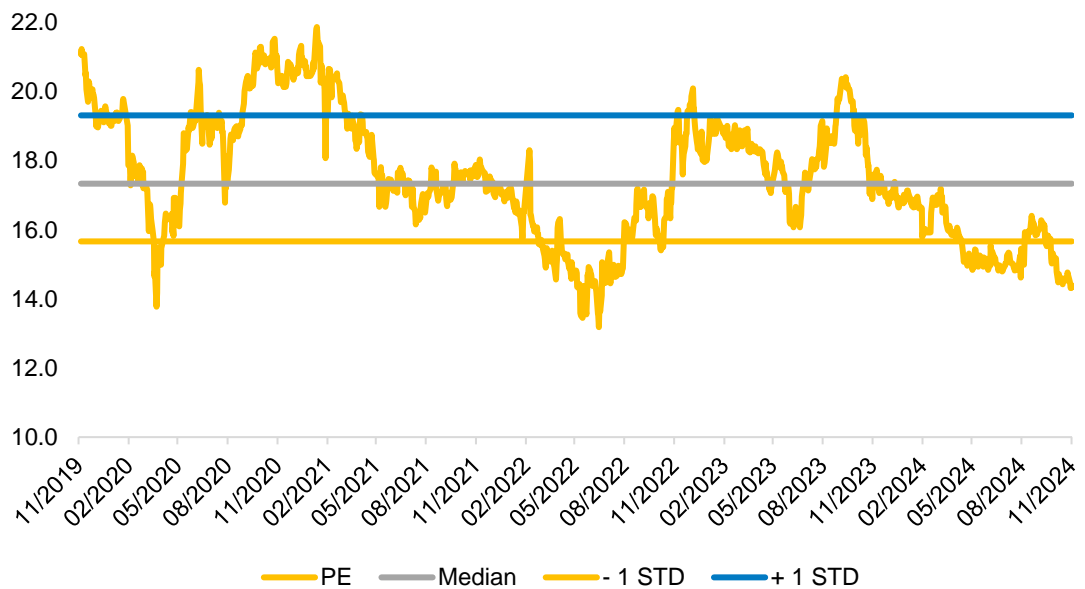
Định giá

BVSC kết hợp sử dụng phương pháp định giá DCF và P/E, qua đó định giá VNM ở mức 86.200 đồng/cp tại thời điểm cuối năm 2025F (thay đổi +0,4% so với định giá báo cáo gần nhất).

Mặc dù điều chỉnh giảm dự phóng KQKD song BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với VNM, giá kỳ vọng là **86.200 đồng/cp**, thay đổi không đáng kể so với báo cáo gần nhất do điều chỉnh giảm nhẹ và lùi thời điểm định giá vào cuối năm 2025.

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/cp)
DCF	50%	84.940
So sánh P/E quá khứ	50%	87.499
Tổng hợp	100%	86.219
P/E tại giá mục tiêu 2025F		17,2x
P/E tại giá mục tiêu 2026F		15,7x

Lịch sử định giá P/E 5 năm gần nhất



CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	59.956	60.369	62.879	65.264
Giá vốn	(36.059)	(35.824)	(36.571)	(37.564)
Lợi nhuận gộp	23.897	24.545	26.308	27.700
Doanh thu tài chính	1.380	1.716	1.682	2.014
Chi phí tài chính	618	503	406	674
Lợi nhuận sau thuế	8.578	9.019	9.941	10.450

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền & khoản tương đương tiền	19.714	23.049	32.272	28.499
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.223	5.464	5.223	5.401
Hàng tồn kho	5.538	6.128	6.444	6.359
Tài sản cố định	10.860	11.689	10.574	10.917
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	743	831	1.279	1.279
Tổng tài sản	48.483	52.673	61.964	59.247
Nợ ngắn hạn	15.308	17.139	27.320	22.739
Nợ dài hạn	358	509	551	585
Vốn chủ sở hữu	32.817	35.026	34.094	35.923
Tổng nguồn vốn	48.483	52.673	61.964	59.247

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024F	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	2%	-2%	4%	4%
Tăng trưởng LNST	-5%	-19%	12%	5%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	43%	40%	42%	42%
Lợi nhuận thuần biên	17%	14%	16%	16%
ROA	21%	17%	17%	17%
ROE	33%	27%	32%	33%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản	18%	10%	21%	21%
Tổng nợ/Tổng VCSH	26%	15%	38%	35%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.040	3.621	4.239	4.428
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.830	14.282	14.460	15.288

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 (giá mục tiêu - giá hiện tại)/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 Ngân hàng, Xây dựng, Vật liệu xây dựng hoangnd@bvsc.com.vn	Trương Sỹ Phú 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, Vật liệu xây dựng thaotp@bvsc.com.vn	Tôn Nữ Nhật Minh Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhtn@bvsc.com.vn	Hoàng Thị Minh Huyền Chuyên viên vĩ mô huyenhtm@bvsc.com.vn
Nguyễn Hà Minh Anh Nông nghiệp, Tiện ích công cộng 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 Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD duongtt@bvsc.com.vn	Lương Ngọc Tuấn Dũng Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	Nguyễn Đăng Thành Dầu khí, Hàng không thanhnd@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