

# MUA

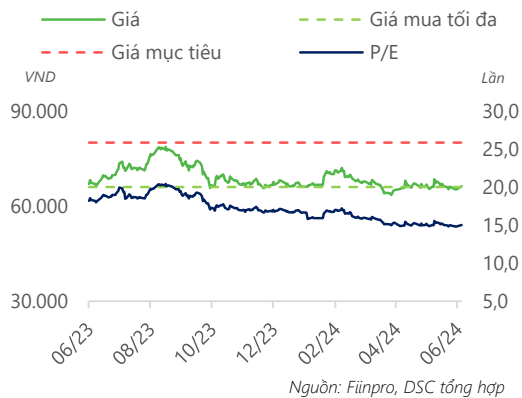
Giá mục tiêu 2024: **80.000 VND**  
Upside: **21%**  
Cập nhật: **5/7/2024**

## TRIỂN VỌNG 2024

**Tích cực:** Biên lợi nhuận gộp cải thiện 1-2% nhờ giá nguyên vật liệu ở mức thấp, sản phẩm thịt bò Vinabeef ra mắt trong Q4.24.

**Tiêu cực:** Quá trình xây dựng Nhà máy sữa Hưng Yên và Thiên đường sữa Mộc Châu chậm hơn kế hoạch. Mức nền lãi suất thấp khiến doanh thu tài chính giảm.

**Rủi ro:** Sức mua của ngành hàng FMCG và ngành Sữa hồi phục chậm hơn dự kiến.



## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Sản phẩm từ sữa
Giá hiện tại (VND)	66.200
Vốn hóa (Tỷ VND)	138.355
Số lượng CPLH (triệu cp)	2.090,0
EPS 4 quý gần nhất	4.407,6
P/E	15,0
Cao nhất 1 năm	79.567
Thấp nhất 1 năm	63.000

# VNM

## VINAMILK

# DSC

## KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi cho rằng, năm 2024 VNM sẽ có mức tăng trưởng tốt hơn so với giai đoạn 2020-2023 nhờ: (1) giá nguyên vật liệu đầu vào đã hạ nhiệt hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp lên mức 42%, (2) nhu cầu tiêu dùng được cải thiện trong nửa cuối năm và (3) tiềm năng tăng trưởng từ các dự án mới.

Ước tính, doanh thu thuần của VNM năm 2024 đạt 62.603 tỷ (+3,7% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 9.279 tỷ (+2,9% YoY).

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VNM dựa trên (1) triển vọng cải thiện kết quả kinh doanh, (2) định giá ở vùng hấp dẫn, mức chi trả cổ tức cao và (3) tài chính an toàn.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Biên lợi nhuận được hỗ trợ bởi giá nguyên liệu

Giá các loại sữa bột nguyên liệu nhìn chung vẫn ở trong xu hướng giảm kể từ năm 2021. DSC cho rằng giá sữa bột nguyên liệu thế giới sẽ không tăng mạnh trong năm nay nhờ sản lượng sản xuất tăng và nhu cầu tiêu thụ tại một số thị trường lớn dự báo giảm. Diễn biến giá nguyên vật liệu thuận lợi kỳ vọng giúp ổn định biên lợi nhuận gộp năm 2024 của các doanh nghiệp sữa.

### Kỳ vọng sức mua nội địa hồi phục, thị trường nước ngoài tiếp tục tăng trưởng

Tuy sức mua ngành Sữa Việt Nam giảm 2,8% so với cùng kỳ, KQKD của VNM vẫn tăng trưởng nhẹ do được bù đắp bởi sự tăng trưởng của các mặt hàng khác như sữa nước, sữa chua,... VNM cũng nằm trong số ít các doanh nghiệp sữa có mức tăng trưởng dương trong quý trước. Doanh thu thị trường nước ngoài đang cho thấy tín hiệu hồi phục nhanh hơn thị trường nội địa với mức tăng trưởng cao hơn trong 3 quý gần đây.

### Động lực mới từ các dự án lớn giai đoạn 2024-2030

Dự kiến, các dự án lớn sẽ được VNM đẩy mạnh trở lại kể từ Q3.24, trong đó đáng chú ý là việc khởi công dự án Nhà máy sữa Hưng Yên trong T6-T7.24. Chúng tôi kỳ vọng các dự án trên sẽ mang lại động lực mới cho VNM trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng chững lại trong các năm gần đây.

## TỔNG QUAN

VNM là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh sữa, nắm giữ hơn 50% thị phần ngành sữa Việt Nam. Doanh nghiệp có quy mô sản xuất lớn nhất cả nước, sở hữu 15 trang trại công nghệ cao với tổng đàn bò hơn 140 nghìn con và 16 nhà máy có công suất 1 tỷ lít sữa mỗi năm.

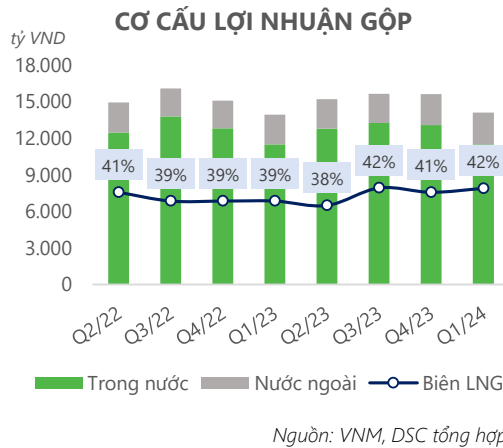
VNM có danh mục sản phẩm rất đa dạng và hệ thống phân phối rộng khắp, đáp ứng nhiều nhu cầu khác nhau của người tiêu dùng. Hiện nay hơn 80% doanh thu của VNM vẫn đang đến từ thị trường nội địa, doanh nghiệp đang nỗ lực để tiếp tục mở rộng xuất khẩu sang các thị trường trên thế giới.

## KẾT QUẢ KINH DOANH

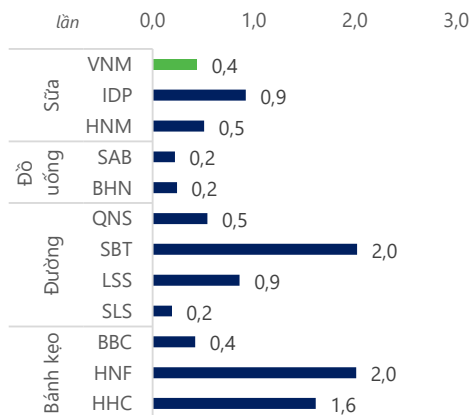
### Kết quả kinh doanh tăng trưởng bất chấp việc sức mua trong nước giảm

Q1.24, doanh thu thuần của VNM đạt 14.112 tỷ (+1,4% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 2.706 tỷ (+17% YoY). Biên lợi nhuận gộp được cải thiện lên mức 41,9%. Động lực tăng trưởng doanh thu chính đến từ thị trường nước ngoài, tăng 7,7% YoY, trong khi doanh thu thị trường nội địa chỉ tăng 0,1%.

Năm 2024, VNM đạt mục tiêu kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt hơn so với cùng kỳ, trong đó doanh thu đạt 63.163 tỷ (+4,4% YoY), LNTT đạt 11.516 tỷ (+4% YoY). Kết thúc Q1.24, doanh nghiệp đã hoàn thành được ~23% kế hoạch năm.



### TỶ LỆ NỢ/VCSSH CÁC DOANH NGHIỆP THỰC PHẨM - ĐỒ UỐNG



### Tài chính khỏe mạnh và vững chắc

Tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu của VNM thường thấp hơn 0,6 lần, đây là mức đòn bẩy an toàn và thấp hơn hầu hết các doanh nghiệp trong ngành sữa và sản xuất đồ uống. Chỉ số thanh toán nhanh cũng được duy trì trên mức 1,6 lần nhờ lượng tiền và tiền gửi dồi dào.

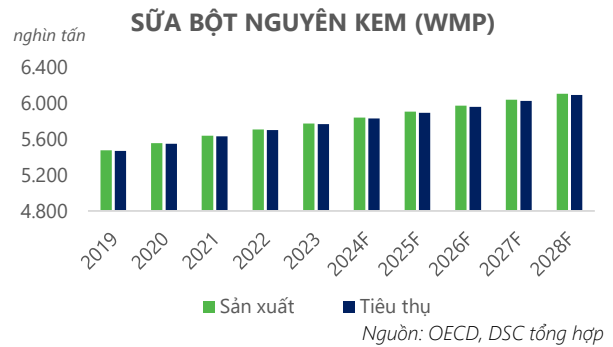
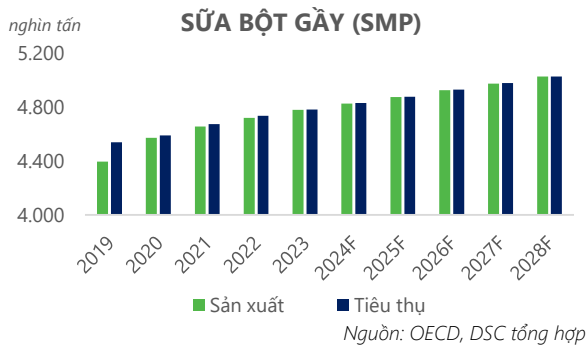
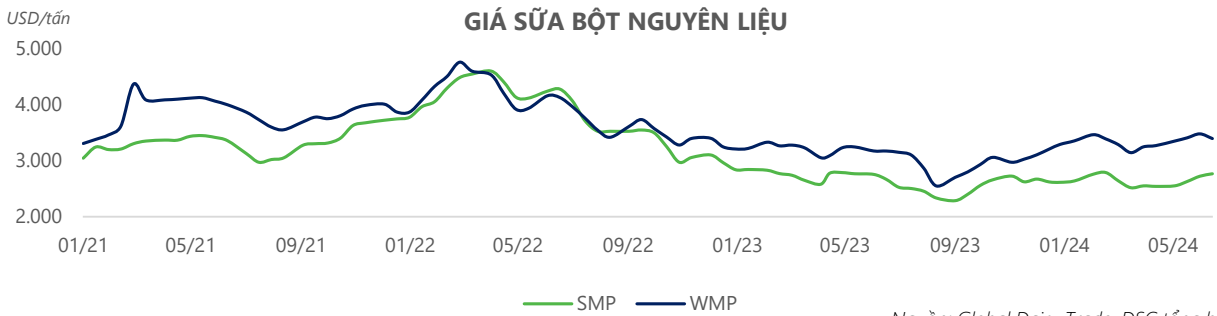
Chúng tôi nhận thấy lượng tiền và tương đương tiền đã giảm mạnh trong 2 quý vừa qua, chủ yếu xuất phát từ một số nguyên nhân: (1) VNM tăng lượng tiền gửi ngân hàng và (2) thanh toán một số khoản nợ vay. Nhìn chung, VNM đang có bức tranh tài chính an toàn và lành mạnh, đây là điểm tựa vững chắc để tiếp tục mở rộng các dự án trong tương lai.

## LUẬN ĐIỂM 1:

### Biên lợi nhuận được hỗ trợ bởi diễn biến giá nguyên liệu

VNM  
VINAMILK

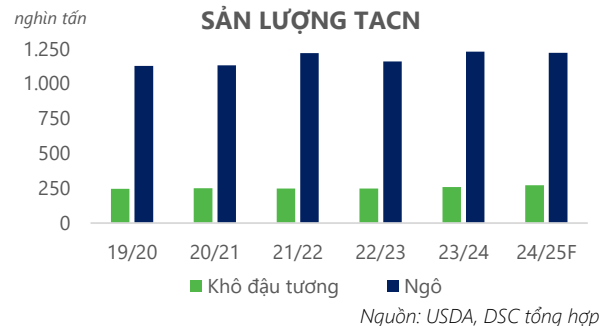
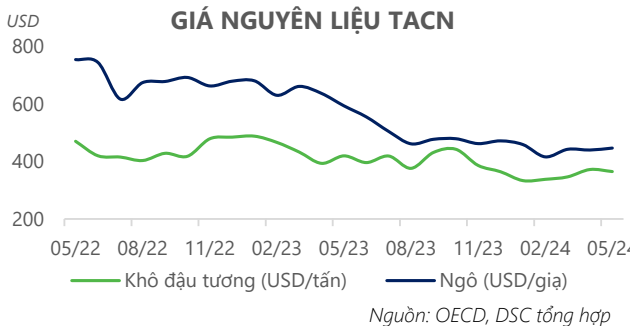
DSC



### Tăng trưởng sản lượng giúp duy trì giá sữa bột nguyên liệu ở vùng thấp

Giá sữa bột nguyên liệu có tín hiệu tăng nhẹ trong tháng 4 và tháng 5 vừa qua. Tuy nhiên nhìn chung giá sữa bột vẫn đang ở mức thấp so với giai đoạn 2021-2022.

DSC cho rằng giá sữa bột thế giới sẽ không tăng mạnh trong năm nay nhờ: (1) dự báo sản lượng sữa bột tách béo (SMP) tăng 3,4%, sữa bột nguyên kem (WMP) chỉ giảm nhẹ 0,6% svck, (2) Trung Quốc giảm nhập khẩu sữa bột do sản lượng nội địa tăng và (3) nhu cầu tiêu thụ ở khu vực EU giảm do tăng trưởng kinh tế yếu. Bên cạnh đó, VNM cũng đã chốt giá và tích trữ trước nguyên vật liệu cho đến Q4.24 nên dự kiến biến động giá sẽ chưa có tác động đến kết quả kinh doanh trong năm nay.



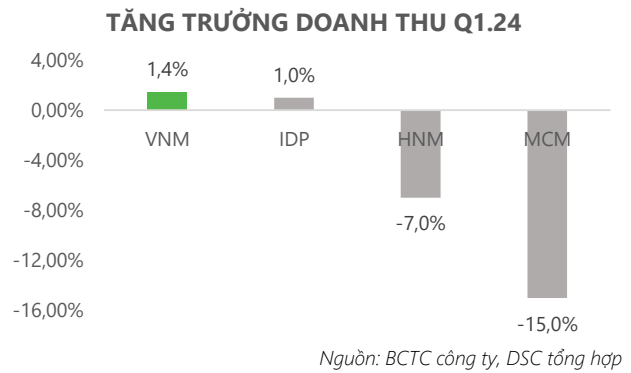
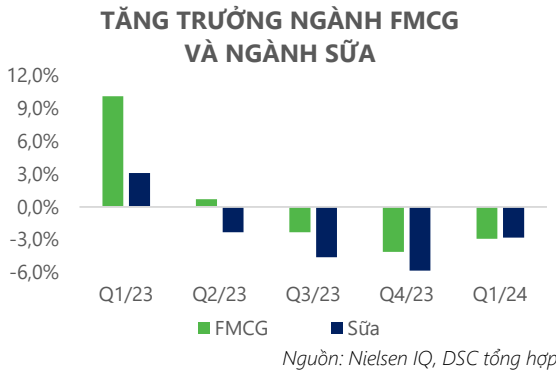
### Diễn biến giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi kỳ vọng hỗ trợ chi phí đầu vào

Trong khi đó, giá các loại ngũ cốc là nguyên liệu cho thức ăn chăn nuôi cũng vẫn trong đà giảm kể từ vùng đỉnh 2022. Chúng tôi cho rằng với diễn biến giá nguyên vật liệu như trên, cùng với nỗ lực tối ưu chi phí của doanh nghiệp, biên lợi nhuận gộp năm 2024 của VNM sẽ được cải thiện lên mức 42% kể từ mức 40% của năm 2023.

## LUẬN ĐIỂM 2:

### Kỳ vọng nội địa hồi phục, thị trường nước ngoài tăng trưởng

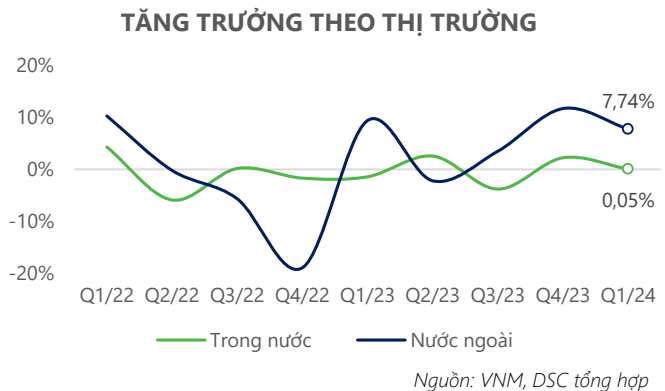
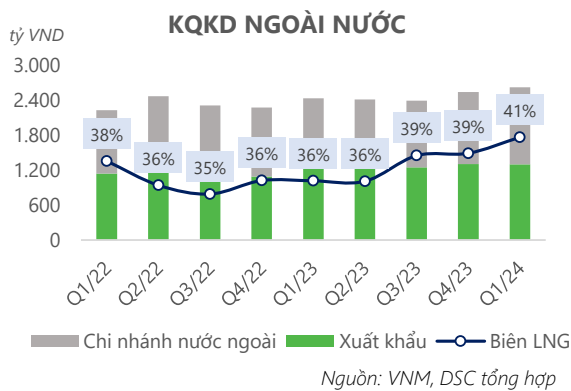
VNM  
VINAMILK



### Kỳ vọng sức mua trong nước hồi phục dần kể từ Quý 2

Theo Nielsen, tăng trưởng ngành hàng FMCG và ngành sữa đều có mức tăng trưởng âm kể từ Q2.23 do tác động của nền kinh tế lên nhu cầu tiêu dùng. Trong Q1.24, sức mua tăng trưởng -2,8% so với cùng kỳ, trong đó riêng mặt hàng sữa bột trẻ em giảm đến 20% đã tác động mạnh đến ngành sữa, trong đó có VNM. Tuy nhiên, KQKD của VNM vẫn tăng trưởng nhẹ do được bù đắp bởi sự tăng trưởng hai chữ số của các mặt hàng khác như sữa nước, sữa chua,... Chiến lược thay đổi bộ nhận diện thương hiệu đi kèm với hoạt động marketing hiệu quả và gia tăng chi phí bán hàng đã giúp kênh phân phối Cửa hàng Vinamilk và các sàn TMĐT tăng trưởng 20%.

VNM cũng nằm trong số ít các doanh nghiệp sữa có mức tăng trưởng dương trong quý trước. Tuy nhiên, dư địa để gia tăng thị phần nội địa của VNM là không còn nhiều do các doanh nghiệp cạnh tranh khá gay gắt. Chúng tôi kỳ vọng mức nền lãi suất sẽ thẩm thấu vào nền kinh tế, cùng với việc kéo dài thời gian giảm thuế GTGT đến cuối 2024 sẽ giúp sức tiêu dùng hồi phục dần từ Q2.24.



### Duy trì thị trường truyền thống đi cùng với thâm nhập thị trường mới

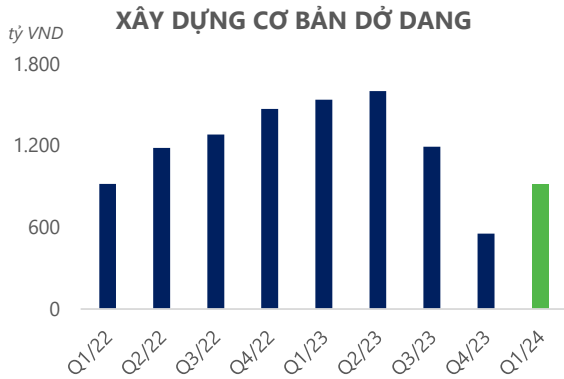
Doanh thu thị trường nước ngoài đang cho thấy tín hiệu hồi phục nhanh hơn thị trường nội địa với mức tăng trưởng cao hơn trong 3 quý gần đây. Biên lợi nhuận gộp thị trường nước ngoài cũng cải thiện thêm 2% so với quý trước, đây cũng là mức biên gộp theo quý cao nhất trong 2 năm trở lại đây.

Doanh thu các chi nhánh của VNM tại Mỹ và Campuchia là Driftwood và Angkormilk đang ghi nhận tăng trưởng bất chấp lạm phát nhờ cải thiện vị thế thương hiệu. Với hoạt động xuất khẩu, bên cạnh việc duy trì các thị trường truyền thống như khu vực Đông Nam Á hay Trung Đông, VNM cũng đang đẩy mạnh chiến lược thâm nhập vào các thị trường mới như Châu Phi và Nam Mỹ.

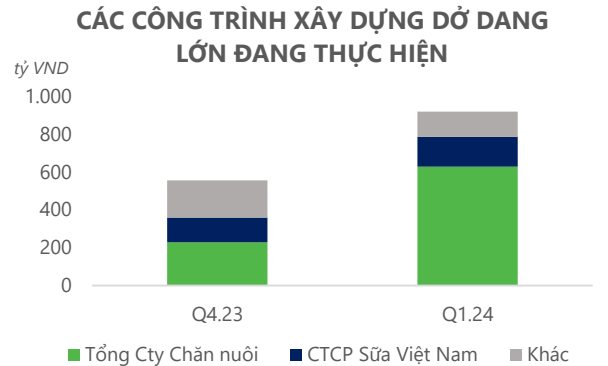
### LUẬN ĐIỂM 3:

## Động lực tăng trưởng từ các dự án mới tiềm năng

VNM  
VINAMILK



Nguồn: VNM, DSC tổng hợp



Nguồn: VNM, DSC tổng hợp

### Dự kiến đẩy mạnh xây dựng dự án trở lại kể từ Quý 2

Q1.24, khoản mục Xây dựng cơ bản dở dang tăng tới 65% kể từ đầu năm. Mức tăng này nhiều khả năng đến từ việc doanh nghiệp đang trong giai đoạn gấp rút hoàn thiện dự án thịt bò Vinabeef. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng 2 quý gần đây Xây dựng cơ bản dở dang giảm đáng kể so với giai đoạn trước do: (1) Dự án Lao-Jagro đã bổ sung xong 8.000 con bò và (2) tiến độ các dự án chậm trễ do phải giải quyết các thủ tục về đất đai.

### Cập nhật tiến độ các dự án lớn giai đoạn 2024-2030

Dự án	Quy mô dự án	Cập nhật tiến độ	Tổng vốn đầu tư
Tổ hợp chăn nuôi & chế biến thịt bò Vinabeef	Trang trại: 10.000 con bò Nhà máy: 10.000 tấn/năm	Đang hoàn thiện, dự kiến ra mắt sản phẩm chính thức vào Q4.24	3.000 tỷ
Nhà máy sữa Hưng Yên	Công suất: 400 triệu lít sữa/năm	Dự kiến khởi công trong T6-T7.24, hoàn thành giai đoạn 1 trong 2025	4.600 tỷ
Trang trại Lao-Jagro	Giai đoạn 1: 24.000 con bò Giai đoạn 2: 100.000 con bò	Đang vận hành GD1 với đàn bò 8.000 con, sản lượng sữa 44.000 tấn/năm	500 triệu USD
Thiên đường sữa Mộc Châu	Trang trại: 4.000 con bò TT giống bò sữa: 2.000 con Nhà máy GD1: 500 tấn sữa/ngày Kết hợp khu du lịch sinh thái	Trang trại giống đã hoàn thành Các thành phần còn lại của dự án đang trong quá trình giải quyết thủ tục đất đai	3.150 tỷ

Nguồn: VNM, DSC tổng hợp

### Mở rộng quy mô, động lực tăng trưởng mới

Dự kiến, các dự án lớn sẽ được VNM đẩy mạnh trở lại kể từ Q3.24, trong đó đáng chú ý là việc khởi công dự án Nhà máy sữa Hưng Yên trong T6-T7.24. Nhà máy có công suất thiết kế 400 triệu lít sữa/năm dự kiến vận hành GD1 từ Q4.25. Dự án có thể nâng khoảng 40% tổng công suất các nhà máy của VNM, lên gần 1,2 tỷ lít sữa/năm. Bên cạnh đó, VNM cũng đang hoàn thành giai đoạn 1 dự án Lao-Jagro với quy mô 24.000 con bò, định hướng dài hạn nâng lên 100.000 con.

Ngoài ra, tổ hợp chăn nuôi – chế biến thịt bò Vinabeef công suất 10.000 tấn thịt/năm, đến nay đã thử nghiệm được 20 lứa và cho kết quả khả quan. Dự án dự kiến sẽ ra mắt sản phẩm chính thức từ Q4.24 và mang lại doanh thu 2.550 tỷ mỗi năm. Chúng tôi kỳ vọng các dự án trên sẽ mang lại động lực mới cho VNM trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng chững lại trong các năm gần đây.

## DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

### Dự phóng kết quả kinh doanh

Chúng tôi cho rằng, năm 2024 VNM sẽ có mức tăng trưởng tốt hơn so với giai đoạn 2020-2023 nhờ: (1) giá nguyên vật liệu đầu vào đã hạ nhiệt hỗ trợ cải thiện BLN gộp lên mức 42%, (2) nhu cầu tiêu dùng được cải thiện trong nửa cuối năm và (3) tiềm năng tăng trưởng từ các dự án mới. Ước tính, doanh thu thuần của VNM năm 2024 đạt 62.603 tỷ (+3,7% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 9.279 tỷ (+2,9% YoY).

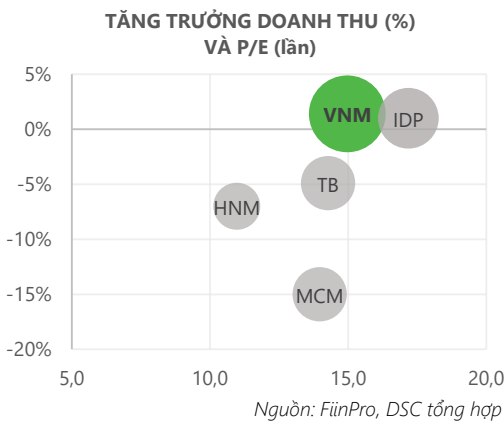
### Định giá

Hiện tại, P/E của VNM đang ở ngưỡng 15,x lần, thấp hơn mức trung vị 5 năm của doanh nghiệp (17,8x lần) và thấp hơn mức trung bình ngành sữa (17,x lần). Chúng tôi đánh giá cổ phiếu VNM đã chiết khấu đủ sâu, đang ở mức định giá "rẻ" và hấp dẫn với nhiều dự án tiềm năng trong trung và dài hạn. VNM cũng là doanh nghiệp thường xuyên trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao (~39%).

Sử dụng phương pháp định giá P/E, với mức EPS forward là 4.440 VND/cp, chúng tôi xác định giá mục tiêu: 80.000 VND/cp (upside 21% so với giá đóng cửa ngày 01/07/2024).

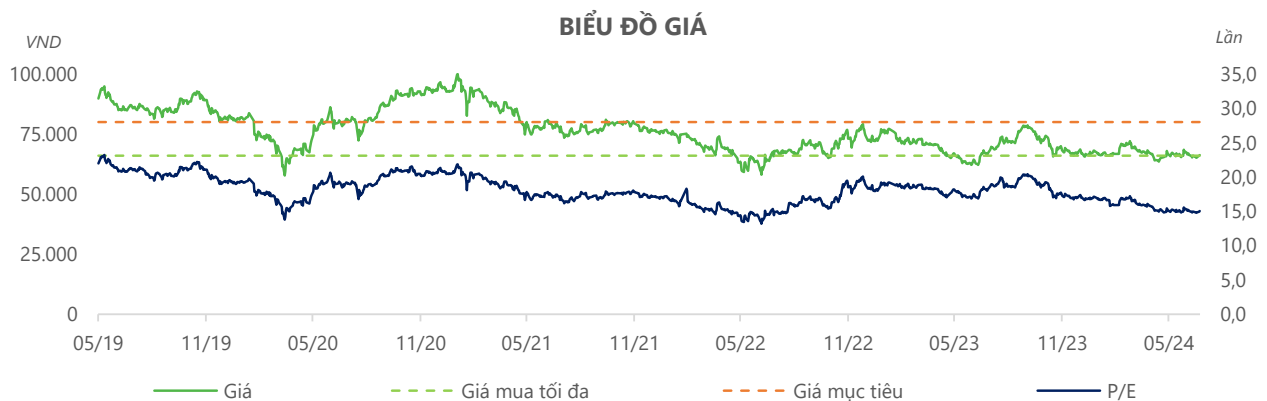
Thống kê báo cáo phân tích gần nhất của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu VNM, giá mục tiêu bình quân là 80.600 VND/cp, upside 22% so với giá đóng cửa ngày 01/07/2024).

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	59.956	60.369	62.603
% DTT (YoY)	-2%	1%	4%
Lợi nhuận gộp	23.897	24.545	26.293
Lợi nhuận sau thuế	8.578	9.019	9.279
% LNST (YoY)	-19%	5%	3%



### Định giá P/E

Lợi nhuận sau thuế	9.279
EPS fw (VND/cp)	4.440
P/E (lần)	18,x
<b>Giá cổ phiếu (VND/cp)</b>	<b>80.000</b>
Upside	21,0%



**VNM****VINAMILK****DSC**

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

### Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

### Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

### Lê Trần Khánh Linh,

Chuyên viên Phân tích  
linh.ltk@dsc.com.vn

### HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn