

## CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

- Q2/24, lợi nhuận ròng VNM tăng mạnh 21.5% svck, ghi nhận 2,670 tỷ đồng chủ yếu nhờ vào sự cải thiện về thị phần nội địa và VNM chốt được giá nguyên vật liệu bột sữa thấp hơn svck
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng 12.7%/4.2% trong năm 24/25 với động lực từ việc cải thiện biên LN gộp và sự phục hồi doanh thu từ cả thị trường nội địa và nước ngoài.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 79,800 đ/cp

### VNM có được kết quả kinh doanh vô cùng khả quan với tăng trưởng lợi nhuận đạt 21.5% svck

Q2/24, nhờ vào việc cải thiện thị phần nội địa đáng kể, tổng doanh thu VNM tăng 9.6% svck. Doanh thu nội địa (chiếm 81% tổng doanh thu) tăng 5.8% svck, đánh dấu mức tăng trưởng tốt nhất kể từ Q1/22. Bên cạnh đó, doanh thu nội địa tăng 29.8% svck nhờ vào việc phục hồi mạnh mẽ ở cả các chi nhánh con nước ngoài và thị trường xuất khẩu trực tiếp. Biên LN gộp cải thiện 2.0đ% svck, đạt 42.4% khi VNM chốt được giá nguyên liệu bột sữa nhập khẩu tốt hơn svck. Tổng kết, lợi nhuận ròng tăng mạnh 21.5% svck, ghi nhận mức tăng trưởng tốt nhất kể từ Q1/22.

### Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng 12.7%/4.2% trong năm 2024-25

Chúng tôi dự báo doanh thu nội địa VNM tăng 3%/4% trong năm 24-25 khi (1) ước tính sản lượng tiêu thụ tăng 1%/2% svck, (2) giá bán sản phẩm tăng 2%/2% svck. Bên cạnh đó, trong năm 24-25 với giả định (1) các chi nhánh nước ngoài tăng 13%/14% svck từ mức nền thấp của năm 22-23, (2) thị trường xuất khẩu trực tiếp tăng 17%/12% svck, chúng tôi ước tính doanh thu nước ngoài tăng 15%/13% svck. Biên LN ròng ước tính đạt 42.7% (+2đ% svck) nhờ vào nền giá bột kem nguyên liệu tốt hơn svck. Cùng với việc tối ưu phần chi phí hoạt động, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng tăng 12.7%/4.2% svck trong năm 24-25.

### Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 79,800 vnd/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp DCF (WACC: 8.9%) và P/E (18x) để đưa ra giá trị hợp lý cho VNM là 79,800 VND/cổ phiếu. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) Thị phần thấp hơn so với dự tính, (2) Tăng trưởng tiêu dùng nội địa còn chậm ảnh hưởng đến sức tiêu thụ nội địa VNM, (3) giá bột sữa thế giới tăng mạnh do yếu tố địa chính trị bất thường. Rủi ro tăng giá bao gồm: (1) Tăng trưởng thị trường nội địa cao hơn so với chúng tôi kỳ vọng, (2) Tăng trưởng doanh thu nước ngoài trong 2H24 cao hơn do sự phục hồi vượt dự tính.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	60,369	63,520	67,104	70,652
Lợi nhuận ròng	8,874	9,997	10,416	10,752
Tăng trưởng doanh thu thuần	0.7%	5.2%	5.6%	5.3%
Tăng trưởng LN ròng	4.2%	12.7%	4.2%	3.2%
Biên LN gộp	40.7%	42.7%	42.5%	42.5%
Biên EBITDA	20.4%	21.4%	21.2%	20.8%
ROAE	26.2%	28.4%	29.1%	29.2%
ROAA	17.5%	19.0%	19.4%	19.4%
EPS (VND/cổ phiếu)	4,246	4,784	4,984	5,145
BVPS (VND/cổ phiếu)	16,761	16,858	17,218	17,698

Nguồn: VNM, MBS Research ước tính

### Khả quan

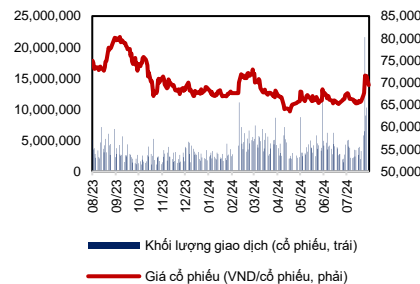
### Giá mục tiêu

VND79,800

Tiềm năng tăng giá  
(bao gồm tỷ suất cổ  
tức 5.3%)

15%

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	72,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	78,700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	63,500
Vốn hóa (tỷ VND)	147,755
P/E (TTM)	15.6
P/B	4.4
Thị suất cổ tức (%)	5.3
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	50.9

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Tổng CTDT và KD vốn NN	36
F&N Dairy Investments Pte Ltd	17.7
Platinum Victory Pte. Ltd	10.6
Khác	71.7

### Chuyên viên phân tích



### Nguyễn Quỳnh Ly

Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

## CTCP Sữa Việt Nam

### Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

#### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích VNM bởi:

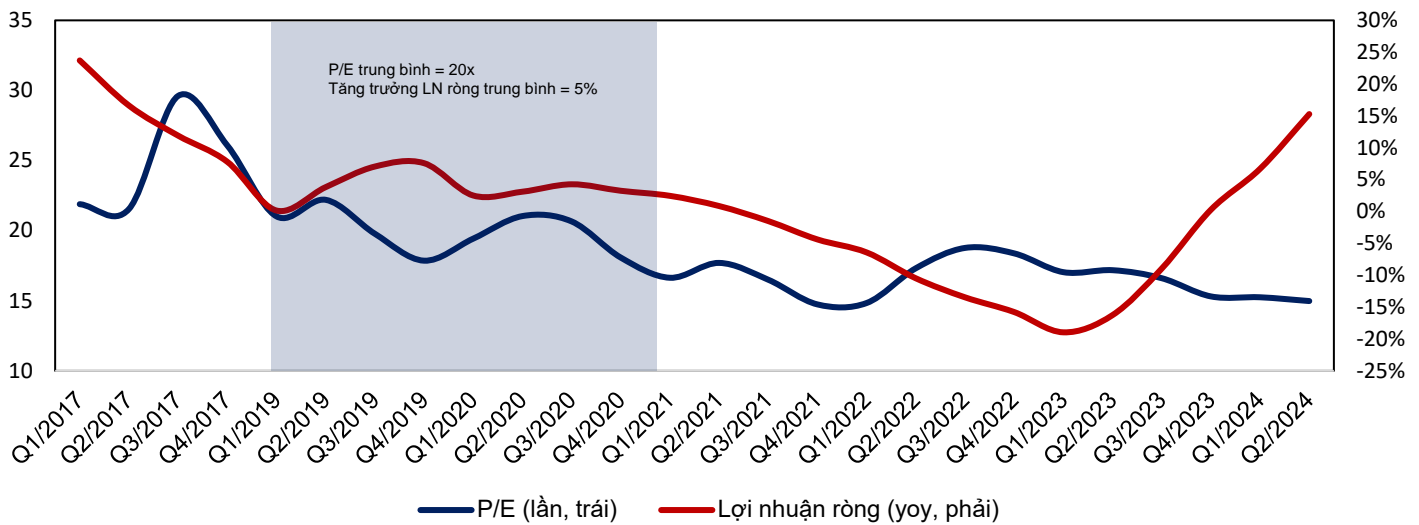
- Doanh nghiệp sữa lớn nhất Việt nam với tổng thị phần nội địa khoảng 43%, VNM đã có 1 sự bùng nổ về truyền thông trong năm 2023 với sự kiện tái định vị thương hiệu, đánh dấu 1 chiến lược sáng tạo mới tập trung vào thể hệ tiêu dùng mới tại Việt Nam. Trong bối cảnh sức cầu tiêu thụ sữa nội địa còn yếu, với thể mạnh về thị phần, VNM được kỳ vọng sẽ gia tăng được thị phần trong nước giai đoạn 24-25
- Nguồn nguyên liệu bột sữa giá thấp sẽ giúp VNM cải thiện biên LN gộp khoảng 2đ% trong năm 2024 và đi ngang trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp đạt 42.7% trong năm 2024 và đi ngang năm 25 khi nguồn cung bột sữa thế giới giảm nhẹ svck.
- Với động lực từ (1) sự cải thiện về thị phần nội địa và sự phục hồi của doanh thu nước ngoài hỗ trợ cho tăng trưởng tổng doanh thu, (2) biên LN gộp đạt 42.7% trong năm 2024, lợi nhuận ròng năm 24 được ước tính tăng 12.7% svck, ghi nhận 9,997 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ duy trì được thị phần nội địa và biên LN gộp tương đương năm 2024, từ đó lợi nhuận ròng tăng nhẹ 4.2% svck trong năm 2025.
- VNM sở hữu lợi suất cổ tức cao, tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình duy trì ở mức 80% trong 5 năm gần đây, tương đương khoảng 3,900VND/cổ phiếu, lợi suất cổ tức đạt 5.3%

#### Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp DCF (WACC: 8.9%) và P/E 18x để đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu trong vòng 1 năm cho VNM là 79,800 đồng (tiềm năng tăng giá 10%, chưa bao gồm lợi suất cổ tức 5.3%), cụ thể:

- Phương pháp DCF với WACC: 8.9%, COE: 9.3%, LTG: 1% để phản ánh ước tính về sự tăng trưởng của VNM trong giai đoạn 24-33e
- Với phương pháp P/E, chúng tôi sử dụng tham chiếu trong giai đoạn 19-20 (P/E=20x) khi VNM có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng tương tự giai đoạn 24-25F, tuy nhiên chúng tôi giảm 10% và sử dụng P/E ở mức 18x do (1) đây là giai đoạn phục hồi từ mức nền thấp năm 2023, (2) tăng trưởng doanh thị trường sữa Việt Nam 24-28 ít hơn so với giai đoạn 18-23 khoảng 3đ% (theo ước tính của Euromonitor)

Hình 1: Tăng trưởng lợi nhuận ròng và P/E



Hình 2: Tổng hợp phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND/cp)
FCFF	50%	39,120
P/E	50%	40,701
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>79,800</b>
Giá hiện tại (06/08/2024)		72,700
Tiềm năng tăng giá		10%

Nguồn: MBS Research ước tính

Hình 3: Dự báo dòng tiền phương pháp DCF

	2024	2025	2026	2027	///	2033
EBIT	11,446	12,000	12,367	13,173		18,886
Khấu hao	1,905	2,002	2,107	2,200		2,762
Đầu tư tài sản cố định	(1,779)	(1,879)	(1,978)	(2,099)		(2,915)
Thay đổi vốn lưu động	(1,369)	(959)	(321)	(391)		(505)
Dòng tiền tự do	10,203	11,164	12,175	12,882		18,228
Chi phí thuế	(2,195)	(2,287)	(2,361)	(2,514)		(3,602)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	8,008	8,876	9,813	10,368		14,626
Giá trị năm cuối mô hình						186,586
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7,353	7,485	7,599	7,372		6,236
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình						79,553

Hình 4: Định giá theo FCFF và các giả định

FCFF valuation		
(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2024E-2033E	tỷ đồng	70,008
(+) Giá trị hiện tại giá trị DN cuối chu kỳ	tỷ đồng	79,553
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>149,561</b>
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	21,812
(-) Nợ vay ngắn và dài hạn	tỷ đồng	-7,873
<b>Giá trị VCSH</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>163,500</b>
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	2,090
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>	<b>đồng/cp</b>	<b>78,241</b>

Nguồn: VNM, MBS Research ước tính

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Tăng trưởng dài hạn	1.0%
Beta	0.7
Phần bù rủi ro thị trường	9.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Chi phí vốn CSH	9.3%
Chi phí sử dụng nợ	5.5%
Thuế DN	20.0%
<b>WACC</b>	<b>8.9%</b>

Nguồn: VNM, MBS Research ước tính

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Doanh nghiệp	Mã Bloomberg	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
			TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024
			<b>Doanh nghiệp sữa VN</b>							
HANOIMILK	HNM VN	15.90	14.9	n/a	0.9	n/a	5.7	n/a	9.7	n/a
Sữa Quốc tế	IDP VN	664.70	16.0	n/a	5.1	n/a	18.3	n/a	33.8	n/a
Giống bò sữa Mộc Châu	MCM VN	171.70	14.1	n/a	1.8	n/a	12.3	n/a	13.8	n/a
<i>Trung bình</i>			15.0		2.6		12.1		19.1	
<b>Doanh nghiệp sữa nước ngoài</b>										
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH	22,346	12.8	12.8	2.8	2.7	22.6	22.1	8.3	8.0
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK	7,291	11.0	9.6	1.2	1.1	11.4	11.6	4.1	4.7
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH	1,505	11.4	18.0	1.2	1.2	11.1	6.5	4.1	2.3
Fraser & Neave Holdings Bhd	FNH MK	2,373	19.3	18.0	3.2	3.0	17.1	16.6	11.1	11.2
Yakult Honsha Co Ltd	2267 JT	6,319	17.8	16.6	1.6	1.5	9.7	9.4	6.5	8.0
MEIJI Holdings Co Ltd	2269 JT	6,782	20.1	18.8	1.4	1.3	7.0	7.3	4.3	4.5
<i>Trung bình</i>			15.4	15.6	1.9	1.8	13.2	12.2	6.4	6.4
<b>CTCP Sữa Việt Nam</b>		<b>5,467</b>	<b>15.6</b>	<b>13.8</b>	<b>4.4</b>	<b>3.9</b>	<b>17.5</b>	<b>19.1</b>	<b>28.9</b>	<b>28.4</b>

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

**Rủi ro giảm giá:**

- Thị phần trong nước thấp hơn so với dự tính, tiêu dùng nội địa vẫn còn chậm
- Sự cải thiện về thị phần nội địa ít hơn so với ước tính do tính không hiệu quả của các chương trình hỗ trợ bán hàng
- Giá bột sữa thế giới tăng mạnh do yếu tố địa chính trị bất thường hay rủi ro về thời tiết. Rủi ro tăng giá bao gồm: (1) Tăng trưởng thị trường nội địa cao hơn so với chúng tôi kỳ vọng, (2) Tăng trưởng doanh thu nước ngoài trong 2H24 cao hơn do sự phục hồi vượt dự tính.

**Rủi ro tăng giá:**

- Tăng trưởng thị trường nội địa cao hơn so với chúng tôi kỳ vọng
- Tăng trưởng doanh thu nước ngoài trong 2H24 cao hơn do sự phục hồi vượt dự tính.

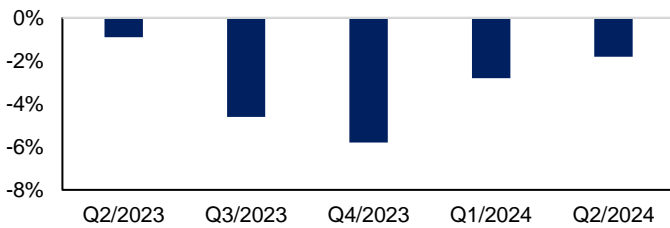
## Kết quả kinh doanh vô cùng khả quan trong Q2/24

Hình 6: KQKD Q2/24 (tỷ đồng)

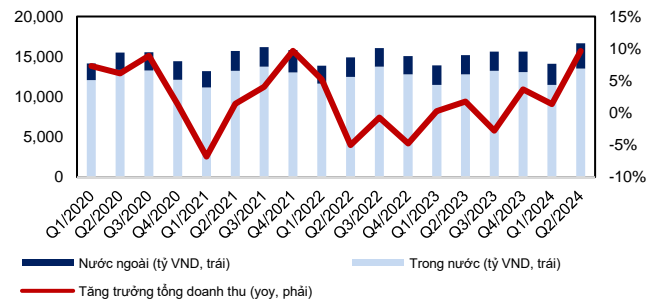
Đơn vị: tỷ đồng	Q2/2024	qoq (%)	yoy (%)	1H24	yoy (%)	Đánh giá
<b>Doanh thu thuần</b>	16,656	18.0%	9.6%	30,768	5.7%	(1) Thị phần VNM cải thiện 1-1.2% svck chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng ấn tượng của ngành hàng sữa chua uống, (2) Giá bán sản phẩm cao hơn svck
-Trong nước	13,532	17.7%	5.8%	25,029	3.1%	(1) Vấn đề bao bì sản phẩm của Driftwood milk được giải quyết, do đó VNM cải thiện được nguồn cung và giúp các chi nhánh nước ngoài có sự tăng trưởng 22% svck, (2) Thị trường xuất khẩu trực tiếp tăng 37% svck nhờ vào sự phục hồi của tiêu dùng chung.
-Nước ngoài	3,124	19.5%	29.8%	5,739	18.7%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	7,068	19.6%	14.9%	12,979	12.4%	Chi phí bột sữa thấp hơn so với giai đoạn 22-23, giúp cho biên LN gộp cải thiện 2đ% svck
<b>Biên LN gộp</b>	42.4%	0.5đ%	2.0đ%	42.2%	2.5đ%	VNM tăng cường chi phí hỗ trợ bán hàng (Q2/24 +30% svck), đặc biệt doanh nghiệp luôn phải duy trì ở mức cao tại các khu vực nông thôn do tính cạnh tranh cao, nhằm duy trì thị phần.
Chi phí bán hàng	3,575	15.5%	11.7%	6,670	8.6%	
Chi phí QLDN	456	15.1%	5.9%	852	3.9%	
<b>Chi phí bán hàng QLDN/tổng doanh thu</b>	24.2%	-0.5đ%	0.3đ%	24.4%		Q2/24, các khoản tương đương tiền giảm 77% svck và mức nền lãi suất tiền gửi thấp hơn svck, do đó thu nhập tài chính giảm 24% svck
Thu nhập tài chính	373	-3.7%	-2.8%	761	-5.4%	
Chi phí tài chính	88	-14.5%	-24.4%	190	-30.6%	
LN trước thuế	3,309	22.3%	21.3%	6,014	19.3%	
Thuế	614	23.4%	24.1%	1,112	27.4%	
<b>LN ròng</b>	2,670	21.7%	21.5%	4,865	20.0%	LN ròng ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất kể từ Q1/22 nhờ vào (1) thị phần trong nước được cải thiện đáng kể, giúp cho doanh thu nội địa tăng 6% svck và tăng 18% sv quý trước, (2) biên LN gộp tăng 2đ%, ghi nhận 42.4% khi giá nguyên liệu bột sữa giảm nhiệt so với mức nền cao của năm 22-đầu năm 23

Nguồn: VNM, MBS Research

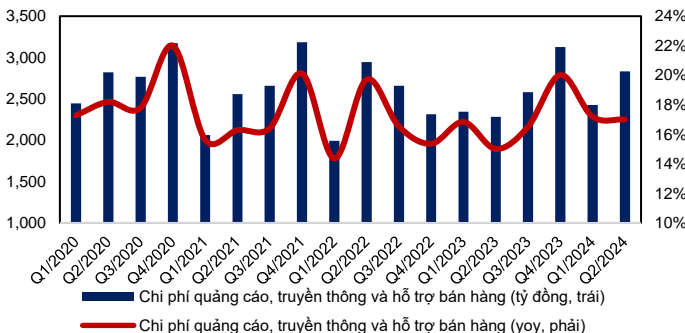
Hình 7: Tăng trưởng của ngành sữa tại Việt Nam



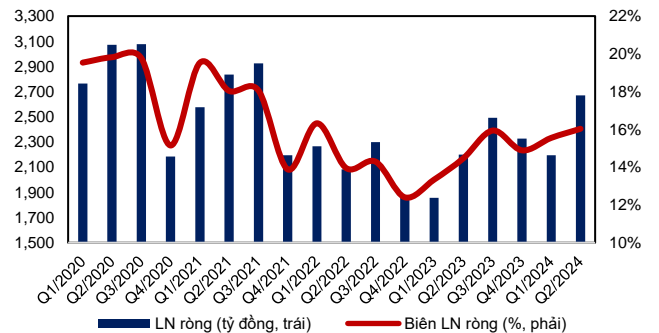
Hình 8: Doanh thu theo khu vực và tăng trưởng về tổng doanh thu



Hình 9: Q2/24, Chi phí hỗ trợ bán hàng, quảng cáo và truyền thông/tổng doanh thu đạt 17% - cao hơn so với trung bình năm 22-23



Hình 10: Lợi nhuận ròng và biên LN ròng



Nguồn: VNM, MBS Research

Nguồn: VNM, MBS Research

## Lợi nhuận ròng ước tính tăng 12.7%/4.2% svck nhờ vào sự cải thiện đáng kể của biên LN gộp và sự phục hồi ở cả thị trường trong nước và nội địa năm 24-25

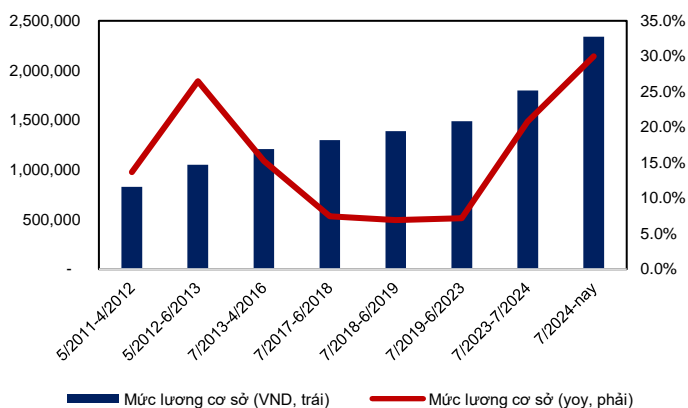
### Thị trường nội địa dự báo tăng trưởng 3%/4% svck trong năm 24-25F

2H24 sự phục hồi tiêu dùng sẽ rõ rệt hơn nhờ vào (1) sự cải thiện ở khu vực sản xuất, (2) sự hỗ trợ về thu nhập khi mức lương cơ bản tăng 30% và lương tối thiểu vùng tăng 6% svck

Trong 2H24, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng sẽ cải thiện tốt hơn nhờ vào (1) Đơn hàng mới liên tục ghi nhận sự tăng trưởng tốt ở khu vực sản xuất, (2) Mức lương cơ bản tăng mạnh mẽ 30% kể từ T7/24 phần nào sẽ có tác động đến tiêu dùng trong ngắn hạn.

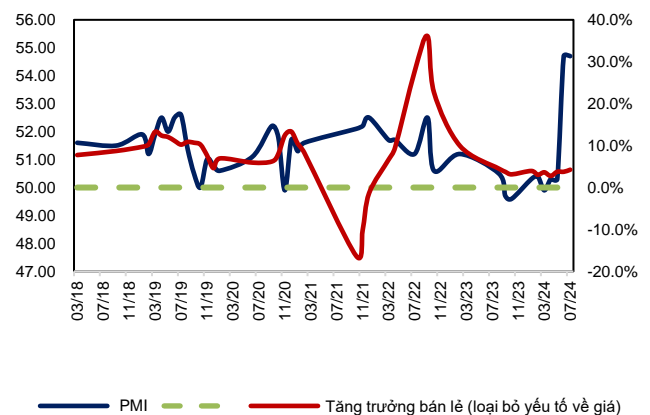
- Tháng 6-7/24, chỉ số PMI trung bình neo cao ở mức 54 cho thấy sự cải thiện rõ rệt về số lượng đơn hàng mới ở khu vực sản xuất, ngoài ra các sản phẩm công nghiệp (tivi, oto, xe máy) cũng ghi nhận sự tăng trưởng nổi bật svck. Các đơn hàng mới cải thiện tạo thêm công ăn việc làm cho người lao động tại khu vực sản xuất, từ đó thu nhập cải thiện.
- Bên cạnh đó, T7/2024, mức lương cơ bản tăng mạnh 30% svck, đánh dấu mức tăng trưởng mạnh nhất kể từ năm 2011. Năm ngoái, mức lương cơ bản tăng 21% svck tuy nhiên chúng tôi nhận thấy chưa tác động nhiều vào tăng trưởng bán lẻ do nhiều yếu tố như (1) Nền kinh tế còn nhiều khó khăn, khoản tiết kiệm bị ảnh hưởng, người tiêu dùng vẫn đang thắt chặt chi tiêu, (2) Lương tối thiểu vùng giữ nguyên trong năm 2023, lượng đơn hàng mới chưa nhiều khiến cho thu nhập người lao động chưa có sự cải thiện. Tuy nhiên, năm nay, với sự hỗ trợ của các yếu tố như (1) nền kinh tế phục hồi, đơn hàng mới ở khu vực sản xuất gia tăng, (2) Mức lương tối thiểu vùng tăng 6% svck, lên mức 4.96 triệu đồng (vùng 1) sẽ giúp cho tiêu dùng trong nước cải thiện.

Hình 11: Mức lương cơ sở tăng 30% kể từ T7/24 phần nào sẽ hỗ trợ chi tiêu người tiêu dùng trong ngắn hạn..



Nguồn: GSO, MBS Research

Hình 12: PMI cải thiện là dấu hiệu tích cực cho thu nhập của người lao động và cầu tiêu dùng nội địa.



Nguồn: GSO, MBS Research

### Doanh thu nội địa được dự báo tăng 3%/4% trong năm 2024-25

Năm 2024, chúng tôi ước tính tiêu thụ sữa tại Việt Nam có thể đi ngang nhờ vào các yếu tố (1) nhu cầu trong 1H24 còn khá yếu (ngành sữa giảm khoảng 2.4%

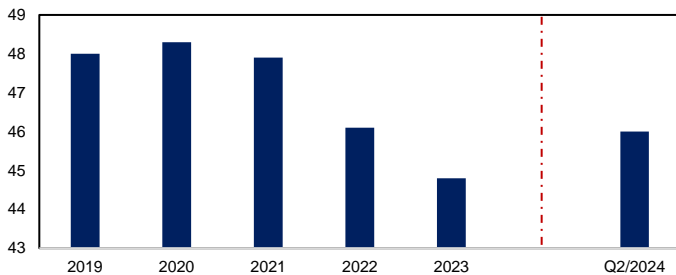


svck), (2) nhu cầu tiêu dùng chung sẽ tốt hơn trong 2H24 nhờ vào sự lan tỏa ở khu vực sản xuất, các đơn hàng mới liên tục gia tăng sẽ giúp cải thiện thêm mức thu nhập cho người lao động và mức lương cơ bản tăng đáng kể svck. Với việc ước tính sản lượng sữa nội địa đi ngang, chúng tôi dự báo VNM sẽ giành lại được 0.5-1% thị phần nội địa sau sự kiện tái định vị thương hiệu, mức tăng tiêu thụ trong nước của VNM ước tính tăng khoảng 1%/2% svck trong năm 24-25

Theo đánh giá, VNM hiện đã và đang tập trung vào các sản phẩm ở phân khúc cao cấp hơn, ít đường và nhiều hàm lượng dinh dưỡng. Các sản phẩm có giá bán cao hơn 5-20% (tùy phân khúc) so với các sản phẩm trước của VNM. Vì vậy, chúng tôi để ước tính giá cao hơn cho năm 2024/25 là giá bán tăng trung bình 2% svck – cao hơn mức 1%-1.5% ở các giai đoạn trước.

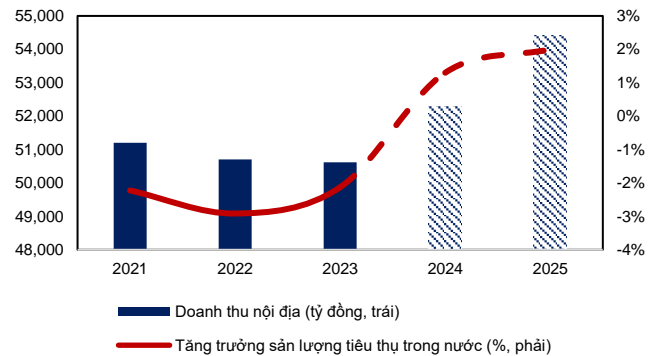
Tổng kết, chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa VNM có thể tăng 3%/4% trong năm 2024-25.

Hình 13: VNM đã mất thị phần trong 2 năm gần đây tuy nhiên đã tăng lại khoảng 1-1.2% sau khi sự kiện tái định vị hình ảnh ra mắt.



Nguồn: BMI, VNM, MBS Research

Hình 14: Dự báo doanh thu nội địa của VNM

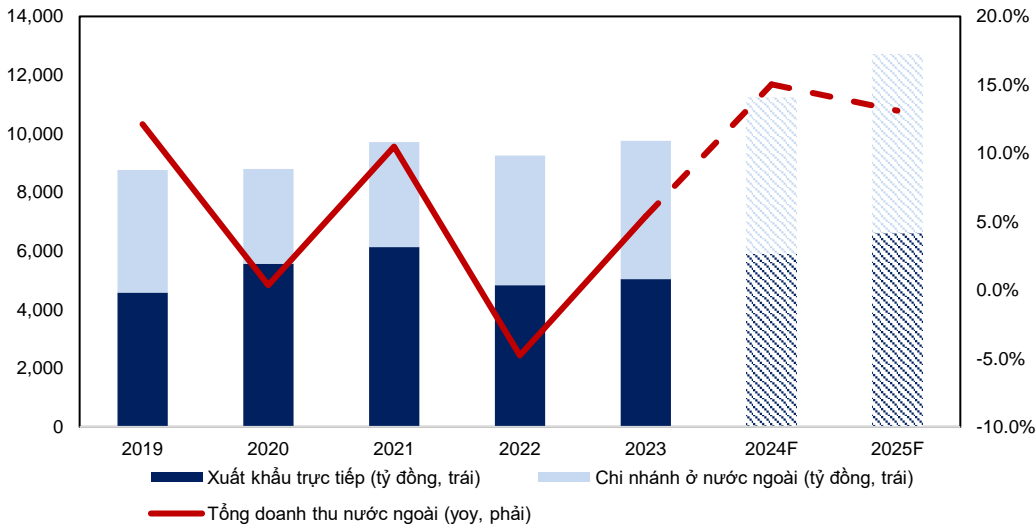


Nguồn: VNM, MBS Research ước tính

### Doanh thu nước ngoài dự kiến tăng trưởng 15%/13.1% svck trong năm 2024-25

VNM có thế mạnh lớn về c phát triển bền vững trong chuỗi cung ứng, giúp cho các sản phẩm của VNM dễ dàng hơn trong việc thâm nhập thị trường nước ngoài. Trong năm 2024-25, chúng tôi kỳ vọng thị trường xuất khẩu có mức tăng trưởng 15%/13.1% svck với các giả định (1) các chi nhánh nước ngoài tăng 13%/14% svck trong năm 2024 từ mức nền thấp năm 2023, khi ở thị trường Mỹ, nguồn cung sản xuất VNM có thể tăng trở lại để đáp ứng nhiều hơn nhu cầu tiêu thụ sau khi Driftwood milk đã giải quyết xong được vấn đề về bao bì, ở Angkor Milk tiếp tục duy trì sự phục hồi, (2) Thị trường xuất khẩu trực tiếp tăng 17%/12% svck nhờ vào sự phục hồi tiêu dùng ở các thị trường xuất khẩu chính (Châu Á, Trung Đông).

Hình 15: Dự báo doanh thu xuất khẩu giai đoạn 24-25



Nguồn: VNM, MBS Research ước tính

**Biên LN gộp dự kiến đạt 42.7% trong năm 2024-25F khi VNM chốt được giá bột sữa nhập khẩu tương tự nửa đầu năm 2024.**

Giá nguyên liệu bột sữa có thể ở mức 3,200 USD/MT (ước tính -6% svck) trong năm 24 và duy trì trong năm 2025.

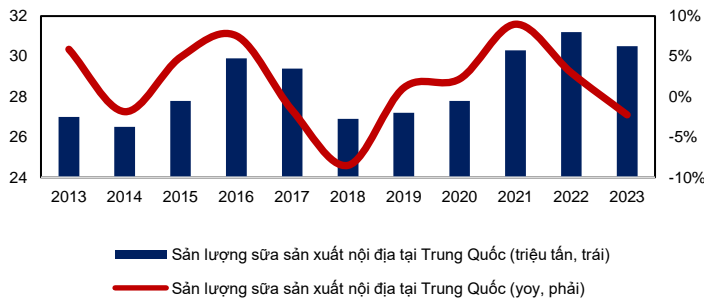
Chúng tôi ước tính giá nguyên liệu bột sữa VNM duy trì ở mức 3,200 USD/MT (-6% svck) khi VNM đã chốt được giá nguyên liệu bột sữa ở mức thấp cho cả năm 2024.

Trong năm 2025, nguồn cung thế giới được dự báo giảm nhẹ svck, do vậy chúng tôi dự tính giá bột sữa nhập khẩu VNM có thể tăng nhẹ 2% svck do:

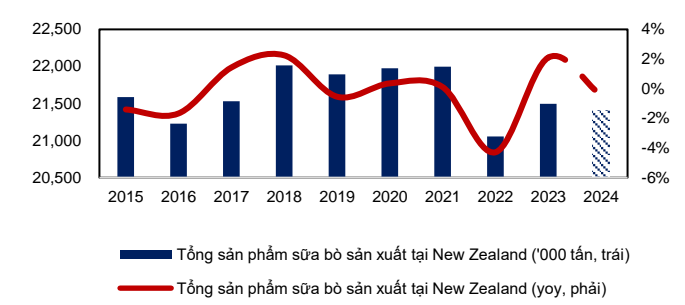
- Tại New Zealand (quốc gia đứng thứ 7 về sản xuất sản phẩm sữa trên thế giới, đứng thứ 1 về sản lượng bột sữa nguyên kem trên thế giới) dự báo sản lượng bột sữa sẽ giảm, nguyên do từ (1) Điều kiện thời tiết không thuận lợi, pha elnino đến khiến cho nguồn nước nuôi bò sữa tại New Zealand bị ảnh hưởng, (2) lạm phát gia tăng cùng lãi suất cho vay nông nghiệp ở NZ gia tăng khiến cho chi phí chăn nuôi tăng lên 19% từ mức trung bình 10% (tính trên giá hòa vốn của trang trại). Đây vẫn là 1 trở ngại lớn cho các hộ chăn nuôi ở NZ và dự báo lượng bò sữa giảm từ 4,680 (nghìn con) chỉ còn khoảng 4,640 nghìn con trong năm 2024.
- Bên cạnh đấy, năm 2024, nguồn cung bột sữa trên thế giới dự định svck khi (1) Trung Quốc tăng nguồn cung nội địa trong khi nhu cầu tiêu dùng vẫn đang ở mức nền yếu, vì vậy TQ giảm lượng nhập khẩu bột sữa từ New Zealand và EU (2) Do những lo ngại về vấn đề thời tiết, gây ra tình trạng khô hạn ở một số vùng tại NZ sẽ khiến cho sản lượng sữa ảnh hưởng, theo dự báo USDA sản lượng sản xuất tại NZ chỉ còn khoảng 21.2 triệu tấn (giảm nhẹ so với mức trung bình 5 năm là 21.6 triệu tấn).



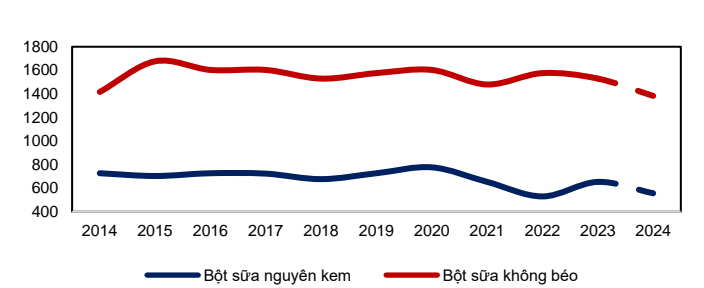
Hình 16: Quy mô chăn nuôi trang trại hiện đại gia tăng giúp cho Trung Quốc duy trì sản lượng sản xuất sữa nội địa duy trì ở mức cao..



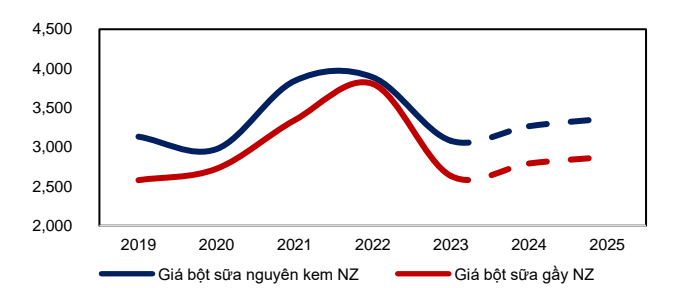
Hình 17: Dự báo sản phẩm sữa bò từ New Zealand



Hình 18: Dự báo sản phẩm bột sữa tại Châu Âu giảm trong năm 2024



Hình 19: Ước tính giá bột sữa tăng nhẹ 2% svck trong năm 2025



Nguồn: USDA, MBS Research

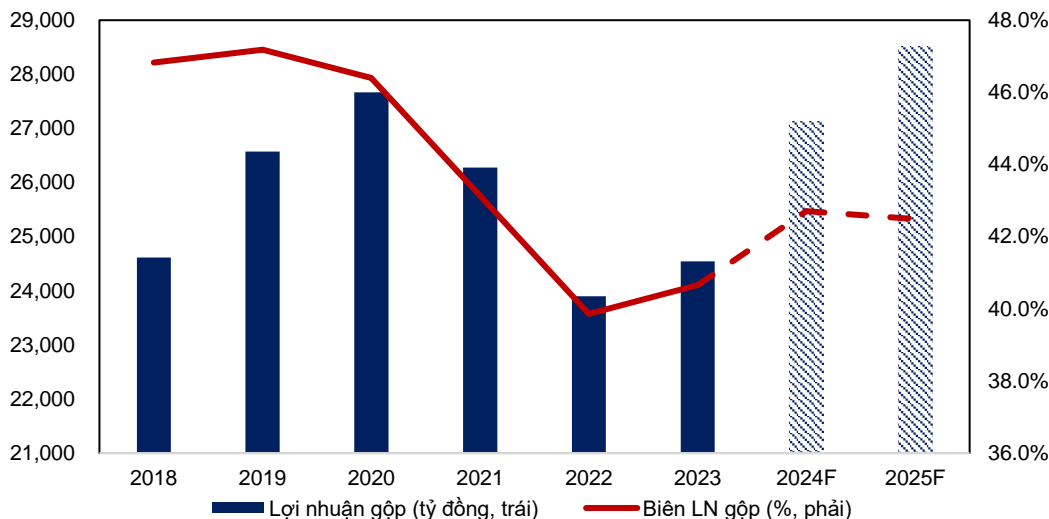
Nguồn: USDA, MBS Research ước tính

**Biên LN gộp ước tính cải thiện 2d% trong năm 2024 và duy trì trong năm 2025**

1H24, biên LN gộp đã có sự cải thiện đáng kể 2.5d% svck, ghi nhận 42.4% do mức giá nguyên liệu bột sữa thấp hơn so với mức nền 22-23. Theo chia sẻ, VNM đã chốt xong giá bột sữa nhằm duy trì mức biên LN gộp ổn cho cả năm 2024. Nhờ đó, chúng tôi ước tính cả năm 2024, biên LN gộp cải thiện 2d% svck, ghi nhận 42.7%.

Trong năm 2025, với giả định (1) giá bột sữa thế giới tăng nhẹ 2% svck do nguồn cung thế giới có sự giảm nhẹ hơn so với năm 2024, (2) giá bán sản phẩm tăng trung bình 2% svck, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp duy trì ở mức 42.5%

Hình 20: Biên LN gộp VNM năm 2024-25F

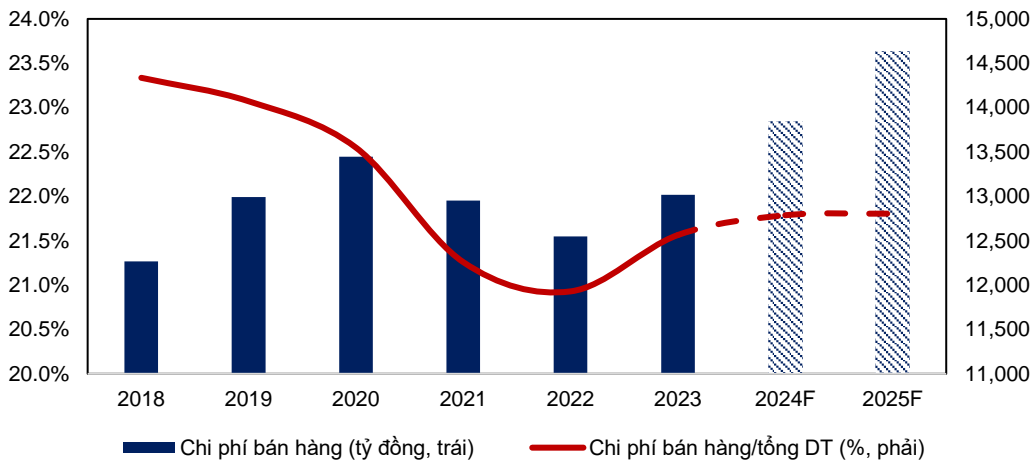


Nguồn: VNM, MBS Research ước tính

**VNM tăng chi phí hỗ trợ bán hàng nhằm duy trì thị phần VNM trong bối cảnh tiêu dùng chung còn yếu.**

Triển khai chương trình tái định vị hình ảnh khi tiêu dùng sữa nói chung tại Việt nam còn yếu là một quyết định khá táo bạo của VNM. Chúng tôi nhận thấy việc mở thêm đội ngũ sáng tạo in-house trong năm 2023 sẽ giúp VNM kiểm soát tốt hơn chất lượng hình ảnh thương hiệu và tiếp cận đúng tệp khách hàng hơn. Việc này cũng đã hỗ trợ VNM cải thiện thị phần đáng kể trong 1H24. Năm 24/25, dự báo tỷ lệ chi phí hỗ trợ bán hàng/tổng doanh thu sẽ ở khoảng 15.6% (+0.4d% so với trung bình giai đoạn 20-23) nhằm duy trì thị phần VNM, đặc biệt là khu vực nông thôn – nơi có tính cạnh tranh cao của các sản phẩm sữa VNM. Chúng tôi dự báo tổng chi phí bán hàng/doanh thu tăng nhẹ 0.2d% lên mức 21.8%. Mức chi phí này sẽ khiến tổng chi phí bán hàng tăng 6.3%/5.7% trong năm 24-25

Hình 21: Dự báo chi phí bán hàng trong giai đoạn 2024-25



Nguồn: VNM, MBS Research ước tính

Dự báo KQKD giai đoạn 2024-25

Hình 22: Dự báo KQKD 2024-25 (đơn vị: tỷ VND)

Đơn vị: tỷ đồng	2023	2024F	yoy	2025F	yoy	Đánh giá
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>60,370</b>	<b>63,520</b>	<b>5.2%</b>	<b>67,104</b>	<b>5.6%</b>	
- Trong nước	50,618	52,302	3.3%	54,415	4.0%	(1) Giá bán ước tính tăng 2% trong năm 24/25, (2) Trong bối cảnh sức cầu tại thị trường sữa nội địa còn yếu, sản lượng tiêu thụ ước tính tăng 1%/2% trong năm 24-25
- Nước ngoài	9,752	11,218	15.0%	12,689	13.1%	(1) VNM có thêm các khách hàng xuất khẩu và mở rộng được thêm sản phẩm sữa đặc và sữa chua sang thị trường Trung Quốc, cùng với sự phục hồi tại thị trường Trung Đông, từ đó doanh thu xuất khẩu trực tiếp tăng trưởng 17%/12% trong năm 24/25, (2) Sức cầu tiêu dùng ổn định tại Campuchia và thị trường trường học tại Mỹ sẽ giúp các chi nhánh con duy trì tăng trưởng ở mức 13%/14% trong năm 24/25
Lợi nhuận gộp	24,545	27,127	10.5%	28,511	5.1%	VNM đã chốt được bột sữa nhập khẩu ở tầm giá 3,100 - 3,200 cho nửa cuối năm 2024, chúng tôi ước tính giá nhập khẩu cả năm 2024 ở mức 3,200 USD (-6% svck) và năm 2025 sẽ tăng khoảng 2% do thiếu nguồn cung trên thế giới. Điều này giúp cho biên LN gộp năm 2024 cải thiện 2.5 đ% svck và duy trì trong năm 2025
<b>Biên LN gộp</b>	<b>41%</b>	<b>43%</b>	<b>2đ%</b>	<b>42%</b>		Chi phí bán hàng tăng mạnh hơn do chúng tôi tăng chi phí cho truyền thông, quảng cáo, tăng độ nhận diện hình ảnh của VNM vào giai đoạn đầu tiên của chiến lược tái định vị thương hiệu.
Chi phí bán hàng	13,018	13,839	6.3%	14,632	5.7%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,756	1,842	4.9%	1,879	2.0%	
% Chi phí quản trị DN & bán hàng/Doanh thu	24%	25%		25%		
Doanh thu tài chính	1,716	1,460	-15.0%	1,426	-2.3%	
Chi phí tài chính	503	467	-7.2%	470	0.5%	
LNTT	10,968	12,356	12.7%	12,874	4.2%	
Thuế TNDN	1,949	2,195	12.7%	2,287	4.2%	
LN ròng	8,874	9,997	12.7%	10,416	4.2%	LN ròng tăng 12.7% trong năm 2024 với động lực chủ yếu nhờ vào nhập khẩu bột sữa giá rẻ. Năm 2025, khi cầu tiêu dùng nội địa cải thiện 2% svck, biên LN gộp duy trì so với năm 2024, LN ròng dự tính tăng trưởng 4.2% svck, ghi nhận 10,416 tỷ đồng.

Nguồn: VNM, MBS Research dự tính

**Báo cáo tài chính**

Báo cáo kết quả HKKD	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	60,369	63,520	67,104	70,652
Giá vốn hàng bán	(35,824)	(36,393)	(38,593)	(40,619)
Lợi nhuận gộp	24,545	27,127	28,511	30,034
Chi phí quản lý DN	(1,756)	(1,842)	(1,879)	(2,049)
Chi phí bán hàng	(13,018)	(13,839)	(14,632)	(15,618)
LN từ HKKD	9,771	11,446	12,000	12,367
EBITDA thuần	12,317	13,597	14,247	14,719
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>9,771</b>	<b>11,446</b>	<b>12,000</b>	<b>12,367</b>
Thu nhập lãi	1,716	1,460	1,426	1,460
Chi phí tài chính	(503)	(467)	(470)	(455)
Thu nhập ròng khác	64	(2)	(2)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	(81)	(81)	(81)	(81)
<b>LN trước thuế</b>	<b>10,968</b>	<b>12,356</b>	<b>12,874</b>	<b>13,290</b>
Thuế TNDN	(1,949)	(2,195)	(2,287)	(2,361)
Lợi nhuận sau thuế	9,019	10,161	10,587	10,929
Lợi ích cổ đông thiểu số	146	164	171	176
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>8,874</b>	<b>9,997</b>	<b>10,416</b>	<b>10,752</b>

Bảng cân đối kế toán	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	2,912	2,756	3,042	4,000
Đầu tư ngắn hạn	20,137	19,056	18,789	19,783
Phải thu khách hàng	4,808	5,059	6,016	6,334
Hàng tồn kho	6,128	7,622	8,052	8,478
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>35,936</b>	<b>36,544</b>	<b>38,065</b>	<b>40,875</b>
Tài sản cố định	11,689	11,243	11,018	10,636
Xây dựng cơ bản dở dang	937	968	1,344	834
BDS đầu tư	56	47	38	29
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD, LK	603	603	603	603
Các khoản đầu tư dài hạn khác	902	949	1,003	1,056
Tổng tài sản dài hạn	16,737	16,229	16,449	15,623
<b>Tổng tài sản</b>	<b>52,673</b>	<b>52,773</b>	<b>54,514</b>	<b>56,499</b>
Vay & nợ ngắn hạn	8,218	7,622	8,052	8,478
Phải trả người bán	3,806	4,005	4,230	4,454
Phải trả ngắn hạn khác	2,751	2,894	3,058	3,220
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>17,139</b>	<b>17,009</b>	<b>17,969</b>	<b>18,919</b>
Vay & nợ dài hạn	238	251	265	279
Các khoản phải trả khác	270	285	301	317
Tổng Nợ dài hạn	509	536	566	596
<b>Tổng nợ</b>	<b>17,648</b>	<b>17,544</b>	<b>18,534</b>	<b>19,514</b>
Vốn điều lệ	20,900	20,900	20,900	20,900
Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	3,926	3,803	4,016	4,498
Các quỹ thuộc VCSH	6,837	7,194	7,600	8,002
Vốn chủ sở hữu	35,026	35,417	36,230	37,306
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	35,026	35,417	36,230	37,306
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>52,673</b>	<b>52,962</b>	<b>54,765</b>	<b>56,821</b>

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024F	2025F	2026F
LN trước thuế	10,968	12,356	12,874	13,290
Khấu hao	2,546	1,836	1,924	2,029
Thuế đã nộp	(1,564)	(2,195)	(2,287)	(2,361)
Các khoản điều chỉnh khác	(273)	(1,850)	(2,279)	(1,304)
Thay đổi VLD	(2,808)	(1,369)	(959)	(321)
<b>LC TT từ HKKD</b>	<b>7,887</b>	<b>9,137</b>	<b>9,636</b>	<b>11,665</b>
Đầu tư TSCĐ	(1,580)	(1,779)	(1,879)	(1,978)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	105	36	20	24
<b>LC TT từ đầu tư</b>	<b>(2,989)</b>	<b>(559)</b>	<b>(1,644)</b>	<b>(2,996)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	490	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	3,512	(583)	444	440
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(8,152)	(8,151)	(8,151)	(8,151)
<b>LC TT từ hoạt động TC</b>	<b>(4,293)</b>	<b>(8,734)</b>	<b>(7,707)</b>	<b>(7,711)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	2,300	2,912	2,756	3,042
LC tiền thuần trong năm	612	(156)	285	958
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>2,912</b>	<b>2,756</b>	<b>3,042</b>	<b>4,000</b>

Các chỉ số cơ bản	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu thuần	0.7%	5.2%	5.6%	5.3%
Tăng trưởng EBITDA	4.0%	10.4%	4.8%	3.3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	0.2%	17.1%	4.8%	3.1%
Tăng trưởng LN trước thuế	4.5%	12.7%	4.2%	3.2%
Tăng trưởng LN ròng	4.2%	12.7%	4.2%	3.2%
Tăng trưởng EPS	4.9%	12.7%	4.2%	3.2%
Biên LN gộp	40.7%	42.7%	42.5%	42.5%
Biên EBITDA	20.4%	21.4%	21.2%	20.8%
Biên LN ròng	14.7%	15.7%	15.5%	15.2%
ROAE	26.2%	28.4%	29.1%	29.2%
ROAA	17.5%	19.0%	19.4%	19.4%

Vòng quay tài sản	1.2	1.2	1.3	1.3
Cổ tức chi trả/LN ròng	91.9%	81.5%	78.3%	75.8%
Tổng nợ vay/VCSH	24.1%	22.2%	23.0%	23.5%
Nợ vay ròng/VCSH	15.8%	14.4%	14.6%	12.8%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	10.5%	9.7%	9.7%	8.4%
Khả năng thanh toán lãi vay	1.49	1.50	1.50	1.51
Số ngày phải thu	29.1	29.1	32.7	32.7
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	62.4	76.4	76.2	76.2
Số ngày phải trả tiền bán	38.8	40.2	40.0	40.0

Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.1	2.1	2.1	2.2
Khả năng thanh toán nhanh	1.7	1.7	1.7	1.7
Khả năng thanh toán tiền mặt	1.3	1.3	1.2	1.3
<b>Định giá</b>				
EPS	4,246	4,784	4,984	5,145
BVPS	16,761	16,858	17,218	17,698
P/E	18.8	13.8	13.2	12.8
P/B	4.8	3.9	3.8	3.7

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Ngô Quốc Hưng  
Nghiêm Phú Cường  
Đinh Hà Anh*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Lý  
Nguyễn Đức Hải*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức  
Nguyễn Minh Trí  
Lê Hải Thành*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*

### Công nghiệp – Năng Lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng  
Phạm Thị Thanh Huyền*