

Ngày 24/02/2025

BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP



CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM – HOSE: VNM

KHUYẾN NGHỊ

MUA

LỢI NHUẬN KỲ VỌNG

+21.8%

GIÁ MỤC TIÊU 1Y

77,700

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Ngành	Thực phẩm, đồ uống
Giá ngày 24/02/25	63,800
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

Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của Công ty sẽ đạt 63.2 nghìn tỷ và 64.6 nghìn tỷ, tương đương mức tăng trưởng hơn 2% trong năm 2025 và 2026 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. Đặc biệt trong 2024 lợi nhuận sau thuế của Công ty lên đến 9.5 nghìn tỷ, tức tăng trưởng gần 5.5% svck năm 2023. Chúng tôi đánh giá LNST của Vinamilk trong năm 2025 và 2026 có thể sẽ lần lượt ở mức 9.9 nghìn tỷ và 10.2 nghìn tỷ.

Bên cạnh đó, biên LNST cũng đã cải thiện từ mức thấp chỉ 14.3% trong 2022 lên đến 15.3% trong 2024, 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.

Cập nhật Q4/2024:

Ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) đã tăng tốc trong quý 4 so với ba quý đầu năm, phù hợp với các xu hướng vĩ mô. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ một số nhóm sản phẩm không thiết yếu. Tính chung cả năm, ngành này tăng 2.1% so với cùng kỳ năm trước. Ngành sữa trong 6 tháng cuối năm đã đảo ngược xu hướng so với 6 tháng đầu năm, với quý 4 đạt mức tăng trưởng cao nhất trong năm. Nhờ đó, giá trị lũy kế cả năm của ngành sữa đạt mức tương đương so với cùng kỳ năm trước.

Thị trường nước ngoài đã ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,635 tỷ đồng, tăng 4%. Đặc biệt, Angkor Milk và Driftwood đã tăng tốc, trong khi xuất khẩu duy trì ổn định sau hai quý bùng nổ. Doanh thu thuần nội địa đạt 12,843 tỷ đồng, nhờ vào việc giới thiệu hàng loạt sản phẩm mới. Năm 2024 đã đánh dấu hai cột mốc quan trọng: gần như hoàn thành việc thay đổi bao bì sản phẩm cho thị trường trong nước và đạt mức tăng trưởng cao nhất trong 5 năm gần đây ở thị trường nước ngoài.

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 77,700

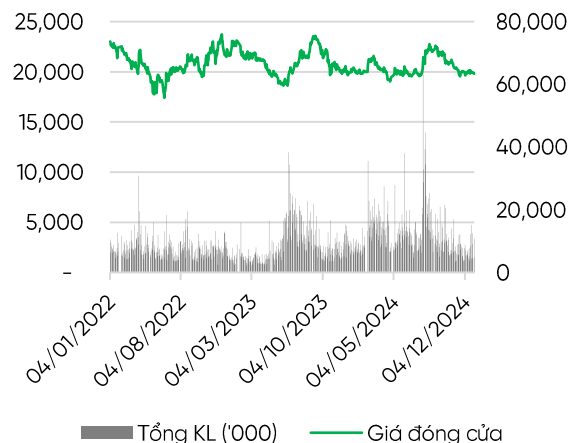
Rủi ro:

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

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	61,783	63,161	64,593
Lợi nhuận gộp	24,545	25,590	26,340	26,966
EBITDA	11,826	12,500	12,783	13,197
LNST	9,019	9,453	9,949	10,234
EPS	3,796	4,022	4,730	4,866
PE (x)	16.79	13.81	15.9	16.0
ROA (%)	17.8%	17.6%	17.6%	17.4%
ROE (%)	26.6%	26.6%	26.7%	26.1%

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.

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VINAMILK

Doanh thu trong 2024 gia tăng svck, chúng tôi kỳ vọng doanh thu trong 2025 và 2026 sẽ tăng trưởng so với 2024.

Doanh thu của Vinamilk trong 2024 đạt 61.8 nghìn tỷ, tương đương tăng trưởng gần 2.3% svck năm trước, 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 63.2 nghìn tỷ và 64.6 nghìn tỷ, tương đương mức tăng trưởng hơn 2% trong năm 2025 và 2026 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 80% (bao gồm GTN) và 16%.

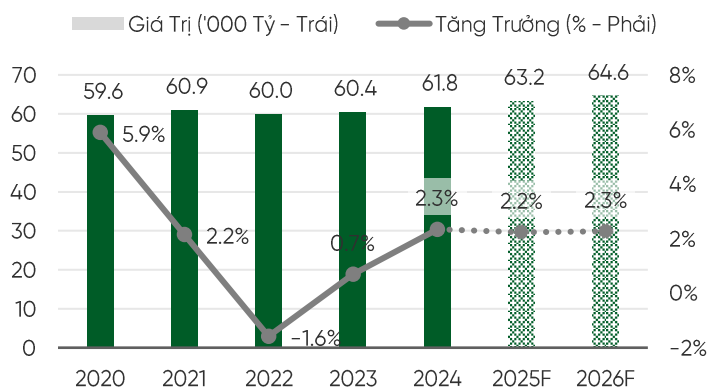
Biên LNG hầu hết các mảng hoạt động đã được cải thiện, từ đó giá trị LNG trong 2024 tích cực svck.

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 2024 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 41.4% trong 2024. Về giá trị trong 2024, lợi nhuận gộp của Công ty đã đạt 25.6 nghìn tỷ, tăng 4.5% svck năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng giá trị lợi nhuận gộp của Vinamilk trong 2025 và 2026 sẽ đạt lần lượt 26.3 nghìn tỷ và 27 nghìn tỷ, tương đương mức tăng trưởng lần lượt là 2.7% và 2.6% svck.

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

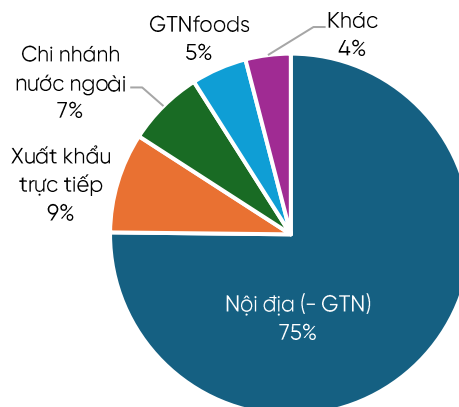
5A) Doanh thu của Vinamilk trong 2024 đạt 61.8 nghìn tỷ, tương đương tăng trưởng gần 2.3% svck năm trước.

Doanh Thu Thuần Vinamilk



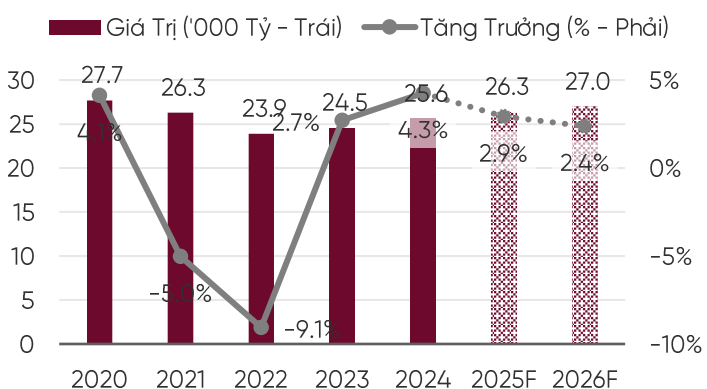
5B) Nguồn doanh thu Vinamilk được đa dạng hóa từ cả nội địa và nước ngoài, với tỷ trọng lần lượt là 80% và 16%.

Cơ Cấu Doanh Thu Bình Quân 5 Năm



5C) Về giá trị trong 2024, lợi nhuận gộp của Công ty đã đạt 25.6 nghìn tỷ, tăng 4.5% svck năm 2023

Giá Trị Lợi Nhuận Gộp Vinamilk



5D) Biên LNG của hầu hết các hoạt động kinh doanh tại Vinamilk đã cải thiện trở lại trong năm 2023 và 2024

Biên Lợi Nhuận Gộp Các Mảng Hoạt Động Của VNM

	2022	2023	2024	2025F	2026F
Nội địa (- GTN)	42.9%	43.2%	43.6%	44.0%	44.0%
Xuất khẩu trực tiếp	53.5%	54.6%	59.8%	59.7%	59.7%
CN nước ngoài	17.1%	19.1%	23.1%	24.3%	24.7%
GTNfoods	30.7%	30.0%	26.0%	23.5%	23.7%
Khác	11.2%	22.5%	20.2%	20.2%	20.2%
Biên LNG Tổng	39.9%	40.7%	41.4%	41.7%	41.7%

Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

CẬP NHẬT 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 2024.

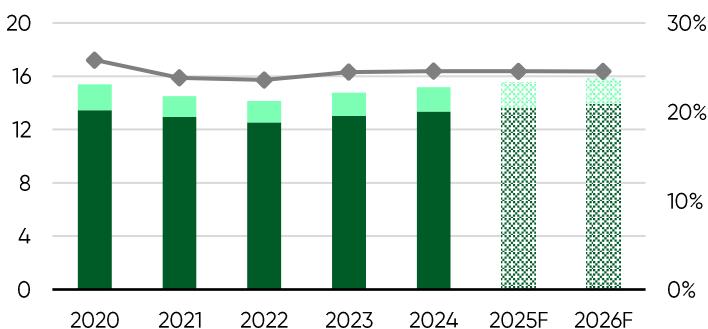
Giá trị chi phí BH&QLDN tăng tương ứng với sự tăng trưởng của doanh thu, từ đó tỷ lệ chi phí BH&QLDN trên doanh thu nhìn chung ổn định ở mức khoảng 24% và chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian tới. Về lợi nhuận hoạt động, Công ty ghi nhận 11.5 nghìn tỷ trong năm 2023, gần như ổn định so với năm 2022. Trong 2024, lợi nhuận hoạt động của Vinamilk đạt 12.2 nghìn tỷ, tương đương mức tăng trưởng 6.1% 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 19.8% trong 2024. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận hoạt động trong năm 2025 và 2026 sẽ lần lượt ở mức 12.7 nghìn tỷ và 13 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.

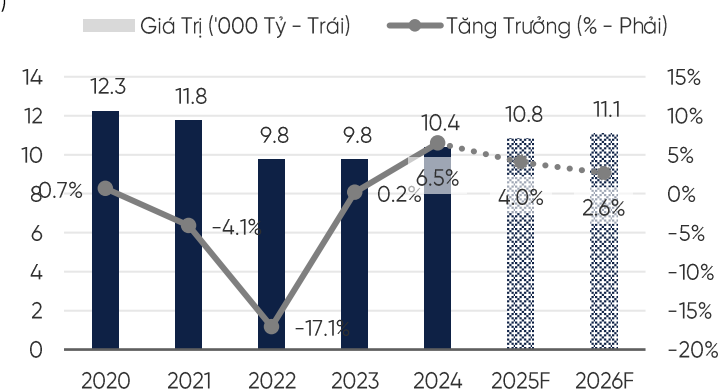
Chi Phí Bán Hàng & Quản Lý Doanh Nghiệp

CP QLDN (Nghìn Tỷ - Trái) CP Bán Hàng (Nghìn Tỷ - Trái)
%Doanh Thu (Phải)



6B) Trong 2024, lợi nhuận hoạt động của Vinamilk đạt 12.2 nghìn tỷ, tương đương mức tăng trưởng 6.1% svck

Lợi Nhuận Hoạt Động



Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

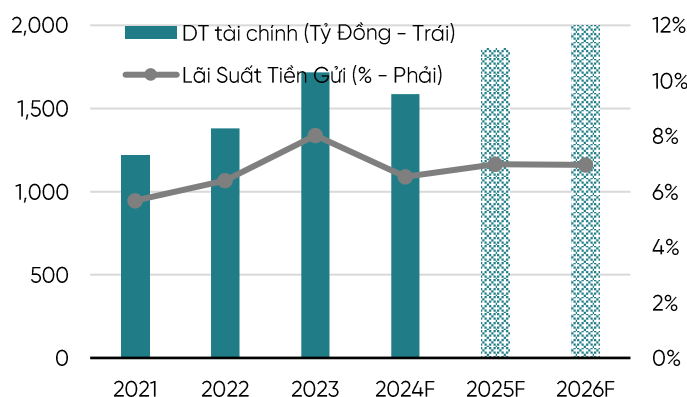
Hoạt động tài chính mang đến nguồn lợi nhuận đáng kể trong cơ cấu lợi nhuận của Vinamilk.

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 25.4 nghìn tỷ, trong khi Công ty không phụ thuộc vào nguồn vốn nợ vay với giá trị chỉ khoảng 9.2 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 2024 lần lượt ghi nhận 1.1 nghìn 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

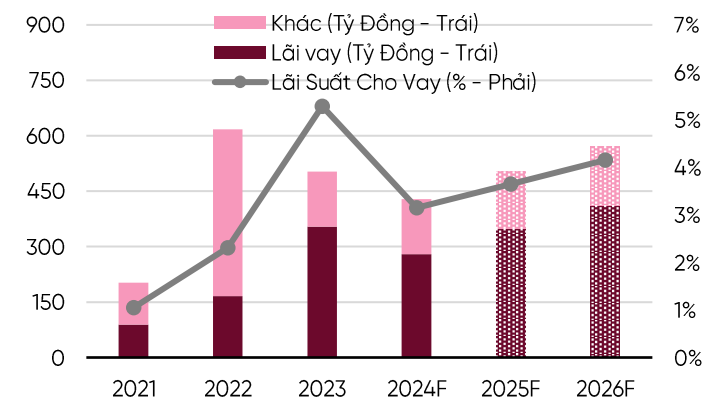
1A) Doanh thu tài chính là một trong nguồn thu nhập quan trọng của Vinamilk.

Doanh Thu Tài Chính



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



Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

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

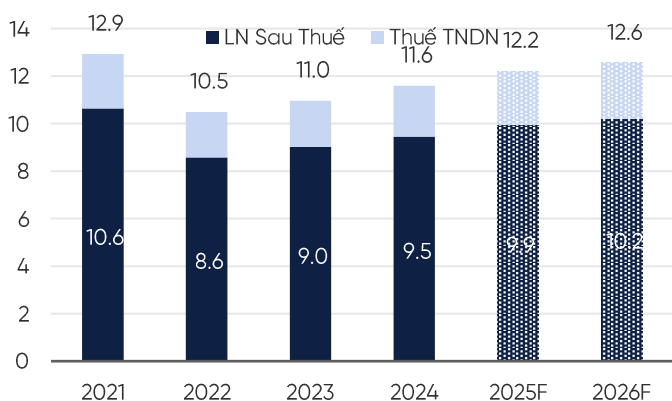
Cả lợi nhuận trước thuế & sau thuế của Vinamilk đã tăng trưởng trở lại trong năm 2023 và 2024 sau đợt sụt giảm của năm 2022. Cụ thể, lợi nhuận sau thuế của Công ty ghi nhận ở mức 9.0 nghìn tỷ trong năm 2023, tương đương tăng trưởng 5.2% svck. Đặc biệt trong 2024 lợi nhuận sau thuế của Công ty lên đến 9.5 nghìn tỷ, tức tăng trưởng gần 5.5% svck năm 2023. Chúng tôi đánh giá LNST của Vinamilk trong năm 2025 và 2026 có thể sẽ lần lượt ở mức 9.9 nghìn tỷ và 10.2 nghìn tỷ.

Bên cạnh đó, biên LNST cũng đã cải thiện từ mức thấp chỉ 14.3% trong 2022 lên đến 15.3% trong 2024, 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.

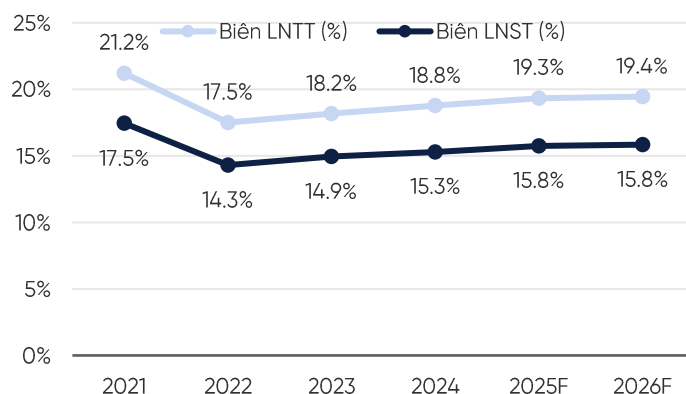
Lợi Nhuận Trước thuế & Sau Thuế (Nghìn Tỷ)



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 (%)



CẬP NHẬT 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 2024 đạt 23.3 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 2025 và 2026, 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 2025. Cập nhật trong 2024, giá trị tài sản này đã đạt 23.3 nghìn tỷ, đi kèm với mức lợi suất 6.5%.

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 2025 và 2026, dòng tiền từ HĐKD của Vinamilk sẽ đạt lần lượt 7.9 nghìn tỷ và 8.7 nghìn tỷ, trong khi đó dòng tiền ra của hoạt động đầu tư và tài chính sẽ lần lượt là 7.3 nghìn tỷ và 7.8 nghìn tỷ.

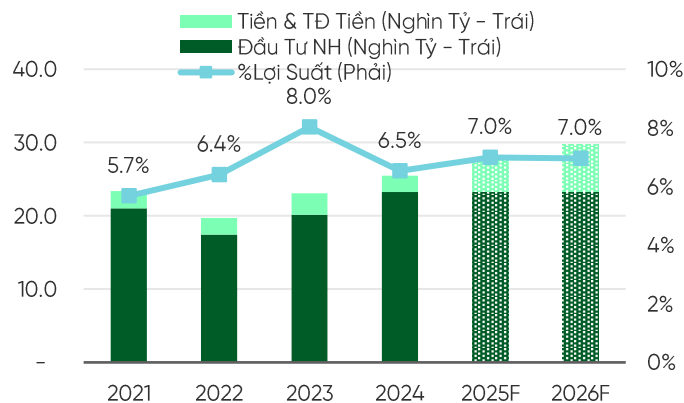
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI SẢN & NGUỒN VỐN

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.

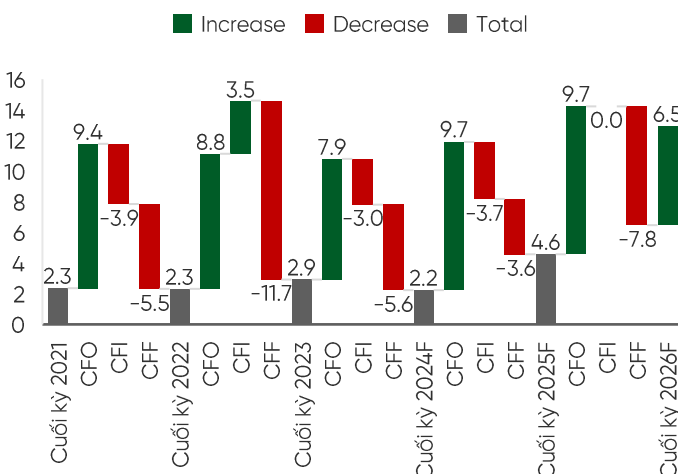
Tài Sản Sinh Lời Của Vinamilk



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.

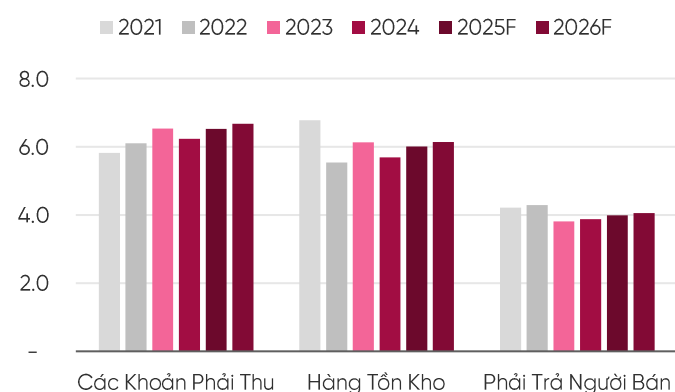
Với sự tăng trưởng ổn định của hoạt động kinh doanh, cơ cấu tài sản & nợ lưu động của Vinamilk có mức tăng trưởng đều qua các năm. Cụ thể, tài sản lưu động ròng đã đạt mức 8.8 nghìn tỷ trong năm 2023, tăng trở lại sau đợt sụt giảm giảm từ 8.38 nghìn tỷ trong năm 2021 xuống còn 7.35 nghìn tỷ trong năm 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, giá trị tài sản lưu động ròng giảm về mức 8.05 nghìn tỷ. Tuy nhiên với nhu cầu tiêu dùng hồi phục, chúng tôi đánh giá giá trị tài sản & nợ lưu động sẽ gia tăng trở lại trong năm 2025 và 2026.

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.

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.

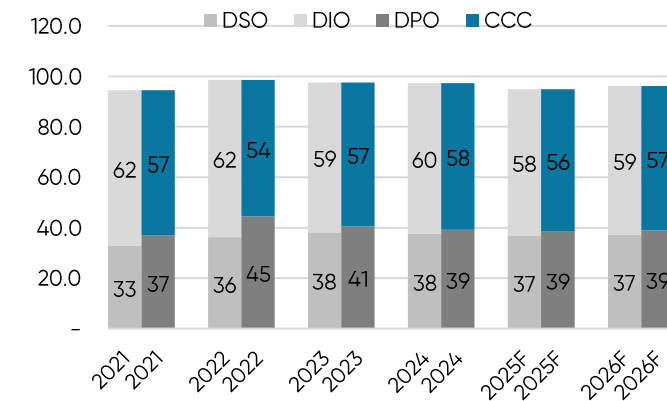
Giá Trị Tài Sản & Nợ Lưu Động



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)



CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI SẢN & NGUỒN VỐN

TÀI SẢN CỐ ĐỊNH

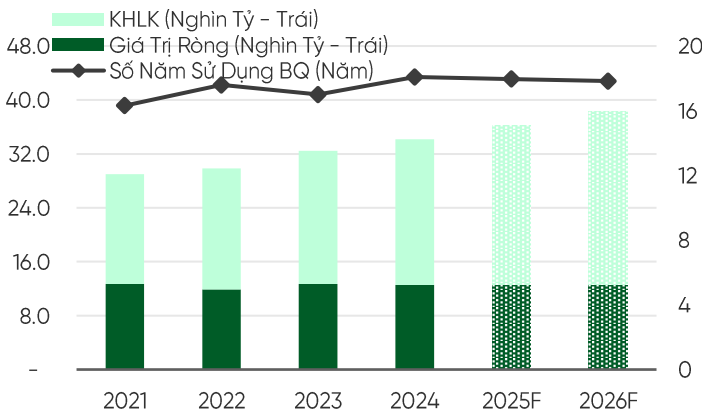
Tài sản cố định của Vinamilk tương đối ổn định và giá trị đầu tư CAPEX nhằm duy trì trạng thái hoạt động hiện tại.

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 2025 và 2026 sẽ khoảng 1.7 nghìn tỷ. Cập nhật tại 2024, giá trị CAPEX của Công ty đạt 1.7 nghìn tỷ.

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.

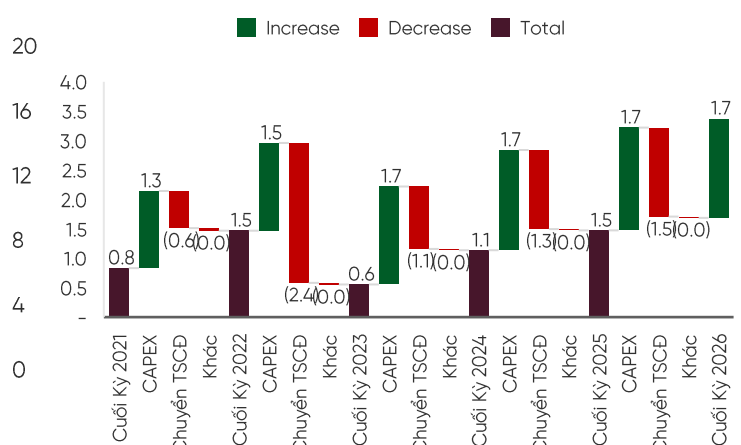
Tài Sản Cố Định



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

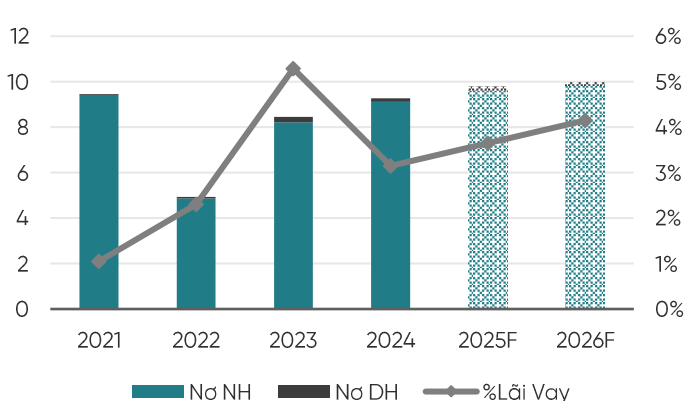
Khả năng sinh lời của VNM đã dẫn hồi phục.

Giá trị nợ vay năm 2024 tăng 10% so với năm 2023 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 3% trong 2024. Ngoài ra, các khoản nợ phải trả khác của Công ty cũng không đáng kể.

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.

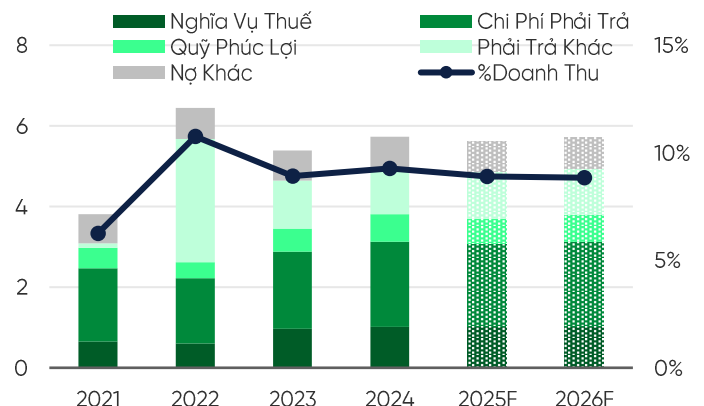
Nợ Vay Ngắn Hạn & Dài Hạn



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



CẬP NHẬT 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 đông cao.

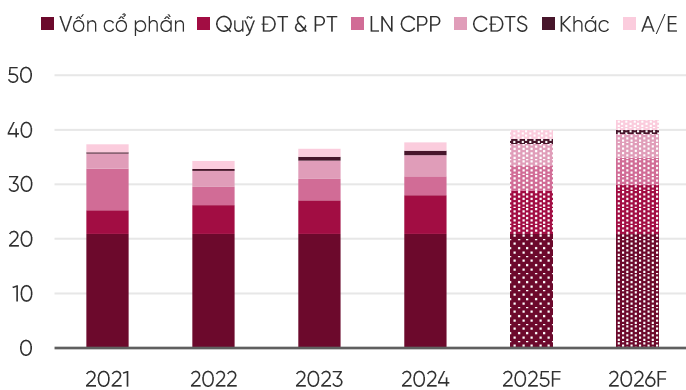
Giá trị vốn chủ sở hữu ở mức 36 nghìn tỷ trong 2024, do xu hướng bảo hòa chung Công ty có xu hướng trả cổ tức cao cho cổ đông, từ đó không giữ lại nguồn vốn để phát triển kinh doanh. Bên cạnh đó, tỷ lệ tổng tài sản/VCSH (A/E) của công ty tương đối thấp khi chỉ quanh mức 1.5x cho thấy tính an toàn trong 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 đông cho Vinamilk là khá cao khi, trong năm 2024 là 8.0 nghìn tỷ. Trong năm 2025 và 2026, chúng tôi đánh giá giá trị chi trả cổ tức của Công ty sẽ ở mức 7.9 nghìn tỷ và 8.6 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.

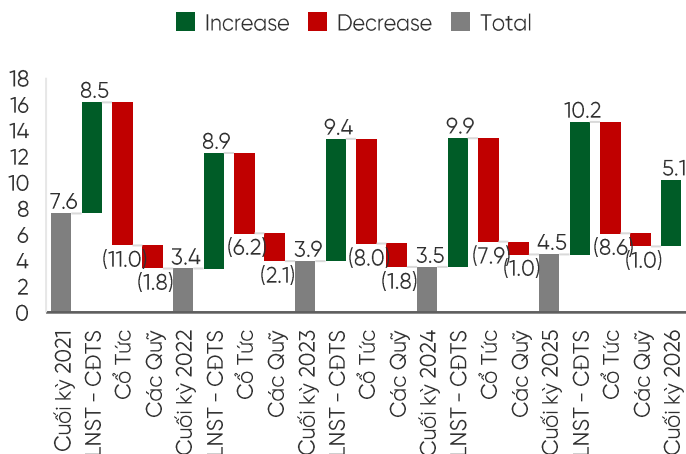
Vốn Chủ Sở Hữu (Nghìn Tỷ) & Tỷ Lệ A/E (x)



Nguồn: BCTC Công ty, VPBankS ước tính

13B) Tổng giá trị chi trả cổ tức của VNM là khá cao

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 hoạt động trong ngành sữa trong và ngoài nước 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 14: Định Giá Bằng Phương Pháp Tương Đối

14A) Các Công Ty Cùng Ngành

Tên Công Ty	Sở Giao Dịch	Mã	Quốc Gia	Vốn Hóa (Tỷ USD)	EV/EBITDA	PE (x)	PS (x)
Vietnam Dairy Products JSC	HOSE	VNM	Việt Nam	5.00	11.04	13.53	2.06
Quang Ngai Sugar JSC	UPCOM	QNS	Việt Nam	0.74	7.41	7.78	1.83
Masan Consumer Corp	UPCOM	MCH	Việt Nam	6.35	20.44	14.17	3.67
Nestle LTD.	SIX	NESN	Thụy Sĩ	222.75	13.00	18.10	2.20
China Mengniu Dairy Com LTD.	HKEX	2319	Hong Kong	7.65	9.90	13.70	0.60
The A2 Milk Company LTD.	NZX	ATM	New Zealand	2.68	18.8	28.00	2.80
Emmi LTD.	SIX	EMMN	Thụy Sĩ	4.68	12.1	22.40	1.00
Trung Bình / Tổng Cộng				246.8	12.78	17.93	2.17

14B) Chỉ Số PE

PE Bình Quân	17.9
LN Công Ty Mẹ	9,885.3
SL Cổ Phiếu (Triệu)	2,090.0
EPS Cơ Bản	4,729.9
Giá / Cổ Phiếu	84,807.6

14C) Chỉ Số PS

PS Bình Quân	2.2
Dthu Thuần	63,161.4
SL Cổ Phiếu (Triệu)	2,090.0
Doanh Thu/CP	30,221.4
Giá / Cổ Phiếu	65,533.1

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	7.8%
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	10,825	11,111	11,409	11,721	12,047
Dòng Tiền Không Đòn Bẩy	Tỷ Đồng	8,259	8,660	9,014	9,345	9,696
Giá trị Dài Hạn	Tỷ Đồng					143,611
Tổng Dòng Tiền	Tỷ Đồng	8,259	8,660	9,014	9,345	153,307
Chi Phí Vốn	%	7.8%				
Tăng Trưởng Dài Hạn	%	1.0%				
Giá Trị Công Ty	Tỷ Đồng	144,959				
Các Khoản Điều Chỉnh	Tỷ Đồng	18,059				
Vốn Chủ Sở Hữu	Tỷ Đồng	163,017				
Số Lượng Cổ Phiếu	Triệu Cổ	2,090				
Giá Cổ Phiếu	VNĐ	78,000				

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%	84,808
- PS	VND	5.0%	65,533
- DCF	VND	90.0%	78,000
Giá Cổ Phiếu Theo Trọng Số	VND	100.0%	77,700
Số Lượng Cổ Phiếu	Triệu cổ		2,090
Giá trị VCSH	Tỷ đồng		162,390
Điều chỉnh	Tỷ đồng		18,059
Giá trị công ty	Tỷ đồng		144,331

PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Bảng Cân Đối Kế toán

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
TÀI SẢN				
Tiền & Tương Đương Tiền	2,912	2,226	4,570	6,458
Các Khoản Đầu Tư Ngắn Hạn	20,137	23,260	23,260	23,260
Các Khoản Phải Thu	6,530	6,234	6,524	6,672
Hàng Tồn Kho	6,128	5,687	6,010	6,142
Tài Sản Ngắn Hạn Khác	229	147	147	147
Tài Sản Ngắn Hạn	35,936	37,554	40,511	42,679
Tài Sản Cố Định	12,690	12,551	12,560	12,605
Các Khoản Đầu Tư Dài Hạn	831	1,373	1,373	1,373
Bất Động Sản Đầu Tư	56	54	52	50
Xây Dựng Dở Dang	937	1,540	1,477	1,687
Tài Sản Dài Hạn Khác	2,224	1,978	1,732	1,486
Tài Sản Dài Hạn	16,737	17,495	17,194	17,201
Tổng Tài Sản	52,673	55,049	57,705	59,880
NGUỒN VỐN				
Phải Trả Người Bán	3,806	3,874	3,990	4,056
Thuế Phải Nộp Nhà Nước	968	1,014	1,013	1,036
Chi Phí Phải Trả	1,910	2,116	2,058	2,105
Nợ Vay Ngắn Hạn	8,218	9,115	9,614	9,827
Nợ Ngắn Hạn Khác	2,237	2,340	2,291	2,317
Nợ Ngắn Hạn	17,139	18,460	18,965	19,340
Nợ Dài Hạn	509	415	415	415
Tổng Nợ Phải Trả	17,648	18,875	19,380	19,755
Vốn Cổ Phần		20,900	20,900	20,900
Quỹ Đầu Tư Phát Triển	6,164	7,079	8,043	9,034
LNST Chưa Phân Phối	3,926	3,471	4,451	5,060
Lợi Ích Cổ Đông Không Kiểm Soát	3,329	3,896	4,103	4,303
Vốn Khác	707	829	829	829
Vốn Chủ Sở Hữu	35,026	36,174	38,325	40,125
Tổng Nguồn Vốn	52,673	55,049	57,705	59,880

Báo Cáo Lưu Chuyển Tiền Tệ

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Tiền & Tương Đương Tiền Đầu Kỳ	2,300	2,912	2,226	4,570
Lợi Nhuận Hoạt Động	9,771	10,405	10,825	11,111
Khấu Hao & Phân Bó	2,055	2,095	1,958	2,086
Phân Bó Lợi Thế Thương Mại	246	246	246	246
Thuế TNDN Đã Trả	(1,564)	(2,128)	(2,259)	(2,324)
Tiền Lãi Vay Đã Trả	(303)	(337)	(348)	(410)
Thay Đổi Vốn Lưu Động	(1,702)	182	(606)	(118)
Điều Chỉnh Khác	(615)	(777)	(164)	(178)
Dòng Tiền Từ Hoạt Động Kinh Doanh	7,887	9,686	9,651	10,413
Tiền Đầu Tư Tài Sản Cố Định	(1,475)	(1,628)	(1,904)	(2,342)
Tiền Gửi Có Kỳ Hạn	(2,856)	(3,620)	-	-
Tiền Đầu Tư Vào Các Đơn Vị Khác	(25)	36	2	2
Tiền Thu Lãi Tiền Gửi & Có Túc	1,368	1,473	1,895	2,035
Dòng Tiền Từ Hoạt Động Đầu Tư	(2,989)	(3,739)	(7)	(304)
Tiền Góp Vốn Của Cổ Đông	347	722	276	274
Tiền Vay Ròng	3,512	796	498	213
Cổ Túc Đã Trả	(8,152)	(8,160)	(8,074)	(8,709)
Dòng Tiền Từ Hoạt Động Tài Chính	(4,293)	(6,641)	(7,300)	(8,221)
Lưu Chuyển Tiền Thuận Trong Năm	606	(694)	2,344	1,888
Ảnh Hưởng Của Thay Đổi Tỷ Giá	6	8	-	-
Tiền & Tương Đương Tiền Cuối Kỳ	2,912	2,226	4,570	6,458

Báo Cáo Kết Quả Hoạt Động Kinh Doanh

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Doanh Thu Thuần	60,369	61,783	63,161	64,593
Giá Vốn Hàng Bán	(35,824)	(36,192)	(36,822)	(37,627)
Lợi Nhuận Gộp	24,545	25,590	26,340	26,966
Chi Phí Bán Hàng	(13,018)	(13,358)	(13,640)	(13,933)
Chi Phí Quản Lý Doanh Nghiệp	(1,756)	(1,828)	(1,874)	(1,923)
Lợi Nhuận Hoạt Động	9,771	10,405	10,825	11,111
Chi Phí Khấu Hao	2,055	2,095	1,958	2,086
EBITDA	11,826	12,500	12,783	13,197
Doanh Thu Tài Chính	1,716	1,586	1,863	2,003
Chi Phí Tài Chính	(503)	(428)	(502)	(571)
<i>Trong đó, Lãi Vay:</i>	<i>(354)</i>	<i>(279)</i>	<i>(348)</i>	<i>(410)</i>
Lãi/(Lỗ) Từ Công Ty Liên Kết	(81)	32	32	32
Lợi Nhuận Khác	64	6	(10)	(17)
Lợi Nhuận Trước Thuế	10,968	11,600	12,208	12,558
Chi Phí Thuế TNDN	(1,949)	(2,147)	(2,259)	(2,324)
Lợi Nhuận Sau Thuế	9,019	9,453	9,949	10,234
Lợi Ích Cổ Đông Thiểu Số	146	61	64	66
Lợi Nhuận Chủ Sở Hữu	8,874	9,392	9,885	10,169
Lãi Cơ Bản Trên Cổ Phiếu	3,796	4,022	4,730	4,865

Các Chỉ Số Tài Chính

Các Chỉ Số	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tổng Tài Sản (%)	8.6%	4.5%	4.8%	3.8%
Tổng Nợ Vay (%)	71.4%	9.7%	5.4%	2.2%
Doanh Thu Thuần (%)	0.7%	2.3%	2.2%	2.3%
Lợi Nhuận Gộp (%)	2.7%	4.3%	2.9%	2.4%
Chi Phí BH & QLDN (%)	4.5%	2.8%	2.2%	2.2%
Lợi Nhuận Sau Thuế (%)	5.2%	4.8%	5.2%	2.9%
Đòn bẩy				
Nợ Vay / VCSH (%)	24.1%	25.6%	25.5%	24.9%
Nợ Vay Ròng / VCSH (%)	-41.7%	-44.8%	-47.1%	-49.2%
EBIT / Lãi Vay (x)	27.6	37.2	31.1	27.1
Nợ Vay / EBITDA (x)	0.7	0.7	0.8	0.8
Nợ Vay Ròng / EBITDA (x)	(1.2)	(1.3)	(1.4)	(1.5)
Thanh khoản				
Hệ Số Tiền Mặt (x)	1.3	1.4	1.5	1.5
Hệ Số Thanh Toán Nhanh (x)	1.7	1.7	1.8	1.9
Hệ Số Ngắn Hạn (x)	2.1	2.0	2.1	2.2
Lợi nhuận				
Biên Lợi Nhuận Gộp (%)	40.7%	41.4%	41.7%	41.7%
Biên EBIT (%)	16.2%	16.8%	17.1%	17.2%
Biên EBITDA (%)	19.6%	20.2%	20.2%	20.4%
Biên Lợi Nhuận Sau Thuế (%)	14.9%	15.3%	15.8%	15.8%
ROA (%)	17.8%	17.6%	17.6%	17.4%
ROE (%)	26.6%	26.6%	26.7%	26.1%
Quản lý				
Ngày Hàng Tồn Kho (Ngày)	59.4	59.6	58.0	58.9
Ngày Khoản Phải Thu (Ngày)	38.2	37.7	36.9	37.3
Ngày Khoản Phải Trả (Ngày)	40.5	39.2	38.6	38.9
Chu Kỳ Thanh Toán Tiền (Ngày)	57.1	58.1	56.2	57.3
Tỷ Lệ Thanh Toán Cổ Túc (%)	69.5%	85.7%	80.0%	85.0%

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