

THÁCH THỨC BÙA VÂY

20/01/2024

KHUYẾN NGHỊ TĂNG TỶ TRỌNG

Giá hợp lý	72,500
Giá hiện tại	61,900
Tiềm năng tăng/giảm	17%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	2,089.96
Free float (triệu)	835.98
Vốn hóa (tỷ VND)	128,950.25
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	2,252,353
Sở hữu nước ngoài (%)	51.33%
Ngày niêm yết đầu tiên	19/01/2006

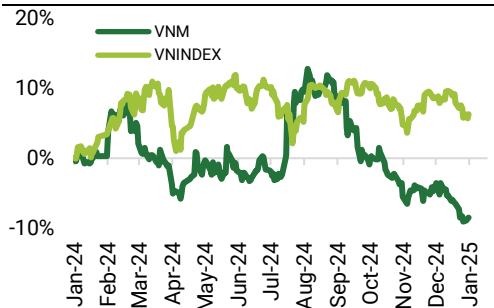
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

SCIC	36.0%
F&N Dairy Investments Private Limited	17.7%
Platinum Victory Private Limited	10.6%
F&NBEV Manufacturing PTE.Ltd	2.7%
Khác	33.0%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	4,590
BVPS (VND)	15,010
Nợ/VCSH	24.0%
ROA (%)	17.0%
ROE (%)	27.7%
P/E	15.0x
P/B	4.1
Tỷ suất cổ tức (%)	6.2%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Vinamilk tiền thân là Công ty Sữa, Café miền Nam, được thành lập năm 1976 trực thuộc Tổng Cục Công nghiệp Thực phẩm. VNM là doanh nghiệp sữa lớn nhất Việt Nam, chiếm hơn 40% giá trị doanh thu toàn ngành sữa với hơn 250 mặt hàng và hệ thống phân phối khắp cả nước.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Dương Trung Hoa  
hoaduong@phs.vn

- VNM ghi nhận kết quả kinh doanh Q3/2024 khá thất vọng với doanh thu thuần giảm 0.6% YoY đạt 15,537 tỷ đồng, LNTT giảm 4.4% YoY đạt 2,942 tỷ đồng. Lũy kế 9M2024, VNM ghi nhận doanh thu thuần đạt 46,306 tỷ đồng (+3.5% YoY), LNTT đạt 8,956 tỷ đồng (+10.4% YoY), khá sát với dự báo trước đó của chúng tôi và lần lượt hoàn thành 73%/78% kế hoạch doanh thu/lợi nhuận 2024 của công ty.
- Cho năm 2025F, chúng tôi dự báo VNM sẽ ghi nhận mức tăng trưởng chậm lại khi tiêu thụ sữa nội địa chưa khởi sắc và đối mặt với cạnh tranh cao trong ngành. Qua đó, doanh thu thuần và LNST năm 2025F lần lượt đạt 63,850 tỷ đồng (+2.9% YoY) và 9,812 tỷ đồng (+1.1% YoY). Biên lợi nhuận gộp giảm về mức 41.8% (-20bps YoY) do chịu áp lực từ giá bột sữa nguyên liệu tăng cao.
- Giá cổ phiếu VNM đã điều chỉnh mạnh trong 3 tháng qua và hiện đang giao dịch tại P/E là 15.0x. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với VNM tại mức giá hợp lý là 72,500 VND/cổ phiếu, tương đương mức tăng giá tiềm năng là 17%.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2025F

Trong giai đoạn 2024 – 2029, Euromonitor dự báo thị trường sữa nước Việt Nam sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép CAGR là 2.3%/năm dựa trên (1) thu nhập tăng và nhận thức ngày càng tăng của người tiêu dùng Việt Nam về sức khỏe góp phần thúc đẩy tiêu thụ sữa, (2) đối mặt với áp lực cạnh tranh ngày càng tăng bởi các lựa chọn thay thế như sữa thực vật, (3) xu hướng tỷ lệ sinh giảm cùng với việc khuyến khích nuôi con bằng sữa mẹ của Chính phủ cũng đặt ra những thách thức lớn đối với nhu cầu tiêu thụ sữa nước trong tương lai.

Trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ sữa nội địa chưa có nhiều khởi sắc, cho năm 2025F, chúng tôi dự phóng VNM sẽ ghi nhận doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 63,850 tỷ đồng (+2.9% YoY) và 9,812 tỷ đồng (+1.1% YoY). Trong đó, doanh thu nội địa tăng 1.0% YoY đạt 51,645 tỷ đồng. Thị trường nước ngoài đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính cho VNM với doanh thu xuất khẩu và doanh thu chi nhánh nước ngoài lần lượt đạt 5,555 tỷ đồng (+5.0% YoY) và 5,600 tỷ đồng (+9.0% YoY). Biên lợi nhuận gộp năm 2025F dự kiến giảm 20bps YoY đạt mức 41.8% do chịu áp lực từ giá bột sữa nguyên liệu tăng cao trong 6 tháng qua.

Điểm nhấn đầu tư

(1) **Doanh nghiệp sữa hàng đầu tại Việt Nam:** Vinamilk là doanh nghiệp sữa hàng đầu tại Việt Nam với thị phần hơn 40% giá trị toàn ngành và hiện xếp thứ 36 trong danh sách các công ty sữa lớn nhất thế giới về quy mô doanh thu. Doanh thu từ thị trường nước ngoài dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng của Vinamilk khi công ty đang ghi nhận nhiều tín hiệu tích cực từ các thị trường có cộng đồng người Việt đông đảo, có nhu cầu lớn với sữa đặc có đường, sữa chua Vinamilk. Ngoài thị trường truyền thống là Trung Đông, VNM đang đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường mới như Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc và Úc. Đối với các chi nhánh nước ngoài, trong khi Angkormilk tại Campuchia đã mở rộng danh mục sản phẩm với một số sản phẩm sữa chua uống, Driftwood tại Mỹ đẩy mạnh chiến lược thâm nhập kênh HORECA (nhà hàng, khách sạn, quán cà phê) nhằm đa dạng hóa doanh thu bên cạnh sữa học đường. Về sản xuất, VNM vẫn phụ thuộc đáng

kế vào nguồn sữa thu mua từ hộ nông dân và bột sữa nguyên liệu nhập khẩu để đảm bảo nguồn cung đầu vào. Giá bột sữa nguyên kem đã tăng liên tục trong vòng 6 tháng qua và được dự báo tiếp tục tăng nhẹ trong năm 2025, gây nên áp lực suy giảm biên lợi nhuận gộp của VNM trong năm 2025. Nhằm giảm thiểu tác động từ biến động giá nguyên vật liệu, VNM đang cân nhắc kế hoạch tăng giá sản phẩm trong năm sau. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá việc tăng giá sản phẩm trong bối cảnh ngành sữa hiện đang cạnh tranh gay gắt sẽ đặt ra thách thức lớn cho VNM, bao gồm khả năng giảm thị phần của công ty, vốn đang trong xu hướng sụt giảm trong những năm gần đây.

**(2) Tỷ suất cổ tức và định giá hấp dẫn:** VNM đang duy trì chính sách chi trả cổ tức tiền mặt ở mức 38.5% mệnh giá, tương đương lợi suất cổ tức đạt 6.2% - khá hấp dẫn so với lãi suất huy động 12 tháng đang ở mức 5% - 6%/năm. Với kỳ vọng VNM sẽ tiếp tục phương án chia cổ tức bằng tiền mặt tương đương các năm trước, tổng tỷ suất sinh lợi của VNM theo chúng tôi ước tính có thể đạt được là 23%.

### Định giá và khuyến nghị

VNM hiện đang giao dịch tại P/E là 15.0x, thấp hơn so với mức trung bình 10 năm là 21.9x và cao hơn mức trung bình toàn ngành sữa là 14.5x. Với những triển vọng tăng trưởng như đã phân tích ở trên, chúng tôi đánh giá, VNM sẽ hướng đến giao dịch tại mức P/E trung bình 10 năm trừ 1 lần độ lệch chuẩn (18.3x). Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá hợp lý đối với VNM là 72,500 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với mức tăng giá tiềm năng là 17%.

Ngoài ra, Việt Nam đang đứng trước cơ hội lớn được nâng hạng thị trường mới nổi của FTSE tại kỳ đánh giá tháng 9 năm 2025. Trong đó, VNM là một trong những cổ phiếu hàng đầu, đáp ứng được các tiêu chí để lựa chọn vào các bộ chỉ số thị trường của FTSE. Chúng tôi kỳ vọng việc nâng hạng sẽ giúp VNM có thể được hưởng lợi khi dòng vốn ngoại quay trở lại thị trường chứng khoán Việt Nam.

### Rủi ro

(1) Biến động giá nguyên liệu đầu vào, (2) Sản phẩm nội địa khác và sản phẩm nhập ngoại cạnh tranh trực tiếp với VNM, (3) Rủi ro gia nhập mảng kinh doanh mới.

**Bảng 1: Chỉ số tài chính**

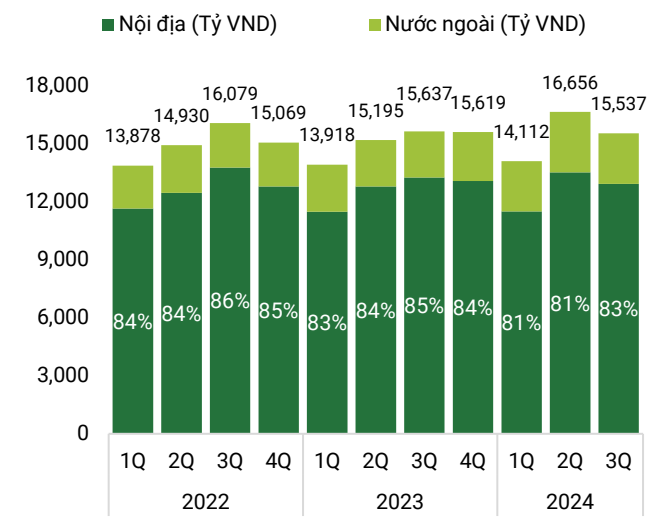
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	59,956	60,369	62,058	63,850	65,753
LNST (Tỷ VND)	8,578	9,019	9,705	9,812	10,073
Biên LN gộp (%)	39.9%	40.7%	42.0%	41.8%	41.9%
ROA (%)	17.7%	17.1%	18.7%	18.7%	18.8%
ROE (%)	26.1%	25.8%	27.5%	27.5%	27.7%
Cổ tức (VND)	3,850	3,850	3,850	3,850	3,850

Nguồn: VNM, PHS tổng hợp và dự phóng

## Kết quả kinh doanh 9M2024

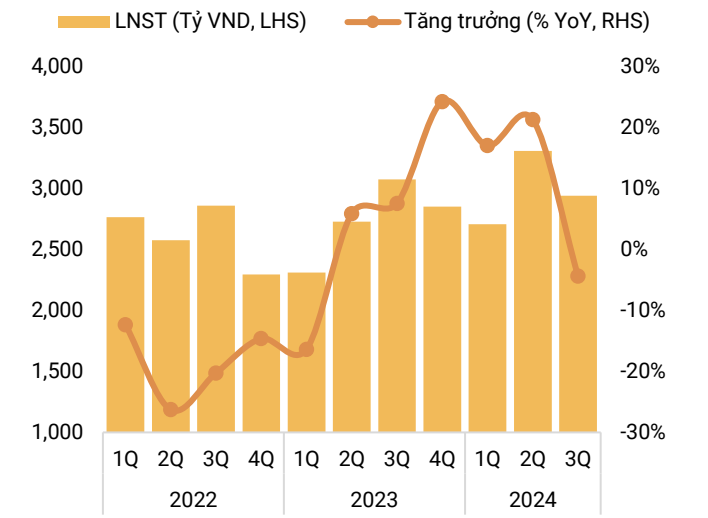
VNM ghi nhận kết quả kinh doanh Q3/2024 khá thất vọng với doanh thu thuần giảm 0.6% YoY đạt 15,537 tỷ đồng và LNTT giảm 4.4% YoY đạt 2,942 tỷ đồng. So với quý trước, doanh thu và LNTT của VNM lần lượt giảm 6.7% QoQ và 11.1% QoQ, khá sát với dự báo trước đó của chúng tôi. Lũy kế 9M2024, VNM ghi nhận doanh thu thuần đạt 46,306 tỷ đồng (+3.5% YoY) và LNTT đạt 8,956 tỷ đồng (+10.4% YoY), lần lượt hoàn thành 73% kế hoạch doanh thu và 78% kế hoạch lợi nhuận năm 2024.

**Hình 1: Tăng trưởng doanh thu VNM qua các quý**



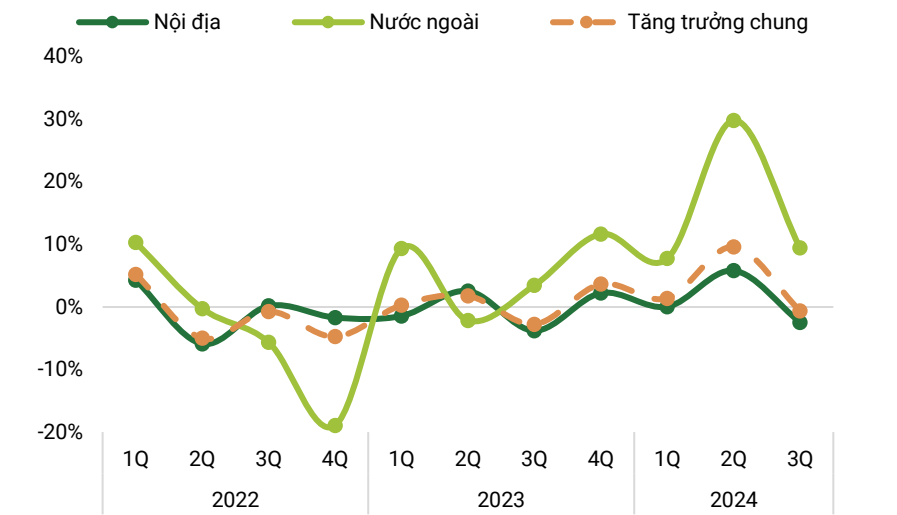
Nguồn: VNM, PHS tổng hợp

**Hình 2: Tăng trưởng lợi nhuận VNM qua các quý**



Nguồn: VNM, PHS tổng hợp

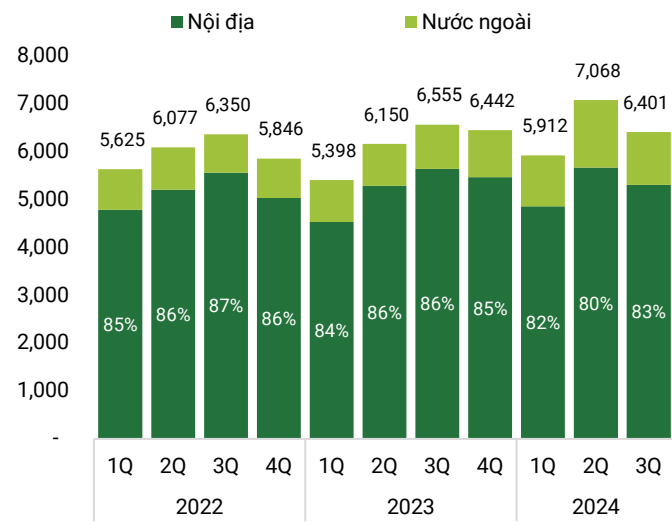
**Hình 3: Tăng trưởng doanh thu VNM theo khu vực (%)**



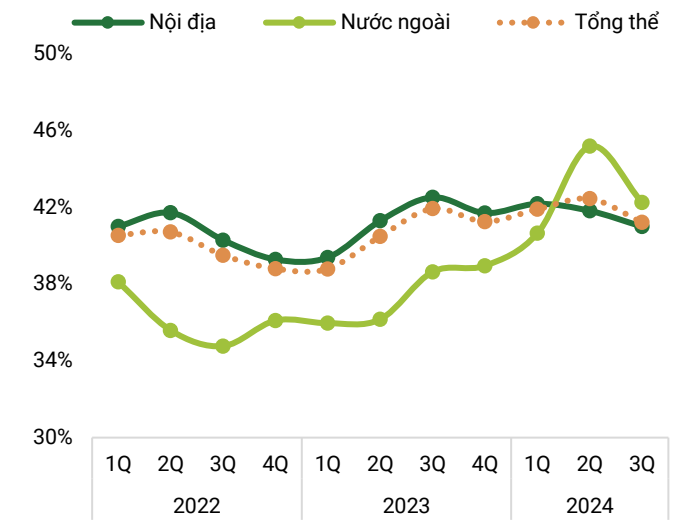
Nguồn: VNM, PHS tổng hợp

Dù đóng góp hơn 80% vào cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp, mảng tiêu thụ nội địa của VNM lại chứng kiến mức tăng trưởng khá tri tri. Tính đến Q3/2024, doanh thu nội địa của VNM giảm 2.4% YoY và 4.5% QoQ còn 12,929 tỷ đồng. Ban lãnh đạo VNM cho biết sự sụt giảm này chủ yếu do tác động của cơn bão Yagi vào tháng 9/2024, ảnh hưởng tiêu cực đến tiêu thụ

sữa tại thị trường miền Bắc. Hiện nay, VNM vận hành 2 nhà máy và 2 trang trại tại miền Bắc, cơ cấu doanh thu của VNM phân bố đều ở cả 3 miền Bắc – Trung – Nam. Sau ảnh hưởng của cơn bão Yagi, tổng tổn thất doanh thu tại miền Bắc được VNM ước tính lên đến 300 tỷ đồng. Bên cạnh yếu tố thiên tai, tâm lý tiêu dùng vẫn còn thận trọng, thị trường sữa Việt Nam chưa phục hồi hoàn toàn cũng là những thách thức lớn đối với tiêu thụ nội địa của Vinamilk.

**Hình 4: Cơ cấu lợi nhuận gộp VNM theo khu vực (tỷ VND)**


Nguồn: VNM, PHS tổng hợp

**Hình 5: Biên lợi nhuận gộp VNM theo khu vực (%)**


Nguồn: VNM, PHS tổng hợp

Trong 9T2024, VNM cũng ghi nhận sự thành công trong chiến lược cải tiến sản phẩm và khai thác các phân khúc tiềm năng nhờ danh mục sản phẩm đa dạng, đặc biệt là kết quả tích cực từ sữa chua uống và sữa hạt. Sau khi thay đổi bao bì vào tháng 6/2024 giúp tăng khả năng thu hút người tiêu dùng, dòng sản phẩm sữa chua uống Probi ghi nhận mức tăng trưởng gần 30% YoY. Bên cạnh đó, sữa hạt (không bao gồm sữa đậu nành) đạt mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng, tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm ngoái và vươn lên dẫn đầu thị phần trong ngành sữa hạt.

Thị trường nước ngoài khẳng định vai trò là động lực tăng trưởng chính của VNM với mức tăng trưởng dương được duy trì 5 quý liên tiếp. Trong Q3/2024, doanh thu từ xuất khẩu và chi nhánh nước ngoài thể hiện xu hướng tăng trưởng vượt trội hơn so với tiêu thụ nội địa, lần lượt tăng 10.3% YoY và 8.5% YoY đạt 1,374 tỷ đồng và 1,235 tỷ đồng. Đối với hoạt động xuất khẩu, Trung Đông vẫn là thị trường truyền thống và có đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu của VNM. Ngoài ra, VNM cũng ghi nhận nhiều tín hiệu tích cực từ các thị trường có cộng đồng người Việt đông đảo, có nhu cầu lớn với sữa đặc có đường, sữa chua Vinamilk và tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường mới như Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc và Úc.

Đối với các chi nhánh nước ngoài, trong khi Angkormilk tại Campuchia đã mở rộng danh mục sản phẩm với một số sản phẩm sữa chua uống, Driftwood tại Mỹ đẩy mạnh chiến lược thâm nhập kênh HORECA (nhà hàng, khách sạn, quán cà phê) nhằm đa dạng hóa doanh thu bên cạnh sữa học đường.

**Hình 6: Bao bì mới của một số sản phẩm VNM trong năm 2024**

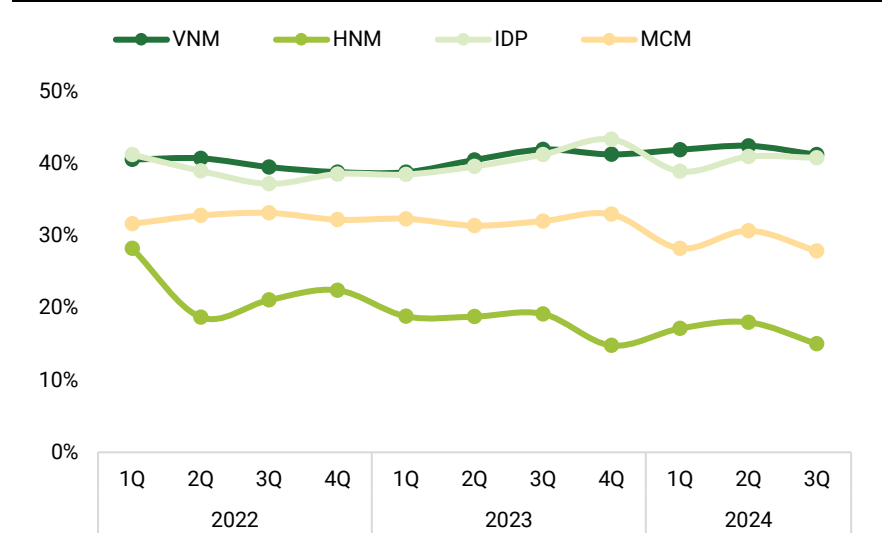


Nguồn: VNM, PHS tổng hợp

Nhờ giá bột sữa nguyên liệu nhập khẩu giảm trong Q2, Q3/2023, biên lợi nhuận gộp của VNM đã cải thiện lên mức 42.4% vào Q2/2024, tăng 120bps so với cuối năm 2023. Tuy nhiên, đến Q3/2024, biên lợi nhuận gộp giảm còn 41.2% (-70bps YoY, -120bps QoQ) và lợi nhuận gộp đạt 6,401 tỷ đồng (-2.3% YoY, -9.4% QoQ) do doanh thu sụt giảm nhưng các chi phí cố định/doanh thu không thay đổi. Trong đó, lợi nhuận gộp thị trường nội địa và thị trường nước ngoài đạt 5,299 tỷ đồng và 1,102 tỷ đồng, lần lượt chiếm 83% và 17% cơ cấu lợi nhuận gộp của VNM.

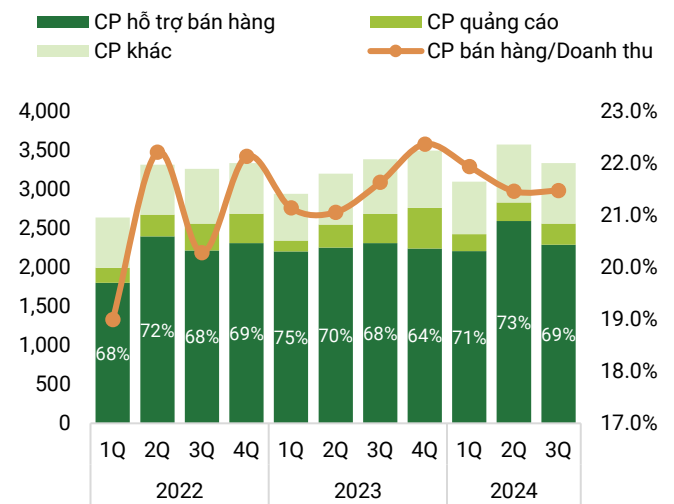
Dù biên lợi nhuận gộp của VNM vẫn dẫn đầu trong các doanh nghiệp ngành sữa niêm yết, mức độ biến động biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp này trong thời gian gần đây khá hạn chế. Bên cạnh đó, VNM hiện đang kiểm soát chi phí bán hàng khá chặt chẽ nhằm tối đa hóa lợi nhuận, thể hiện qua tỷ lệ CP bán hàng/Doanh thu liên tục sụt giảm xuyên suốt năm 2024. Nhờ đó, biên lợi nhuận ròng 9M2024 đã cải thiện tích cực, đạt mức 15.8%, tăng 90 điểm cơ bản so với cùng kỳ.

**Hình 7: Biên lợi nhuận gộp của một số doanh nghiệp sữa niêm yết**

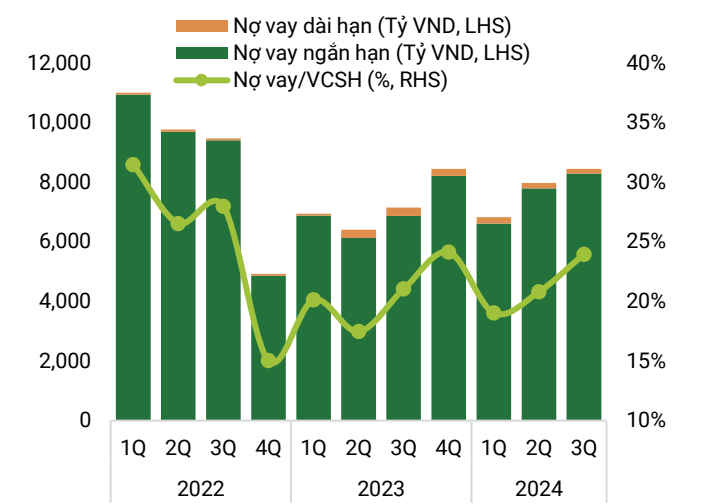


Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Tính đến 30/09/2024, tổng tài sản của VNM đạt 57,677 tỷ đồng, tăng 9.5% so với đầu năm. Trong đó, tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn tăng đáng kể, đạt 28,599 tỷ đồng, tăng 24% so với thời điểm đầu năm và chiếm 50% tổng tài sản tại cuối Q3/2024. Điều này cho thấy VNM đã tận dụng tốt lợi thế về nguồn thanh khoản dồi dào, qua đó gia tăng hiệu quả từ hoạt động tài chính. Theo đó, các khoản tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn đã mang lại cho công ty hơn 1,066 tỷ đồng tiền lãi trong kỳ. Ngoài ra, VNM sở hữu sức khỏe tài chính khá ổn định với tỷ lệ Nợ vay/VCSH đạt khoảng 24% tính đến Q3/2024. Cơ cấu nợ vay của công ty chủ yếu tập trung vào nợ vay ngắn hạn, chiếm khoảng 98% tổng nợ vay, tương ứng 8,291 tỷ đồng – duy trì mức tương đương so với đầu năm.

**Hình 8: Cơ cấu chi phí bán hàng của VNM**


Nguồn: VNM, PHS tổng hợp

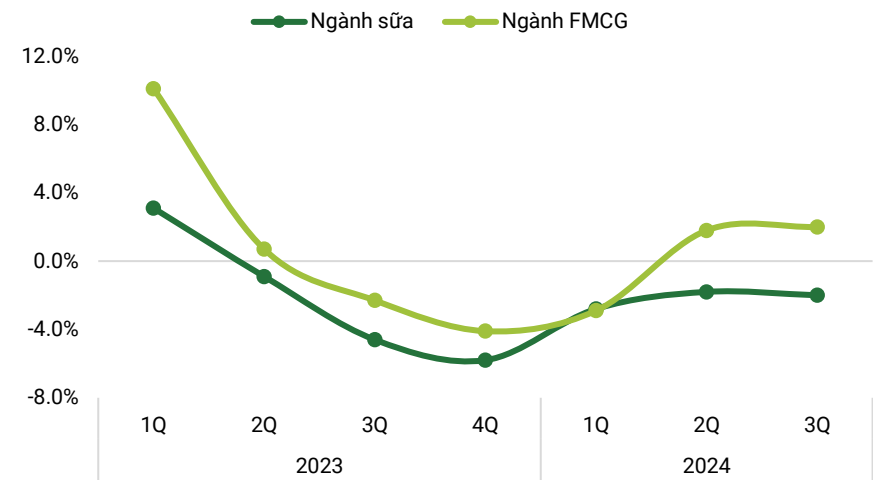
**Hình 9: Cơ cấu nợ vay của VNM**


Nguồn: VNM, PHS tổng hợp

## Triển vọng 2025F

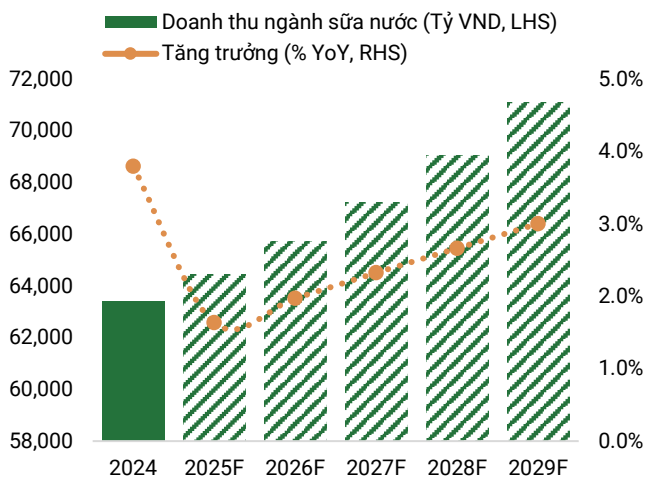
Theo dữ liệu từ Nielsen, ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) tại Việt Nam đã có dấu hiệu phục hồi từ Q2/2024 và duy trì mức tăng trưởng nhẹ trong Q3/2024, chủ yếu nhờ vào sự đóng góp của các mặt hàng thiết yếu như thực phẩm. Tuy nhiên, ngành sữa tiếp tục ghi nhận đà tăng trưởng âm trong 9M2024, phản ánh nhu cầu tiêu thụ sữa nội địa vẫn ở mức thấp và chưa có dấu hiệu cải thiện rõ rệt.

**Hình 10: Tốc độ tăng trưởng ngành FMCG và ngành sữa tại Việt Nam**



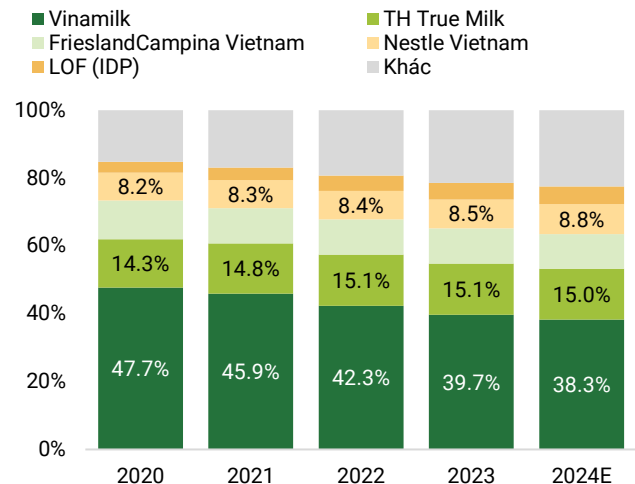
Nguồn: Nielsen, PHS tổng hợp

**Hình 11: Dự báo tăng trưởng ngành sữa nước Việt Nam**



Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

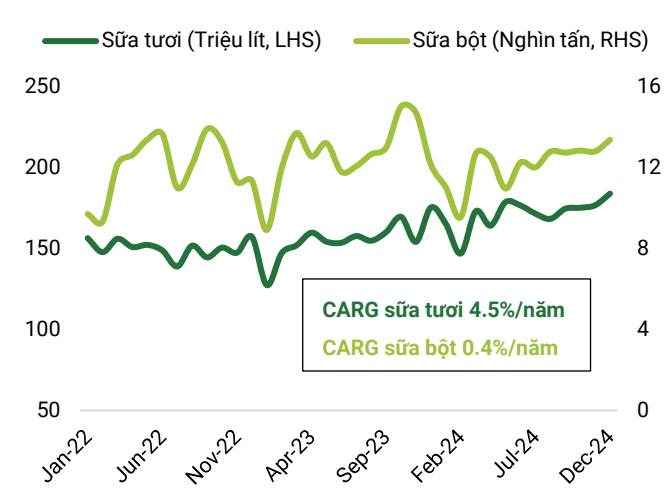
**Hình 12: Thị phần ngành sữa nước Việt Nam**



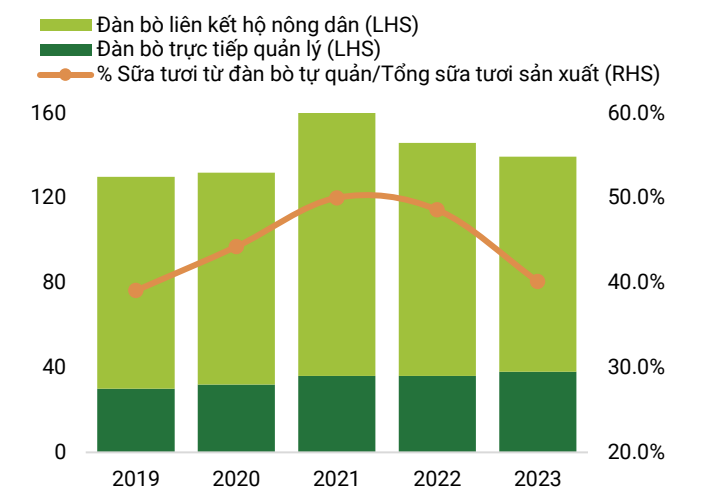
Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Theo dự báo của Euromonitor, ngành sữa nước tại Việt Nam sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép CAGR đạt 2.3%/năm trong giai đoạn 2024 – 2029 với động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ thu nhập tăng và nhận thức ngày càng tăng của người tiêu dùng Việt Nam về sức khỏe góp phần thúc đẩy tiêu thụ sữa – sản phẩm có hàm lượng dinh dưỡng cao và có lợi cho sức khỏe. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng được dự báo ở mức khá khiêm tốn, do ngành sữa dự kiến đối mặt với áp lực cạnh tranh ngày càng tăng bởi các lựa chọn thay thế như sữa thực vật. Bên cạnh đó, xu hướng tỷ lệ sinh giảm

cùng với việc khuyến khích nuôi con bằng sữa mẹ của Chính phủ cũng đặt ra những thách thức lớn đối với nhu cầu tiêu thụ sữa trong tương lai. Theo dự báo của Euromonitor, doanh số ngành sữa công thức được dự báo chỉ đạt mức tăng trưởng CAGR là 0.8%/năm trong giai đoạn 2024 – 2029, phản ánh những khó khăn vẫn đang tồn tại đối với ngành hàng này.

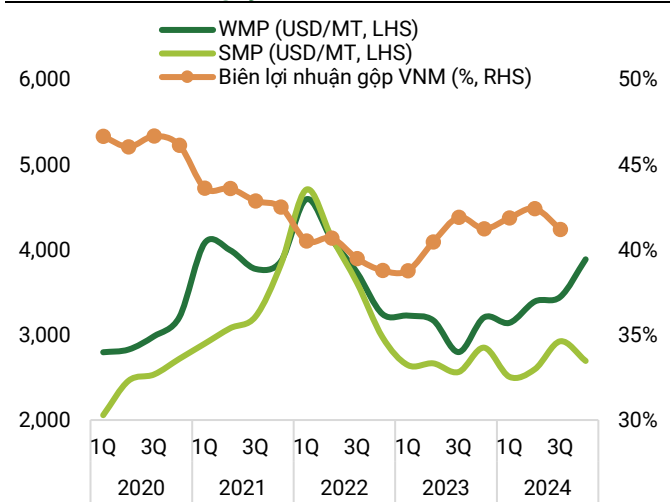
**Hình 13: Sản lượng sữa sản xuất trong nước**


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

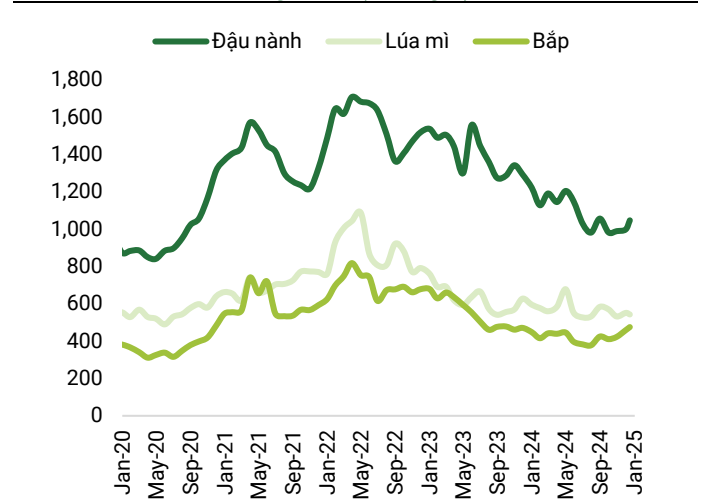
**Hình 14: Quy mô đàn bò sữa của VNM (Nghìn con)**


Nguồn: VNM, PHS tổng hợp

Trong năm 2024, tình hình sản xuất sữa trong nước ghi nhận sự phục hồi nhất định sau giai đoạn chạm đáy vào tháng 1/2023. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá, tình hình sản xuất sữa trong nước vẫn chưa cho thấy dấu hiệu tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Cụ thể, ngành chăn nuôi bò sữa đã phục hồi nhẹ so với năm trước, với sản lượng sữa tươi sản xuất tăng 10.1% YoY đạt khoảng 2 tỷ lít. Ngược lại, sản lượng sữa bột sản xuất giảm 4.1% YoY chỉ đạt khoảng 145 nghìn tấn cho thấy sự suy giảm tại phân khúc này. Bên cạnh đó, làn sóng nhập khẩu sữa giá rẻ qua các kênh thương mại điện tử tiếp tục tạo ra áp lực cạnh tranh đáng kể đối với các doanh nghiệp sữa nội địa, thách thức khả năng duy trì thị phần và lợi nhuận của họ tại thị trường sữa Việt Nam.

**Hình 15: Giá sữa nguyên vật liệu và biên lợi nhuận VNM**


Nguồn: Bloomberg, VNM, PHS tổng hợp

**Hình 16: Giá các loại ngũ cốc (USD/giạ)**


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Vinamilk hiện đang quản lý đàn bò sữa với quy mô đạt 140,000 con, trong đó, có hơn 38,000 con bò thuộc hệ thống 15 trang trại của Vinamilk và Mộc



Châu Milk trực tiếp quản lý, và 101,500 con bò thuộc các hộ nông dân địa phương hợp tác với công ty. Tuy nhiên, theo PHS ước tính, lượng sữa tươi từ các trang trại bò sữa do VNM tự quản lý chỉ đạt khoảng 40% trong cơ cấu sản xuất. Điều này khiến Vinamilk vẫn phụ thuộc đáng kể vào nguồn sữa thu mua từ hộ nông dân và bột sữa nguyên liệu nhập khẩu để đảm bảo nguồn cung đầu vào. Trong cơ cấu chi phí sản xuất của Vinamilk (VNM), nguyên vật liệu chiếm tới 50%, khiến biên lợi nhuận gộp chịu tác động lớn từ biến động giá bột sữa nguyên liệu nhập khẩu. Đáng chú ý, giá bột sữa nguyên kem (WMP) đã tăng liên tục trong vòng 6 tháng qua, chạm gần mức 4,000 USD/MT vào đầu tháng 12/2024 và được dự báo tiếp tục tăng nhẹ trong năm 2025. Dù Vinamilk đã chốt giá nguyên liệu cho đến Q1/2025, công ty cho biết có khả năng cân nhắc tăng giá bán sữa trong năm 2025 để giảm thiểu tác động từ chi phí sữa nguyên liệu tăng cao.

**Bảng 2: Giá bán lẻ một số thương hiệu sữa hàng đầu tại Việt Nam**

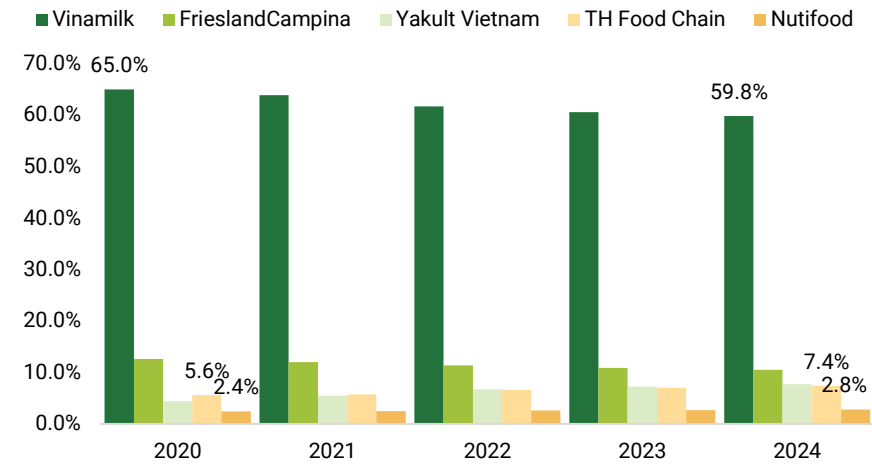
Đơn vị: VND Đơn giá tính theo combo 1 lốc	Sữa tươi 180ml	Sữa chua ăn	Sữa chua uống	Sữa thực vật	Sữa bột trẻ em (0-6 tháng tuổi, hộp 800g)
	33,912	26,784	24,950	28,512	456,408
<b>Vinamilk</b>					
	38,300	28,300	24,000	49,100	542,000
<b>TH Food Chain</b>					
	33,000	25,000	19,167	N/A	710,000
<b>FrieslandCampina Việt Nam</b>				N/A	
	34,128	24,192	23,760	30,456	N/A
<b>Nutifood</b>					N/A

*Nguồn: Vinamilk, TH Food Chain, FrieslandCampina, Nutifood, PHS tổng hợp*

Theo khảo sát của chúng tôi, giá bán lẻ các sản phẩm của Vinamilk hiện đang cao hơn các thương hiệu Cô Gái Hà Lan (Friesland Campina), NutiMilk/Nuvi (Nutifood) nhưng vẫn thấp hơn so với các sản phẩm của TH True Milk (TH Food Chain). Đặc biệt, trong danh mục sản phẩm sữa chua, các thương hiệu như Vinamilk, FrieslandCampina và Nutifood vẫn phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên liệu bột sữa nhập khẩu. Ngược lại, các sản phẩm sữa chua của TH Food được làm hoàn toàn từ sữa tươi trang trại, giúp thương hiệu này gia tăng thị phần và khẳng định sự khác biệt trong bối cảnh người tiêu dùng ngày càng quan tâm đến nguồn gốc, chất lượng sản phẩm. Do đó, chúng tôi đánh giá, việc giá sữa bột tăng cao sẽ ảnh hưởng đáng kể đến Vinamilk, FrieslandCampina và Nutifood. Vì vậy, chúng tôi cho rằng việc tăng giá sản phẩm có thể đặt VNM vào thế khó khăn trong việc cân bằng giữa bảo vệ biên lợi nhuận và duy trì lợi thế cạnh tranh. Điều này đặc biệt quan trọng trong bối cảnh ngành sữa đối mặt với áp lực cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ cả trong và ngoài nước. Mặt khác, giá các loại nông

sản vẫn đang duy trì ở mức thấp, phần nào giảm áp lực từ việc tăng giá bột sữa nguyên liệu. Do đó, chúng tôi dự báo rằng biên lợi nhuận gộp của VNM trong năm 2025 giảm nhẹ về mức 41.8% (-20bps YoY), phản ánh sự thách thức trong việc duy trì hiệu quả hoạt động trong môi trường kinh doanh hiện tại.

**Hình 17: Thị phần các sản phẩm sữa chua tại Việt Nam**



Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Trong giai đoạn 2025 – 2026, Vinamilk tiếp tục triển khai các dự án quan trọng nhằm tạo động lực tăng trưởng cho công ty trong trung và dài hạn. Tại Hội nghị Hợp tác đầu tư Việt Nam – Lào năm 2025, VNM công bố kế hoạch tăng vốn đầu tư cho dự án Tổ hợp Trang trại Bò sữa Lao-Jargo lên 85.2 triệu USD – tương đương 2,164 tỷ đồng. Đây là dự án được Vinamilk triển khai từ cuối năm 2018, thể hiện nỗ lực quan trọng của Vinamilk nhằm gia tăng tỷ lệ tự chủ nguồn cung sữa tươi, cải thiện hiệu quả chuỗi cung ứng trong bối cảnh thị trường sữa nước ngày càng cạnh tranh gay gắt.

**Bảng 3: Cập nhật tiến độ của một số dự án trọng điểm Vinamilk**

Quy mô	Vốn đầu tư	Cập nhật tiến độ
<b>Dự án chăn nuôi và chế biến thịt bò Vinabeef Tam Đảo</b> 2 phân khu chính: - Trang trại chăn nuôi bò thịt: 10,000 con - Nhà máy chế biến thịt bò mát: công suất 10,000 tấn sản phẩm/năm	Dự kiến 500 triệu USD (12,500 tỷ đồng), với giai đoạn 1 là 3,000 tỷ đồng	Đã hoàn thành xong phần xây dựng nhà máy, phần chuồng trại dự kiến sẽ được hoàn tất trong năm nay. Trong tháng 10/2024, VNM đã bán thử vài mẫu sản phẩm thịt bò tại siêu thị ở các thành phố lớn với kết quả bán hàng khá khả quan nhờ chất lượng tốt và giá cả cạnh tranh. VNM dự kiến sẽ mở bán chính thức vào cuối năm 2024 hoặc đầu năm 2025.
<b>Dự án Tổ hợp Thiên đường sữa Mộc Châu</b> - Trang trại bò sữa công nghệ cao quy mô 4,000 con kết hợp du lịch sinh thái - Nhà máy chế biến sữa công nghệ cao: công suất 500 tấn sữa/ngày	3,150 tỷ đồng	Đã bắt đầu xây dựng với quy mô dự kiến là 4,000 con bò. Trang trại Mộc Châu đang trong giai đoạn giải quyết các vấn đề pháp lý liên quan đến đất đai. Sau khi hoàn thành, sẽ tập trung vào nghiên cứu và phát triển các sản phẩm sáng tạo cho thị trường Việt Nam.
<b>Dự án Tổ hợp Trang trại bò sữa Lao-Jargo</b> - Giai đoạn 1: quy mô 24,000 con bò, sản lượng sữa lên đến 44,000 tấn/năm - Giai đoạn 2: nâng quy mô lên đến 100,000 con trên diện tích 15,000 – 20,000 ha	500 triệu USD	Giai đoạn 1 với trang trại bò sữa đầu tiên có quy mô 8,000 con đã hoạt động từ năm 2022. Hiện nay VNM đang tiếp tục mở rộng các giai đoạn tiếp theo để nâng cao năng lực sản xuất.

Nguồn: VNM, PHS tổng hợp

## Dự phóng kết quả kinh doanh 2025F

(Tỷ đồng)	2023A	%YoY	2024F	%YoY	2025F	% YoY	Nhận định
<b>Doanh thu</b>	<b>60,369</b>	<b>0.7%</b>	<b>62,058</b>	<b>2.8%</b>	<b>63,850</b>	<b>2.9%</b>	
Nội địa	50,617	-0.2%	51,129	1.0%	51,645	1.0%	Doanh thu nội địa tiếp tục tăng trưởng chậm do sức mua yếu và cạnh tranh cao trong ngành.
Xuất khẩu	5,039	4.4%	5,291	5.0%	5,555	5.0%	Doanh thu xuất khẩu và các chi nhánh nước ngoài tăng trưởng tích cực hơn nhờ kì vọng (1) sữa chua và sữa đặc đang được ưa chuộng nhiều hơn bởi người tiêu dùng Châu Á, đặc biệt là các thị trường đồng đảo người dân Việt Nam, (2) ký kết thêm nhiều hợp đồng xuất khẩu lớn từ thị trường Trung Đông, (3) động lực từ Angkor và Driftwood nhờ mở rộng danh mục sản phẩm với nhiều chương trình kích hoạt marketing từ trường học, chợ, siêu thị.
Chi nhánh nước ngoài	4,713	6.5%	5,137	9.0%	5,600	9.0%	
Thịt bò Vinabeef	0	N/A	500	N/A	1,050	110.0%	Dự án Vinabeef Tam Đảo dự kiến sẽ đi vào hoạt động chính thức từ cuối năm 2024 – đầu năm 2025, chúng tôi dự phóng VNM cung cấp được khoảng 4,000 tấn thịt bò mát ra thị trường trong năm 2025F, tương đương với doanh thu từ mảng này đạt 1,050 tỷ đồng.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>24,545</b>	<b>2.7%</b>	<b>26,090</b>	<b>6.3%</b>	<b>26,661</b>	<b>2.2%</b>	Biên lợi nhuận gộp năm 2024F cải thiện lên mức 42.0%, sau đó dự kiến giảm nhẹ 20 điểm cơ bản xuống còn 41.8% vào năm 2025F do giá bột sữa nguyên liệu tăng khi nhu cầu thế giới hồi phục và mùa thấp điểm sản lượng tại Tây Âu.
Chi phí bán hàng	(13,018)	3.7%	(13,504)	3.7%	(13,961)	3.4%	
Chi phí QLDN	(1,756)	10.0%	(1,819)	3.6%	(1,761)	-3.2%	
<b>EBIT</b>	<b>9,771</b>	<b>0.2%</b>	<b>10,766</b>	<b>10.2%</b>	<b>10,939</b>	<b>1.6%</b>	
<b>EBT</b>	<b>10,968</b>	<b>4.5%</b>	<b>11,783</b>	<b>7.4%</b>	<b>11,843</b>	<b>0.5%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>9,019</b>	<b>5.2%</b>	<b>9,705</b>	<b>7.6%</b>	<b>9,812</b>	<b>1.1%</b>	Trong bối cảnh ngành sữa bão hòa, tiêu thụ sữa tại thị trường nội địa chưa có nhiều dấu hiệu tích cực và áp lực từ việc tăng giá nguyên liệu đầu vào, chúng tôi cho rằng VNM sẽ ghi nhận LNST năm 2025F tăng trưởng rất chậm, đạt 9,812 tỷ đồng (+1.1% YoY).

Nguồn: PHS dự phóng

## Định giá và khuyến nghị

VNM hiện đang giao dịch tại P/E là 15.0x, thấp hơn so với mức trung bình 10 năm là 21.9x và cao hơn mức trung bình toàn ngành sữa là 14.5x. Với những triển vọng tăng trưởng như đã phân tích ở trên, chúng tôi đánh giá, VNM sẽ hướng đến giao dịch tại mức P/E trung bình 10 năm trừ 1 lần độ lệch chuẩn (18.3x). Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá hợp lý đối với VNM là 72,500 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với mức tăng giá tiềm năng là 17%.

Ngoài ra, Việt Nam đang đứng trước cơ hội lớn được nâng hạng thị trường mới nổi của FTSE tại kỳ đánh giá tháng 9 năm 2025. Trong đó, VNM là một trong những cổ phiếu hàng đầu, đáp ứng được các tiêu chí để lựa chọn vào các bộ chỉ số thị trường của FTSE. Chúng tôi kỳ vọng việc nâng hạng sẽ giúp VNM có thể được hưởng lợi khi dòng vốn ngoại quay trở lại thị trường chứng khoán Việt Nam.

### Bảng 4: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ số lựa chọn	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
DCF	N/A	59,980	50%
P/E	18.3x	84,980	50%
<b>Giá trị hợp lý</b>			<b>72,500</b>

### 1. Định giá theo phương pháp DCF

#### Bảng 5: Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ năm 2024 đến năm 2028

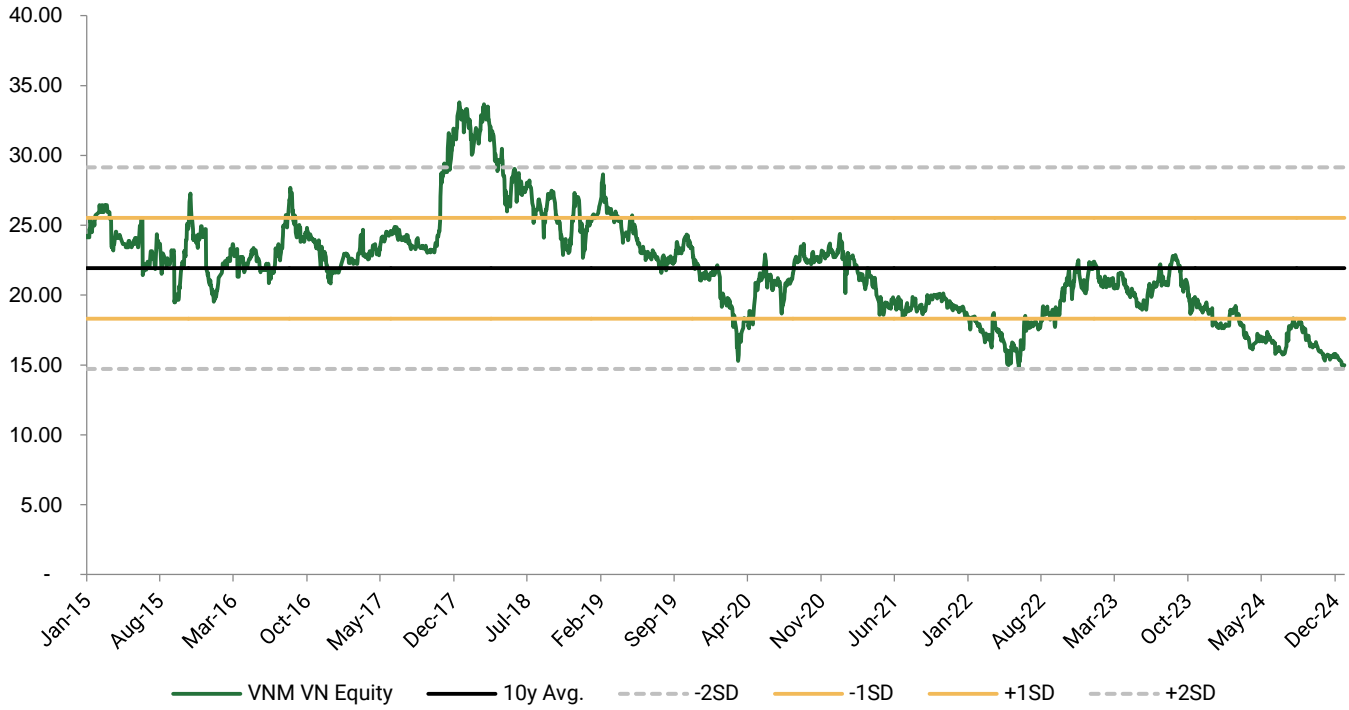
Năm tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận ròng	9,705	9,841	10,135	10,579	11,054
Cộng: Chi phí không bằng tiền	2,268	2,482	2,618	2,756	2,907
Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng	(733)	284	116	94	261
Trừ: Mua sắm TSCĐ	3,644	2,392	2,472	2,557	2,649
Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế	223	233	259	292	362
<b>FCFF</b>	<b>9,285</b>	<b>9,880</b>	<b>10,424</b>	<b>10,976</b>	<b>11,413</b>

#### Bảng 6: Định giá bằng DCF (Tỷ VND, ngoại trừ Giá trị hợp lý)

Beta	0.84
Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)	3.0%
Equity Risk Premium (Phân bù rủi ro cổ phần)	9.5%
<b>Chi phí sử dụng vốn cổ phần</b>	<b>11.0%</b>
Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế)	3.5%
Thuế suất	18.0%
<b>Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế)</b>	<b>2.9%</b>
E/V	0.95
D/V	0.05
<b>WACC</b>	<b>10.6%</b>
Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value) (g=1.0%)	73,989
Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF)	40,248
Cộng: Tiền	21,784
Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn	(7,336)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(3,329)
<b>Tổng giá trị cổ phần (triệu đồng)</b>	<b>125,356</b>
Số cổ phiếu đang lưu hành	2,089,955,455
<b>Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)</b>	<b>59,980</b>

## 2. Định giá theo phương pháp so sánh

Hình 18: Diễn biến P/E của VNM



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Bảng 7: P/E mục tiêu cho VNM

F P/E của VNM	13.1x
P/E mục tiêu của VNM	<b>18.3x</b>

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	59,956	60,369	62,058	63,850	65,753
Giá vốn hàng bán	(36,059)	(35,824)	(35,968)	(37,189)	(38,221)
Lợi nhuận gộp	23,897	24,545	26,090	26,661	27,532
Chi phí bán hàng	(12,548)	(13,018)	(13,504)	(13,961)	(14,450)
Chi phí QLDN	(1,596)	(1,756)	(1,819)	(1,761)	(1,817)
Lợi nhuận từ HĐKD	9,753	9,771	10,766	10,939	11,265
Lợi nhuận tài chính	762	1,213	1,019	907	895
Chi phí lãi vay	(618)	(503)	(517)	(532)	(548)
Lợi nhuận trước thuế	10,496	10,968	11,783	11,843	12,157
Lợi nhuận sau thuế	8,578	9,019	9,705	9,812	10,073
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	8,516	8,874	9,705	9,812	10,073
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>31,560</b>	<b>35,936</b>	<b>33,906</b>	<b>34,499</b>	<b>35,518</b>
Tiền và tương đương tiền	2,300	2,912	1,646	1,539	2,227
Đầu tư tài chính ngắn hạn	17,414	20,137	20,138	20,138	20,138
Phải thu ngắn hạn	4,620	4,793	4,423	4,837	4,953
Hàng tồn kho	5,538	6,128	6,116	6,302	6,467
Tài sản ngắn hạn khác	1,688	1,965	1,584	1,683	1,734
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>16,922</b>	<b>16,737</b>	<b>18,104</b>	<b>18,060</b>	<b>17,928</b>
Phải thu dài hạn	38	16	23	24	26
Tài sản cố định	11,903	12,690	13,877	13,754	13,657
Bất động sản đầu tư	58	56	52	48	44
Chi phí xây dựng dở dang	1,471	555	1,007	1,287	1,471
Đầu tư tài chính dài hạn	743	831	895	921	915
Tài sản dài hạn khác	1,142	1,268	1,174	1,194	1,230
Lợi thế thương mại	1,567	1,322	1,076	831	585
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>48,483</b>	<b>52,673</b>	<b>52,010</b>	<b>52,558</b>	<b>53,446</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>15,666</b>	<b>17,648</b>	<b>16,684</b>	<b>16,825</b>	<b>17,044</b>
Nợ ngắn hạn	15,308	17,139	15,972	16,131	16,337
Nợ dài hạn	358	509	712	694	707
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>32,817</b>	<b>35,026</b>	<b>35,326</b>	<b>35,734</b>	<b>36,402</b>
Vốn góp	20,900	20,900	20,900	20,900	20,900
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,967	3,329	3,329	3,329	3,329
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>48,483</b>	<b>52,673</b>	<b>52,010</b>	<b>52,558</b>	<b>53,446</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	8,827	7,887	11,234	10,648	11,214
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	3,473	(2,989)	(2,165)	(1,061)	(1,109)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(12,360)	(4,293)	(10,336)	(9,693)	(9,417)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(60)	606	(1,266)	(107)	688
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	2,349	2,300	2,912	1,646	1,539
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	2,300	2,912	1,646	1,539	2,227
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng					
Doanh thu	-1.6%	0.7%	2.8%	2.9%	3.0%
Lợi nhuận sau thuế	-19.3%	5.2%	7.6%	1.1%	2.7%
Tổng tài sản	-9.1%	8.6%	-1.3%	1.1%	1.7%
Tổng vốn chủ sở hữu	-8.5%	6.7%	0.9%	1.2%	1.9%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	39.9%	40.7%	42.0%	41.8%	41.9%
Tỷ suất EBIT	16.3%	16.2%	17.3%	17.1%	17.1%
Tỷ suất lãi ròng	14.3%	14.9%	15.6%	15.4%	15.3%
ROA	17.7%	17.1%	18.7%	18.7%	18.8%
ROE	26.1%	25.8%	27.5%	27.5%	27.7%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	12.94	12.56	13.99	13.16	13.23
Số ngày tồn kho	58.68	65.45	65.45	65.45	65.45
Số ngày phải trả	7.67	9.07	9.01	8.66	8.66
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.06	2.10	2.12	2.14	2.17
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.70	1.74	1.74	1.75	1.78
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.32	0.34	0.32	0.32	0.32
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.48	0.50	0.47	0.47	0.47
Vay ngắn hạn/VCSH	0.15	0.23	0.20	0.19	0.19
Vay dài hạn/VCSH	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00

(Nguồn: PHS tổng hợp và ước tính)

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Dương Trung Hoa, Chuyên viên phân tích** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**MUA:** Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

**TĂNG TỶ TRỌNG:** Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

**NẮM GIỮ:** Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

**BÁN:** Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

**KHÔNG XẾP HẠNG:** Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

## Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của tác giả tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,  
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,  
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,  
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby  
81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,  
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận 3,  
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

### Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,  
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân Bình,  
Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

### Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,  
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa, Quận  
Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,  
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải  
Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801