

## CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

### Định giá hấp dẫn cho tăng trưởng lợi nhuận 2025

- Q4/24, lợi nhuận ròng (LNR) giảm 8.7% svck chủ yếu do sự gia tăng của giá bột sữa nguyên vật liệu. Cả năm 2024, lợi nhuận ròng tăng 5.8% svck, ghi nhận 9,392 tỷ đồng, hoàn tất 94% dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng 6%/6% trong năm 2025F-26F nhờ vào sự phục hồi rõ rệt hơn của thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu duy trì tăng trưởng 2 chữ số.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 77,500 VND/cổ phiếu

#### Q4/24, lợi nhuận ròng giảm 8.7% svck chủ yếu do ảnh hưởng của giá nguyên vật liệu đầu vào

Q4/24, doanh thu nội địa giảm 2% svck, chủ yếu đến từ sự giảm mạnh của MCM (sữa Mộc Châu). Bên cạnh đó, doanh thu xuất khẩu tăng 4% svck với sự cải thiện mạnh mẽ hai chữ số của các chi nhánh con nước ngoài (+12% svck), ngược lại doanh thu xuất khẩu trực tiếp giảm 4% svck. Biên LN gộp giảm 1.1đ% svck, ghi nhận 40.1% do giá bột sữa đầu vào tăng cao svck, đặc biệt là giá bột sữa nguyên kem (+9% svck, theo mức giá Q3/24). Tổng kết, LN ròng Q4/24 giảm 9% svck, ghi nhận 2,124 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng cả năm 2024 ghi nhận 9,392 tỷ đồng (+6% svck), hoàn tất 94% dự phóng cũ của chúng tôi do sự phục hồi của thị trường sữa kém hơn kỳ vọng ban đầu.

#### Lợi nhuận ròng ước tính tăng 6%/6% svck trong năm 2025F-26F

Với động lực từ (1) sản lượng bán hàng có thể tăng 1%/2% svck, (2) giá bán sản phẩm trung bình tăng 4%/2% svck, chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa VNM có thể tăng 6.1%/5.4% svck trong năm 2025-26. Bên cạnh đó, doanh thu nước ngoài dự báo tăng 10/9%/11.5% svck chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng 2 chữ số của Angkor Milk và Driftwood. Biên LN gộp ghi nhận 41.1% (-0.3đ% svck) trong năm 2025 và duy trì trong năm 2026. Tổng kết, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng tăng 6%/6% svck trong năm 2025-26

#### Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 77,500 VND/cổ phiếu

Giá mục tiêu mới thấp hơn 3% sv dự báo cũ (cập nhật 08/24) do hạ dự báo EPS xuống 5%/5% trong năm 2025-26. Với áp lực bán mạnh từ các nhà đầu tư nước ngoài, giá cổ phiếu VNM đã giảm xuống mức hấp dẫn, với P/E trượt đạt 13.4, thấp hơn 16% với mức trung bình 3 năm (16.0), trong khi LNR đang có xu hướng phục hồi (CAGR của LNR 2025-26F đạt 6%). Do đó, chúng tôi nhận thấy đây là thời điểm thích hợp để đầu tư vào công ty có tăng trưởng ổn định và khả năng tài chính lành mạnh. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) Thị phần trong nước thấp hơn so với dự tính do (i), tiêu dùng nội địa vẫn còn chậm, (ii) tính không hiệu quả của các chương trình hỗ trợ bán hàng, (3) Giá bột sữa thế giới tăng mạnh khi thiếu hụt nguồn cung thế giới bất thường xảy ra, chủ yếu do rủi ro về thời tiết hay yếu tố về địa chính trị.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	60,369	61,782	65,542	69,100
Lợi nhuận ròng	8,874	9,374	9,952	10,568
Tăng trưởng doanh thu thuần	0.7%	2.3%	6.1%	5.4%
Tăng trưởng LN ròng	4.2%	5.6%	6.2%	6.2%
Biên LN gộp	40.7%	41.4%	41.1%	41.1%
Biên EBITDA	20.4%	20.6%	19.9%	20.0%
ROAE	26.2%	26.3%	27.7%	29.2%
ROAA	17.5%	17.4%	18.0%	18.9%
EPS (VND/cổ phiếu)	4,246	4,486	4,762	5,057
BVPS (VND/cổ phiếu)	16,761	17,311	17,541	17,694

Nguồn: VNM, MBS Research

#### Khả quan

#### Giá mục tiêu

VND77,500

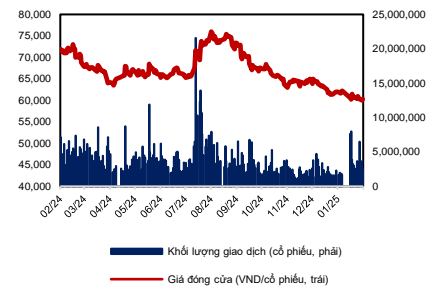
Tiềm năng tăng giá

28.5%

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

Giảm dự phóng EPS năm 2025-26 xuống 5%/5%

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	60,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	73,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	60,000
Vốn hóa (tỷ VND)	126,024
P/E (TTM)	14.1
P/B	3.5
Thị suất cổ tức (%)	6.5
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	50.5

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Cơ cấu sở hữu (%)

Tổng CTĐT và KD vốn nhà nước – Công ty TNHH	36.0
F&N Dairy Investments Pte Ltd	17.7
Platinum Victory Pte. Ltd	10.6
Others	35.7

#### Chuyên viên phân tích



#### Nguyễn Quỳnh Ly

Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

## CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

### Luận điểm đầu tư & khuyến nghị

#### Luận điểm đầu tư

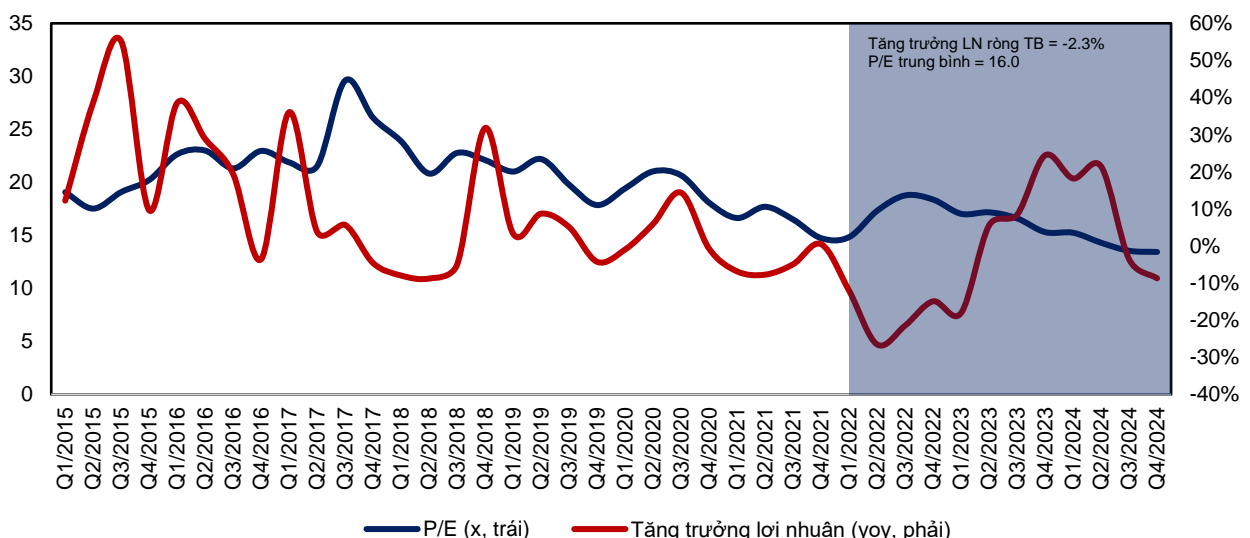
- Doanh nghiệp sữa lớn nhất Việt Nam với tổng thị phần nội địa khoảng 43% (theo Euromonitor), VNM đã có 1 sự bùng nổ về truyền thông trong năm 2023 với sự kiện tái định vị thương hiệu, đánh dấu 1 chiến lược sáng tạo mới tập trung vào thể hệ tiêu dùng mới tại Việt Nam. Vinamilk có sức khỏe tài chính lành mạnh, ROE đạt 26%, cao hơn mức trung bình các doanh nghiệp sữa cùng khu vực (~15%).
- Thị phần nội địa tăng nhẹ trong năm 2024 sẽ giúp cho doanh thu nội địa tăng 6%/5% trong năm 2025-26, trong bối cảnh thị trường sữa Việt Nam đang trong xu hướng phục hồi, đặc biệt ở các lĩnh vực sữa chua và sữa đặc. Kết hợp với (1) sự tăng trưởng 2 chữ số của khu vực nước ngoài, (2) biên LN gộp duy trì ổn định, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng tăng 6%/6% svck trong năm 2025-26
- VNM sở hữu tỷ suất lợi 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 6.5%

#### Khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN**, giá mục tiêu 1 năm là 77,500 VND/cổ phiếu dựa vào 2 phương pháp DCF và P/E (tiềm năng tăng giá 28.5%, chưa bao gồm lợi suất cổ tức 6.5%)

- 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 25-34e
- VNM đang có mức định giá hấp dẫn khi P/E giảm xuống chỉ còn 13.4 và lợi nhuận ròng đang trong giai đoạn phục hồi. P/E mục tiêu của chúng tôi ở mức 17.0, cao hơn so với trung bình giai đoạn 2022-24 (16x) để phản ánh (1) Tăng trưởng kép của lợi nhuận ròng trong 2025-26 (6.2%) tốt hơn giai đoạn 2022-24 (3.2%), (2) thị trường sữa Việt Nam ước tính tăng trưởng 4% trong giai đoạn 2025-26 (theo Euromonitor), cao hơn so với giai đoạn 2022-24.

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%	39,846
P/E	50%	37,626
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>77,500</b>
Giá hiện tại (18/02/2024)		60,300

Tiềm năng tăng giá 28.5%  
 Nguồn: MBS Research

Hình 3: Dự báo dòng tiền phương pháp DCF

	2025	2026	2027	2028	///	2034
EBIT	10,965	11,672	12,427	13,240		19,675
Khấu hao	1,841	1,901	1,971	2,040		2,531
Đầu tư tài sản cố định	(1,941)	(2,047)	(2,153)	(2,265)		(3,122)
Thay đổi vốn lưu động	(322)	(116)	(156)	(166)		(247)
Dòng tiền tự do	10,543	11,411	12,089	12,848		18,837
Chi phí thuế	(2,279)	(2,420)	(2,551)	(2,715)		(4,003)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	8,264	8,991	9,537	10,134		14,834
Giá trị năm cuối mô hình						190,185
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7,585	7,575	7,375	7,193		6,297
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình						80,733

Hình 4: Định giá theo FCFF và các giả định

FCFF			WACC và tăng trưởng dài hạn	
(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2025E-2034E	tỷ đồng	69,587	Tăng trưởng dài hạn	1.0%
(+) Giá trị hiện tại giá trị DN cuối chu kỳ	tỷ đồng	80,733	Beta	0.7
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>150,320</b>	Phần bù rủi ro thị trường	9.0%
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	25,486	Lãi suất phi rủi ro	3.0%
(-) Nợ vay ngắn và dài hạn	tỷ đồng	-9,273	Chi phí vốn CSH	9.3%
<b>Giá trị VCSH</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>166,533</b>	Chi phí sử dụng nợ	6.0%
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	2,090	Thuế DN	20.0%
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>	<b>đồng/cp</b>	<b>79,700</b>	<b>WACC</b>	<b>8.9%</b>

Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 5: Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Doanh nghiệp	Mã Bloomberg	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
			2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	600887 CH	24,491	15.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK	7,291	12.5	n/a	1.3	n/a	4.5	n/a	10.3	n/a
Bright Dairy & Food Co Ltd	600597 CH	1,537	13.1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Fraser & Neave Holdings Bhd	FNH MK	2,187	17.2	16.2	2.5	2.3	10.4	10.3	15.1	14.9
Yakult Honsha Co Ltd	2267 JT	6,319	17.5	17.2	1.5	1.5	7.6	7.5	9.0	8.7
<i>Trung bình</i>			15.2	16.7	1.9	1.9	7.5	8.9	11.5	11.8
<b>CTCP Sữa Việt Nam</b>		<b>5,467</b>	<b>12.6</b>	<b>11.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.4</b>	<b>18.2</b>	<b>19.1</b>	<b>27.7</b>	<b>29.2</b>

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

### Rủi ro giảm giá:

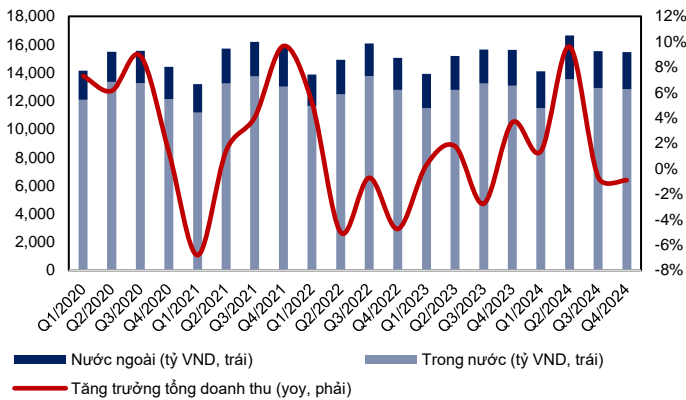
- Thị phần trong nước thấp hơn so với dự tính do tiêu dùng nội địa vẫn còn chậm, đặc biệt tỷ lệ sinh giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu của các sản phẩm giữa cho trẻ em từ 0-4 tuổi.
- Sự cải thiện về thị phần nội địa ít hơn so với ước tính do tính không hiệu quả của các chương trình hỗ trợ bán hàng
- Giá bột sữa thế giới tăng mạnh khi thiếu hụt nguồn cung thế giới bất thường xảy ra, chủ yếu do rủi ro về thời tiết hay yếu tố về địa chính trị.

**Q4/24, lợi nhuận ròng giảm 9% svck chủ yếu do tác động tiêu cực của giá nguyên vật liệu đầu vào**

Hình 6: KQKD Q4/24 (tỷ đồng)

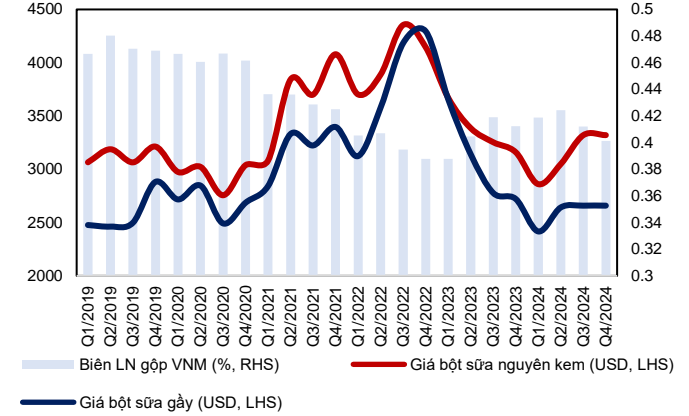
Tỷ đồng	Q4/2024	Sv quý trước (%)	svck (%)	2024	svck (%)	% dự báo cũ	Đánh giá
<b>Doanh thu thuần</b>	15,478	-0.4%	-0.9%	61,783	2.3%	97.3%	
-Trong nước	12,843	-0.7%	-1.8%	50,800	0.4%	97.1%	Q4/24, doanh thu nội địa giảm 1.8% svck chủ yếu do doanh thu MCM (sữa Mộc Châu) duy trì giảm 6.5% svck khi nhu cầu tiêu thụ còn yếu. Bên cạnh đấy, doanh thu công ty nội địa công ty mẹ đi ngang svck, trong đó, doanh thu 2 tháng cuối năm tăng 1.5% svck nhờ vào sự tăng trưởng 2 chữ số của các mảng sữa đặc, sữa chua và các sản phẩm lợi khuẩn.
-Nước ngoài	2,635	1.0%	4.0%	10,983	12.6%	97.9%	Q4/24, doanh thu xuất khẩu tăng 4% svck, chủ yếu nhờ vào doanh thu các chi nhánh nước ngoài tăng 12% svck, cụ thể: (1) Driftwood thành công mở rộng tệp khách hàng, gia tăng doanh thu, (2) Angkor Milk tại Campuchia thành công mở rộng cả danh mục sản phẩm mới và danh sách khách hàng.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	6,210	-3.0%	-3.6%	25,590	4.3%	94.3%	
<b>Biên LN gộp</b>	40.1%	-1.1d%	-1.1d%	41.4%	0.8d%	96.3%	Q4/24, biên LN gộp giảm 1.1đ % svck do (1) giá bột sữa đầu vào trung bình (cả bột sữa nguyên kem và sữa gầy) tăng 5% svck, (2) doanh thu nội địa giảm 2% svck (mảng có biên LN gộp cao hơn)
Chi phí bán hàng	3,351	0.4%	-4.1%	13,358	2.6%	96.5%	
Chi phí QLDN	555	31.5%	10.0%	1,828	4.1%	99.2%	
<i>Chi phí bán hàng QLDN/tổng doanh thu</i>	25.2%	1.0d%	-0.4d%	24.6%	0.1d%	98.3%	
Thu nhập tài chính	395	-8.3%	-8.0%	1,586	-7.6%	108.6%	Q4/24, doanh thu tài chính giảm 8% svck, chủ yếu do quy mô tiền và tương đương tiền giảm 82% svck
Chi phí tài chính	140	43.0%	17.9%	428	-14.9%	91.7%	Q4/24, chi phí tài chính tăng 18% svck do quy mô nợ vay tài chính tăng 10% svck và lãi suất đi vay cao hơn svck.
LN trước thuế	2,643	-10.1%	-7.3%	11,600	5.8%	93.9%	
Thuế	497	-7.8%	-5.8%	2,147	10.2%	97.8%	
<b>LN ròng</b>	2,124	-11.6%	-8.7%	9,392	5.8%	94.0%	Q4/24, lợi nhuận ròng giảm 8.7% svck chủ yếu do (1) biên LN gộp giảm 1.1đ % svck, (2) doanh thu nội địa thấp hơn 2% svck. Lợi nhuận ròng cả năm 2024 tăng 5.8% svck với các điểm sáng chính sau đây: (1) thị phần nội địa cải thiện 1-1.5đ% svck, giúp cho doanh thu nội địa đi ngang trong bối cảnh thị trường sữa Việt Nam giảm 1% svck, (2) mảng doanh thu xuất khẩu tăng trưởng 2 chữ số nhờ vào Angkormilk và Driftwood. Lợi nhuận ròng năm 2024 hoàn tất 94% dự phóng của chúng tôi do nhu cầu tiêu thụ sữa thấp hơn so với ước tính cũ của chúng tôi và giá sữa nguyên vật liệu đầu vào tăng cao hơn kỳ vọng.

Hình 7: Doanh thu theo từng mảng (tỷ đồng)



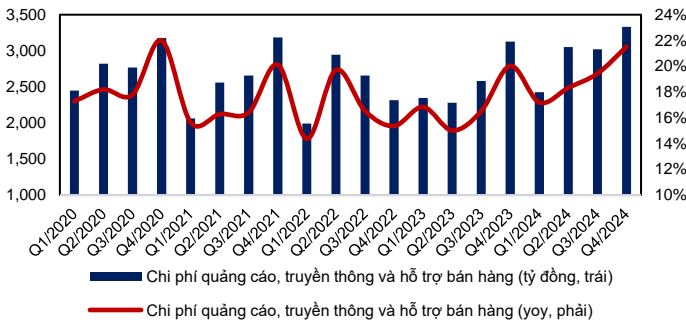
Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 8: Sự tương quan giữa giá bột sữa nguyên kem (WMP) và bột sữa gầy (SMP) thế giới cùng biên lợi nhuận gộp của VNM



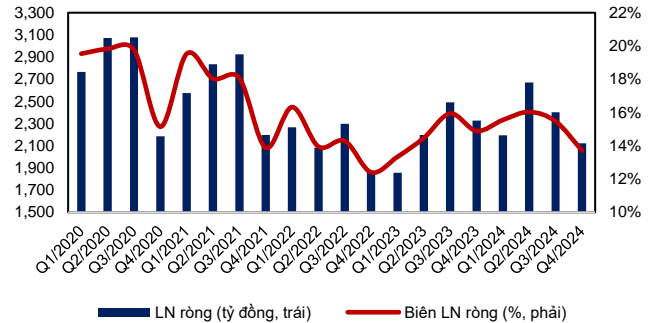
Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 9: Tỷ lệ chi phí quảng cáo, truyền thông và hỗ trợ bán hàng trên tổng doanh thu đạt 21.5% - cao hơn trung bình giai đoạn 22-23



Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 10: Lợi nhuận ròng và biên LN ròng



Nguồn: VNM, MBS Research

**Sự phục hồi của thị trường nội địa và sự tăng trưởng mạnh mẽ tại khu vực nước ngoài sẽ giúp LN ròng tăng 6%/6% svck trong năm 2025-26**

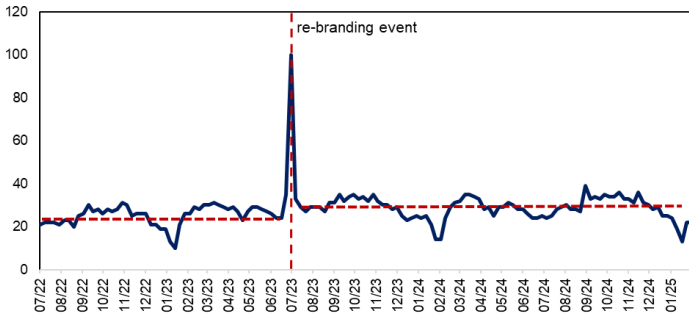
**Thị phần VNM cải thiện 1-1.5đ% sau sự kiện tái định vị thương hiệu, là yếu tố hỗ trợ chính cho doanh thu VNM tăng 6%/5% trong năm 2025-26**

*Sự kiện tái định vị thương hiệu giúp thị phần VNM cải thiện 1-1.5đ% svck*

Sự thành công của VNM được thể hiện qua độ nhận diện với khách hàng trên các nền tảng xã hội. Theo Google Trend, mức độ nhận diện trung bình đạt 29, cao hơn 16% so với mức trung bình trước khi tái định vị hình ảnh. Bước đi táo bạo của VNM đã gây viral với hình ảnh trẻ trung, hiện đại, tô đậm, phù hợp với người tiêu dùng thế hệ mới. Chúng tôi nhận thấy sự thành công cho kế hoạch 5 năm tiếp theo của VNM sẽ giúp tăng độ nhận diện của VNM với người tiêu dùng, hỗ trợ cải thiện tăng trưởng doanh thu nội địa.

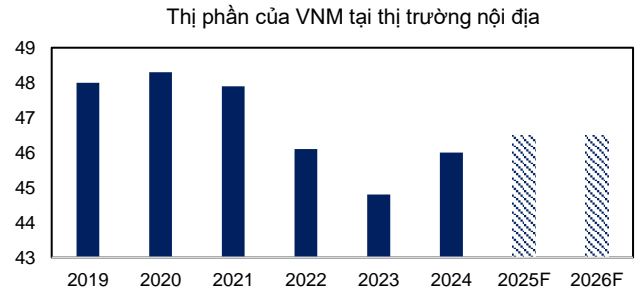
Trong bối cảnh thị trường sữa có quá nhiều đối thủ cạnh tranh, cả trong và ngoài nước trong cùng phân khúc thì việc đổi mới hình ảnh sẽ giúp VNM có được sự sáng tạo, dễ dàng tiếp cận người tiêu dùng. Bên cạnh đấy, việc hoàn chỉnh tái định vị thương hiệu từ 7/2023 đã giúp cho VNM hoàn tất gần 100% việc thay đổi bao bì các sản phẩm hiện hữu và sẵn sàng cho các sản phẩm sẽ ra mắt mới năm 2025-2026.

Hình 11: Lượng tìm kiếm thực của từ khóa VNM được đo lường bởi Google Trend, tăng 16% svck sau khi sự kiện tái định vị thương hiệu ra mắt.



Nguồn: Google trend, MBS Research

Hình 12: Sau khi sự kiện ra mắt, với sự thay đổi tích cực của VNM, chúng tôi ước tính thị phần tiếp tục tăng 0.5đ% trong năm 2025F.

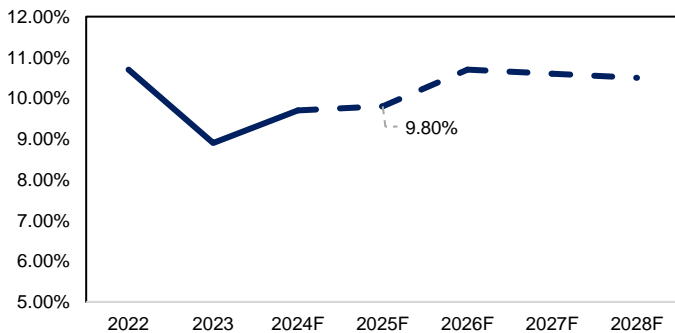


Nguồn: VNM, BMI, MBS Research

Doanh thu nội địa dự báo tăng 6%/5% trong năm 2025F-26F.

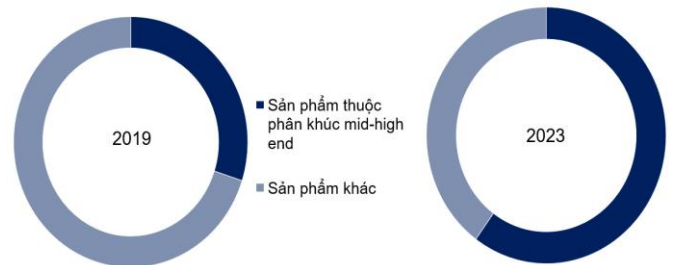
Thị trường sữa Việt Nam ước tính có tốc độ tăng trưởng kép 4% vào 2025F-26F trong bối cảnh (1) Chi tiêu hộ gia đình ước tính tăng 9.8%/10.7% với tiềm năng tăng trưởng tích cực của GDP trong năm 2025F-26F, (2) Giá bán trung bình tăng lên khi tỷ trọng các sản phẩm có mức giá trung bình – cao sẽ gia tăng mạnh mẽ trong trung – dài hạn (ít đường, ít béo, nhiều đạm, chất lượng sữa cao cấp hơn), nhờ vào xu hướng kiểm soát cân nặng và lối sống lành mạnh của người tiêu dùng.

Hình 13: Chi tiêu gia đình dự kiến tăng trưởng mạnh trong năm 2025-26F nhờ vào tiềm năng tăng trưởng GDP cao.



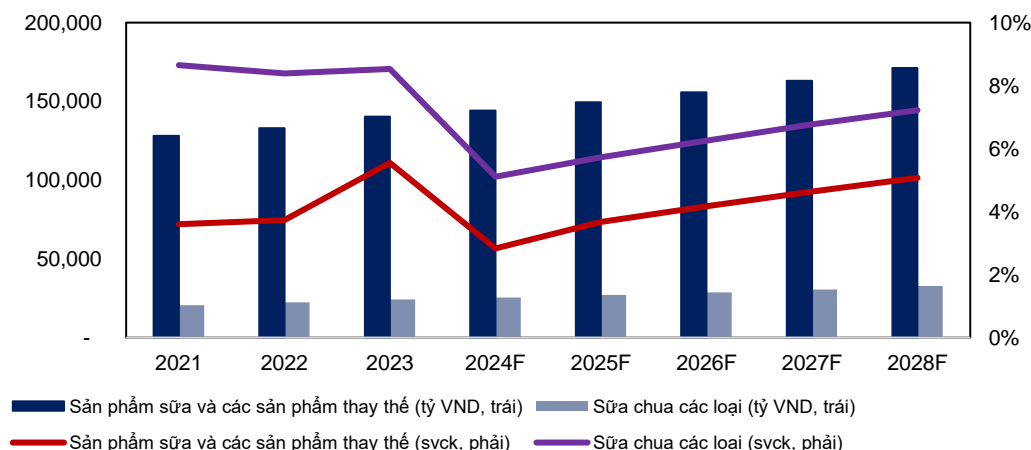
Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 14: Tỷ lệ sản phẩm mới có các đặc điểm như giàu protein, ít đường, không đường, sữa tươi tiệt trùng và giá trị dinh dưỡng cao, có chiều hướng giá tăng so với các sản phẩm khác trong năm 2023.



Nguồn: TH True Milk, Vinamilk, MBS Research

Hình 15: Ước tính giá trị thị trường sữa Việt Nam trong năm 2025-26

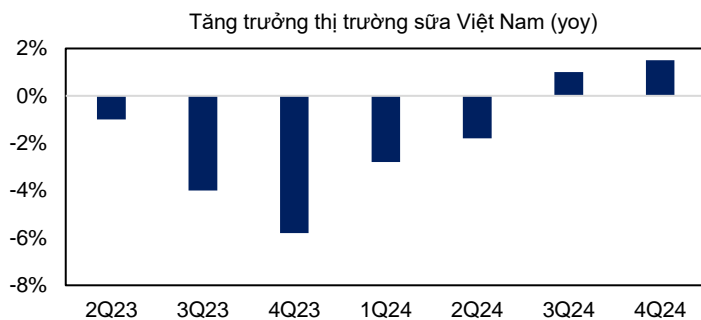


Nguồn: VNM, MBS Research

Với sự hỗ trợ của việc tái định vị thương hiệu, cùng với động lực chính từ sự phục hồi đáng kể GDP, chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa sẽ tăng trưởng 6% svck trong năm 2025 và có sự phục hồi tốt hơn trong năm 2026 với giả định như sau:

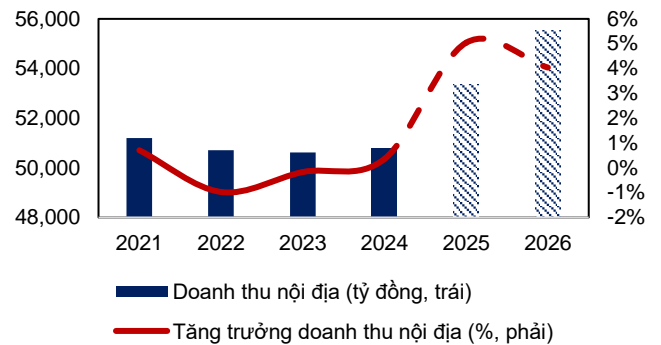
- Dự địa tăng giá bán sản phẩm sau khi tái định vị thương hiệu sẽ giúp cho giá bán sản phẩm trung bình tăng 4% svck trong năm 2025 và tăng nhẹ 2% svck trong năm 2026.
- Sự phục hồi của thị trường nội địa với hỗ trợ của chương trình tái định vị thương hiệu sẽ giúp sản lượng bán hàng nội địa ước tính tăng 1%/2% sv mức nền thấp của năm 2024 và năm 2025.

Hình 16: Thị trường sữa Việt Nam đang trong xu hướng phục hồi (yoy)...



Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 17: ... Vì vậy chúng tôi kỳ vọng một sự tăng trưởng bùng nổ hơn trong năm 2025-26 của VNM



Nguồn: VNM, MBS Research

### Doanh thu nước ngoài tăng trưởng mạnh 10.9%/11.5% svck trong năm 2025-26

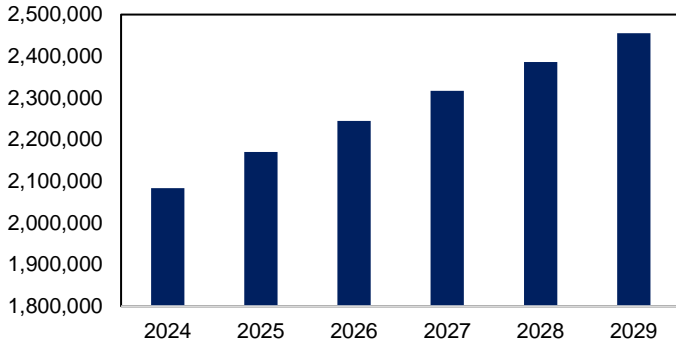
Chúng tôi nhận thấy những thay đổi trong chất lượng sản phẩm đang giúp VNM liên tục mở rộng được danh mục sản phẩm xuất khẩu ra nước ngoài, từ đó doanh thu xuất khẩu trực tiếp duy trì tăng trưởng 2 chữ số trong năm 2024. Các sản phẩm sữa đặc của VNM đang dần có được chỗ đứng trên thị trường quốc tế, và chúng tôi kỳ vọng sẽ tỏa sáng hơn nữa vào năm 2025. Tiếp đà của năm 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu trực tiếp tăng 9.9%/10.6% trong năm 2025F-26F. Sự tăng trưởng này nhờ vào việc thế mạnh về công nghệ và chất lượng sản phẩm giúp VNM tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm bán hàng quốc tế.

Hai chi nhánh con nước ngoài liên tục có được sự tăng trưởng 2 chữ số nhờ vào (1) khả năng mở rộng khách hàng phân phối, (2) danh mục sản phẩm đa dạng. Kết thúc năm 2024, mảng chi nhánh con nước ngoài ghi nhận mức tăng trưởng 12.9% svck, đạt 5,319 tỷ đồng. Sang năm 2025-26, chúng tôi nhận thấy hai chi nhánh con nước ngoài tiếp tục duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số, cụ thể:

- Giá trị thị trường sữa tại Campuchia được ước tính tăng trưởng kép 5% trong giai đoạn 2023-2029 với nhu cầu tăng trưởng nhanh nhờ vào (1) dân số trẻ, (2) xu hướng đô thị hóa. **Angkor milk** hiện đang có thị phần cao nhất tại Campuchia với khoảng 21% (Theo Euromonitor) và còn tiềm năng gia tăng trong trung – dài hạn khi VNM nâng công suất nhà máy sữa Angkormilk. Năm 2025-26, với giả định VNM chưa nâng công suất nhà máy hiện tại, chúng tôi ước tính doanh thu tăng 16%/12% svck trong năm 2025-26, hỗ trợ bởi sự mở rộng danh mục sản phẩm

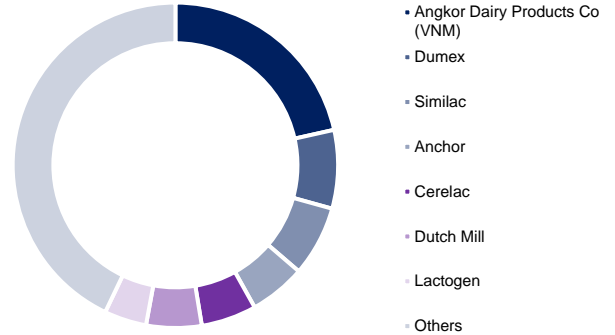
- **Driftwood** duy trì sự ổn định với tệp khách hàng được mở rộng vào năm 2024, từ đó dự báo doanh thu tăng trưởng 12%/10% svck trong năm 2025-26

Hình 18: Giá trị thị trường sữa tại Campuchia (triệu KHR)



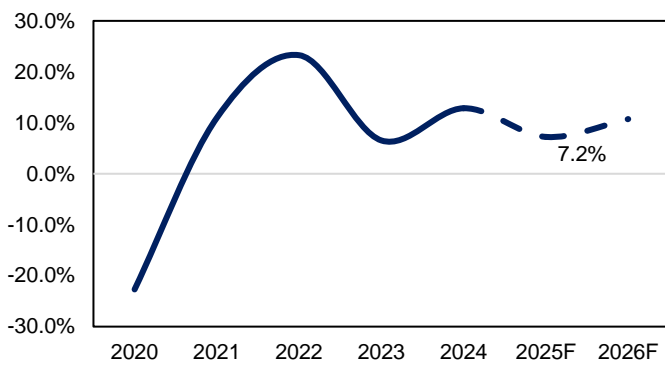
Nguồn: Euromonitor, MBS Research

Hình 19: Thị phần các hãng sữa lớn tại Campuchia



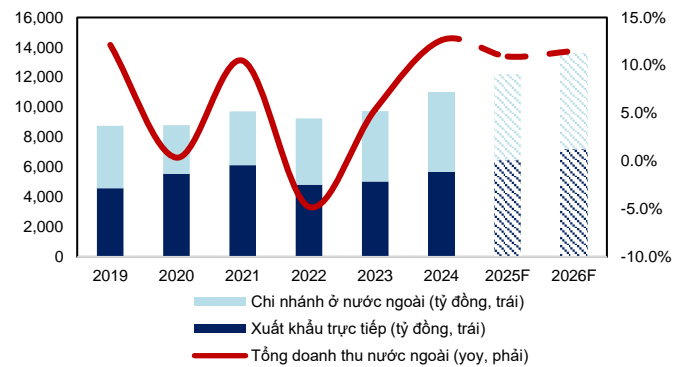
Nguồn: Euromonitor, MBS Research

Hình 20: Sự tăng trưởng của các chi nhánh con nước ngoài có tăng trưởng thấp hơn so sự giải thể của Del Monte trong năm 2025 và tăng trưởng tốt hơn trong năm 2026



Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 21: Dự báo doanh thu thị trường xuất khẩu năm 2025-26



Nguồn: VNM, MBS Research

### Biên LN gộp dự báo giảm nhẹ trong năm 2025

Giá bột sữa nguyên kem và bột sữa gầy trên thế giới được dự báo tăng 5%/1% svck trong năm 2025

Chúng tôi ước tính giá bột sữa nguyên kem tăng trưởng 5% svck trong khi giá bột sữa gầy tăng nhẹ 1% svck, cụ thể:

- Với WMP (bột sữa nguyên kem), sản lượng ước tính tăng trưởng 2.2% với sự tăng trưởng nguồn cung từ New Zealand (+2.8% svck) và Argentina (+16% svck), lợi thế chính của NZ và Argentina là về thời tiết thuận lợi và nhu cầu nhập khẩu gia tăng từ các nước Đông Nam Á. Theo Rabobank, nguồn cung sữa của Trung Quốc đã giảm 0.5% trong năm 2024 và ước tính giảm 1.5% trong năm 2025 do chi phí sản xuất đang cao hơn nhiều so với mức giá bán thị trường. Do vậy cần nhập khẩu khoảng 2% để bù đắp cho thiếu hụt nguồn cung trong nước, trong đó ước tính tăng trưởng nhập khẩu bột sữa nguyên kem khoảng 6% svck do những thay đổi xu hướng tiêu dùng sản phẩm sữa tại đây. Sản lượng WMP trên toàn thế giới ước tính có được sự tăng trưởng khả quan trong năm 2025, chúng tôi ước tính giá bột sữa nguyên kem tăng khoảng 5% svck



- Với SMP (bột sữa gầy), nhu cầu tiêu thụ toàn thế giới tiếp tục có xu thế giảm trong năm 2025 nên nguồn cung ứng bột sữa gầy ước tính giảm 1.8% svck. Chúng tôi ước tính giá bột sữa gầy tăng nhẹ 1% svck

Hình 22: Ước tính sản lượng xuất khẩu WMP của các quốc gia xuất khẩu lớn nhất trên thế giới ('000 tấn)

	2023	2024	2025F	2025F svck
Argentina	111	125	145	▲16%
Australia	38	50	40	▼20%
European Union	260	220	210	▼4.5%
New Zealand	1,366	1,410	1,450	▲2.8%
<b>Tổng lượng XK các quốc gia lớn</b>	<b>1,775</b>	<b>1,805</b>	<b>1,845</b>	<b>▲2.2%</b>

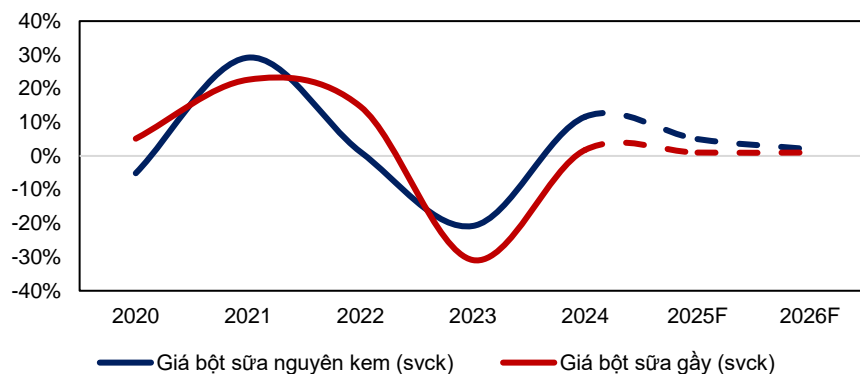
Nguồn: USDA, MBS Research

Hình 23: Ước tính sản lượng xuất khẩu SMP của các quốc gia xuất khẩu lớn nhất trên thế giới ('000 tấn)

	2023	2024	2025F	2025F svck
Argentina	133	165	160	▼3%
Australia	775	710	710	—0%
European Union	451	450	425	▼5.6%
New Zealand	809	765	757	▼1.0%
<b>Tổng lượng XK các quốc gia lớn</b>	<b>2,168</b>	<b>2,090</b>	<b>2,052</b>	<b>▼1.8%</b>

Nguồn: USDA, MBS Research

Hình 24: Dự báo tăng trưởng giá bột sữa nguyên kem và bột sữa gầy năm 2025F-26F



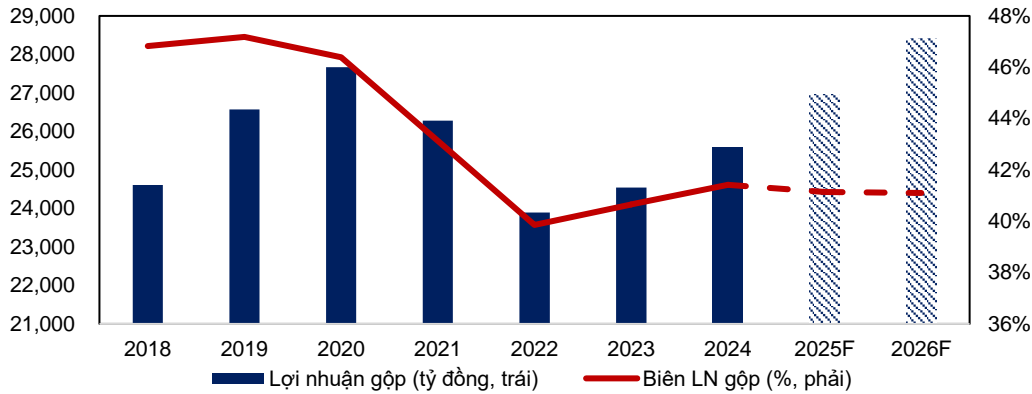
Nguồn: VNM, MBS Research

Mức tăng giá bán bù đắp một phần mức tăng của giá nguyên vật liệu do đó biên LN gộp ước tính đạt 41.1% trong năm 2025/2026 (-0.3đ% sv 2024)

Theo chia sẻ của VNM, các sản phẩm không có đợt tăng giá đáng kể trong vòng 2-3 năm qua. Với dự báo giá nguyên vật liệu sẽ gia tăng trở lại trong năm 2025, chúng tôi nhận thấy VNM đủ dư địa để tăng giá bán nhằm cân bằng lợi ích giữa cả công ty – người tiêu dùng. Năm 2025, VNM sẽ tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm chất lượng cao, thông thường có mức giá cao hơn 5%-15% mức giá bán trung bình, cùng với việc tăng giá bán toàn hệ thống, chúng tôi ước tính giá bán trung bình tăng khoảng 4% svck tại thị trường nội địa.

Việc điều chỉnh giá bán sẽ giúp VNM ít bị tác động bởi việc tăng giá bán nguyên vật liệu, do đó chúng tôi dự báo biên LN gộp giảm nhẹ 0.3đ% svck, ghi nhận 41.4% trong năm 2025F-26F

Hình 25: Dự báo lợi nhuận gộp và biên LN gộp VNM năm 2025-26



Nguồn: VNM, MBS Research

## Điều chỉnh dự phóng KQKD 2025-26

Hình 26: Điều chỉnh dự phóng KQKD VNM 2025-26

Tỷ VND	2024	2025F	svck%	Δ%	2026F	svck%	Δ%	Đánh giá
<b>Doanh thu thuần</b>	61,782	65,542	6.1%	-2.3%	69,100	5.4%	-2.3%	Nhu cầu tiêu thụ thấp hơn svck khiến cho sản lượng tiêu thụ thực tế giảm 3% sv dự phóng cũ của chúng tôi (dựa vào số liệu ước tính) Điều chỉnh giảm 2.3% sv dự báo cũ, chủ yếu do sản lượng tiêu thụ giảm 1%/1% sv dự báo cũ trong năm 2025-26F, do tiêu thụ thị trường sữa vẫn đang còn khá chậm.
-Trong nước	50,799	53,359	5.0%	-1.9%	55,515	4.0%	-1.9%	
-Nước ngoài	10,983	12,183	10.9%	-4.0%	13,585	11.5%	-4.0%	
Lợi nhuận gộp	25,590	26,965	5.4%	-5.4%	28,402	5.3%	-5.4%	
<b>Biên LN gộp</b>	41.4%	41.1%	-0.3%	-3.2%	41.1%	0.0%	-3.2%	Điều chỉnh giảm 3.2% do chúng tôi điều chỉnh tăng giá bột sữa nguyên vật liệu tăng hơn 1% sv dự báo cũ
Chi phí bán hàng	13,375	14,099	5.4%	-3.6%	14,726	4.4%	-3.6%	Điều chỉnh giảm 3.6% do chúng tôi giảm chi phí bán hàng, quảng cáo thấp hơn 5% sv dự báo cũ
Chi phí QLDN	1,828	1,901	4.0%	1.2%	2,004	5.4%	1.2%	
Chi phí bán hàng QLDN/tổng doanh thu	24.6%	24.4%	-0.2%	-0.2%	24.2%	-0.2%	-0.2%	
Thu nhập tài chính	1,586	1,798	13.4%	26.1%	1,803	0.2%	26.1%	Điều chỉnh tăng 26%/26% do chúng tôi tăng tỷ trọng đầu tư ngắn hạn lên 16% sv dự báo cũ
Chi phí tài chính	428	498	16.3%	6.0%	449	-9.9%	6.0%	
Chi phí lãi vay	279	385	37.7%	6.0%	329	-14.5%	6.0%	
LN trước thuế	11,581	12,296	6.2%	-4.5%	13,056	6.2%	-4.5%	
Thuế	2,147	2,279	6.2%	-0.3%	2,420	6.2%	-0.3%	
<b>LN ròng</b>	9,374	9,952	6.2%	-4.5%	10,568	6.2%	-3.8%	Chúng tôi tăng giá nguyên vật liệu đầu vào và giảm sản lượng tiêu thụ do kỳ vọng phục hồi thấp hơn sv dự phóng cũ, vì vậy lợi nhuận ròng điều chỉnh giảm 4.5%/3.8% sv báo cáo cũ. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng 6%/6% trong năm 2025-26

Nguồn: VNM, MBS Research

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

<b>Báo cáo kết quả HKKD</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Doanh thu thuần	60,369	61,782	65,542	69,100	LN trước thuế	10,968	11,600	12,296	13,056
Giá vốn hàng bán	(35,824)	(36,192)	(38,578)	(40,698)	Khấu hao	2,546	2,341	1,775	1,839
Lợi nhuận gộp	24,545	25,590	26,965	28,402	Thuế đã nộp	(1,564)	(2,128)	(2,279)	(2,420)
Chi phí quản lý DN	(1,756)	(1,828)	(1,901)	(2,004)	Các khoản điều chỉnh khác	(273)	(861)	(2,491)	(1,053)
Chi phí bán hàng	(13,018)	(13,375)	(14,099)	(14,726)	Thay đổi VLD	(2,808)	(1,053)	(322)	(116)
LN từ HKKD	9,771	10,386	10,965	11,672	<b>LCTT từ HKKD</b>	<b>7,887</b>	<b>9,686</b>	<b>9,483</b>	<b>11,888</b>
EBITDA thuần	12,317	12,727	13,051	13,819	Đầu tư TSCĐ	(1,580)	(1,742)	(1,941)	(2,047)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>9,771</b>	<b>10,386</b>	<b>10,965</b>	<b>11,672</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	105	114	22	13
Thu nhập lãi	1,716	1,586	1,798	1,803	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(2,989)</b>	<b>(3,739)</b>	<b>90</b>	<b>(3,267)</b>
Chi phí tài chính	(503)	(428)	(498)	(449)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	490	722	-	-
Thu nhập ròng khác	64	6	(2)	(2)	Tiền vay ròng nhận được	3,512	796	(1,136)	442
TN từ các Cty LK & LD	(81)	32	32	32	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>10,968</b>	<b>11,581</b>	<b>12,296</b>	<b>13,056</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(8,152)	(8,160)	(8,160)	(8,160)
Thuế TNDN	(1,949)	(2,147)	(2,279)	(2,420)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(4,293)</b>	<b>(6,641)</b>	<b>(9,296)</b>	<b>(7,718)</b>
Lợi nhuận sau thuế	9,019	9,435	10,016	10,636	Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,300	2,912	2,226	2,503
Lợi ích cổ đông thiểu số	146	61	64	68	LC tiền thuần trong năm	612	(686)	277	906
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>8,874</b>	<b>9,374</b>	<b>9,952</b>	<b>10,568</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối I</b>	<b>2,912</b>	<b>2,226</b>	<b>2,503</b>	<b>3,406</b>
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Tiền và tương đương tiền	2,912	2,226	2,503	3,406	Tăng trưởng doanh thu thuần	0.7%	2.3%	6.1%	5.4%
Đầu tư ngắn hạn	20,137	23,260	21,858	23,045	Tăng trưởng EBITDA	4.0%	3.3%	2.5%	5.9%
Phải thu khách hàng	4,808	4,793	5,124	5,402	Tăng trưởng LN từ HKKD	0.2%	6.3%	5.6%	6.4%
Hàng tồn kho	6,128	5,687	6,247	6,586	Tăng trưởng LN trước thuế	4.5%	5.6%	6.2%	6.2%
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>35,936</b>	<b>37,554</b>	<b>37,645</b>	<b>40,456</b>	Tăng trưởng LN ròng	4.2%	5.6%	6.2%	6.2%
Tài sản cố định	11,689	11,520	10,607	9,968	Tăng trưởng EPS	4.2%	5.6%	6.2%	6.2%
Xây dựng cơ bản dở dang	937	1,540	2,211	2,094	Biên LN gộp	40.7%	41.4%	41.1%	41.1%
BDS đầu tư	56	54	45	36	Biên EBITDA	20.4%	20.6%	19.9%	20.0%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	14.7%	15.2%	15.2%	15.3%
Đầu tư vào công ty LD,LK	603	622	622	622	ROAE	26.2%	26.3%	27.7%	29.2%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	902	902	957	1,009	ROAA	17.5%	17.4%	18.2%	19.1%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>52,673</b>	<b>55,049</b>	<b>54,324</b>	<b>56,361</b>	Vòng quay tài sản	1.2	1.1	1.2	1.2
Vay & nợ ngắn hạn	8,218	9,115	7,971	8,404	Cổ tức chi trả/LN ròng	91.9%	87.0%	82.0%	77.2%
Phải trả người bán	3,806	3,874	4,110	4,333	Tổng nợ vay/VCSH	24.1%	25.6%	22.8%	23.4%
Phải trả ngắn hạn khác	2,751	2,855	3,494	3,684	Nợ vay ròng/VCSH	15.8%	19.5%	15.8%	14.1%
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>17,139</b>	<b>18,460</b>	<b>18,110</b>	<b>19,134</b>	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	10.5%	12.8%	10.4%	9.2%
Vay & nợ dài hạn	238	158	166	175	Khả năng thanh toán lãi vay	1.49	1.51	1.52	1.53
Các khoản phải trả khác	270	257	295	311	Số ngày phải thu	29.1	28.3	28.5	28.5
Tổng Nợ dài hạn	509	415	461	486	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	62.4	57.4	59.1	59.1
<b>Tổng nợ</b>	<b>17,648</b>	<b>18,875</b>	<b>18,571</b>	<b>19,621</b>	Số ngày phải trả tiền bán	38.8	39.1	38.9	38.9
Vốn điều lệ	20,900	20,900	20,900	20,900	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.1	2.0	2.1	2.1
Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34	Khả năng thanh toán nhanh	1.7	1.7	1.7	1.8
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.3	1.4	1.3	1.4
LN giữ lại	3,926	3,471	3,337	3,700	<b>Định giá</b>				
Các quỹ thuộc VCSH	6,837	7,874	7,285	7,681	EPS	4,246	4,486	4,762	5,057
Vốn chủ sở hữu	35,026	36,174	35,753	36,740	BVPS	16,761	17,311	17,109	17,581
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	P/E	18.8	14.1	12.6	11.9
Tổng vốn chủ sở hữu	35,026	36,174	35,753	36,740	P/B	4.8	3.7	3.5	3.4
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>52,673</b>	<b>55,049</b>	<b>54,324</b>	<b>56,361</b>					

## 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 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 CÔNG TY CPCK 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*

*Võ Đức Anh*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyến*

*Nguyễn Đức Hào*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

### Công nghiệp – Năng Lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*