

# CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

## Nỗ lực giữ đà tăng trưởng

11/03/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân  
quannd@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

**KQKD 4Q2024 đi lùi cho thấy nhu cầu nội địa vẫn yếu**

Doanh thu và LNST trong 4Q2024 lần lượt đạt 15,477 đồng (-0.9% YoY) và 2,124 tỷ đồng (-8.7% YoY), chủ yếu do doanh thu nội địa và xuất khẩu đều giảm lần lượt 0.7% và 4% YoY.

**Dấu hiệu phục hồi rõ nét từ tiêu dùng cuối cùng ở khu vực thành thị**

Khảo sát của NielsenIQ cho thấy ngành sữa đã có quay trở lại tăng trưởng 1.5% trong quý 4Q2024, phản ánh tiêu thụ hồi phục ở 4 thành phố lớn, tập trung ở các kênh hiện đại. Chúng tôi cho rằng người tiêu dùng ở nông thôn với thu nhập trung bình thấp hơn (là phân khúc khách hàng quen thuộc của Vinamilk) vẫn đang chịu nhiều áp lực từ tình hình kinh tế không khả quan.

**Dự phóng lợi nhuận 2025 đi ngang trong bối cảnh tiêu dùng thận trọng**

Chúng tôi kì vọng sữa đặc và sữa chua (chiếm 45-50% doanh thu) sẽ duy trì đà tăng trưởng 1 chữ số đạt lần lượt 5% và 7% trong 2025. Nỗ lực tái định vị thương hiệu và cao cấp hóa sản phẩm toàn ngành, đặc biệt là mảng sữa tươi và sữa bột ở khu vực thành thị, sẽ cải thiện kết quả kinh doanh trong 2025.

**Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 74,800 VND/cổ phiếu**

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận 2025 đạt lần lượt 64,689 tỷ VNĐ và 9,520 tỷ VNĐ, tăng trưởng lần lượt 4.7% và 1.4% YoY. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là tương đối hấp dẫn, phù hợp với chiến lược phòng thủ với lợi suất cổ tức và tiềm năng tăng trưởng một con số. Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu VNM, với giá mục tiêu là 74,800 VND/ cổ phiếu cho năm 2025, tương đương với tiềm năng tăng giá là 20%.

## MUA duy trì

|                               |                  |
|-------------------------------|------------------|
| <b>Giá mục tiêu</b>           | <b>VND74,800</b> |
| Tăng/giảm (%)                 | 20%              |
| Giá hiện tại (11/03/2025)     | VND 62,400       |
| Giá mục tiêu đồng thuận       | VND 80,200       |
| Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD) | 131.3/5.2        |

### Dữ liệu giao dịch

|                                 |            |
|---------------------------------|------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng    | 35.3%      |
| GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD) | 269.4/10.8 |
| Sở hữu nước ngoài               | 50.8%      |
| Cổ đông lớn                     | SCIC (36%) |

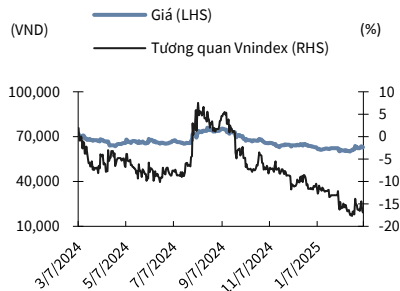
### Biến động giá cổ phiếu

| (%)       | YTD | 3M   | 6M    | 12M   |
|-----------|-----|------|-------|-------|
| Tuyệt đối | 3.5 | -1.9 | -16.6 | -12.6 |
| Tương đối | 0.1 | -5.7 | -20.1 | -16.6 |

### Dự phóng KQKD & định giá

|                               | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh số thuần (tỷ VNĐ)       | 60,369 | 61,783 | 64,689 | 67,713 |
| Lãi/lỗ từ HĐKD (Tỷ VNĐ)       | 10,405 | 10,415 | 11,038 | 11,469 |
| Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)   | 8,874  | 9,392  | 9,520  | 10,067 |
| EPS (VNĐ)                     | 4,246  | 4,494  | 4,555  | 4,817  |
| Tăng trưởng EPS (%)           | 5%     | 6%     | 1%     | 6%     |
| P/E (x)                       | 14.8   | 14.0   | 13.8   | 13.0   |
| P/B (x)                       | 3.7    | 3.6    | 3.6    | 3.5    |
| ROE (%)                       | 29     | 29     | 29     | 30     |
| Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%) | 6.1    | 6.1    | 6.1    | 6.1    |

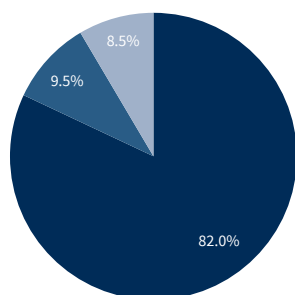
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Cấu trúc doanh thu 2024

■ Nội địa ■ Xuất khẩu ■ Chi nhánh nước ngoài



## Hoạt động kinh doanh

VNM có 48 năm hoạt động sản xuất, kinh doanh các sản phẩm sữa và có nguồn gốc từ sữa. Hiện tại công ty đang chiếm vị trí số 1 trong ngành sữa Việt Nam với khoảng 40-45% thị phần. Trong đó, nổi bật nhất là các dòng sữa chua và sữa đặc chiếm tới 80-90% thị phần nội địa.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Điểm nhấn đầu tư

## Chú thích

**Tăng sức cạnh tranh tại kênh hiện đại và thành thị.** Đầu tư mạnh mẽ vào phát triển và tái định vị thương hiệu cao cấp đang cho thấy sự cải thiện ở các ngành hàng.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

**Mảng kinh doanh nước ngoài tiếp tục tăng trưởng 6% trong 2025.** Xuất khẩu và Chi nhánh nước ngoài sẽ tăng 5/7% trong 2025 nhờ nhu cầu tại Iraq tiếp tục tăng và mở rộng danh mục tại các công ty con

Chi tiết ở [báo cáo trước](#)

**Ổ phiếu tiêu dùng phòng thủ hấp dẫn với lợi suất cổ tức cao.** Tỷ suất cổ tức 6.1% đều đặn và hấp dẫn trong bối cảnh lãi suất dự kiến duy trì ở mức thấp trong 2025.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

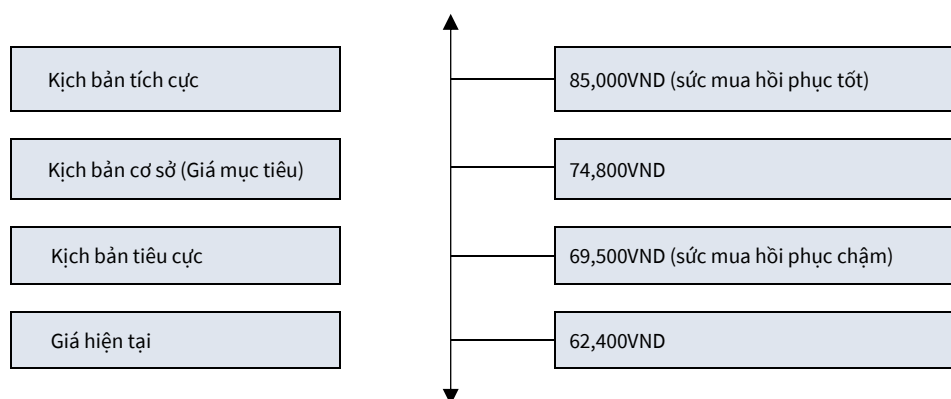
## Dự phóng kết quả kinh doanh

| (tỷ VND)        | Dự phóng của KBSV |        | Thay đổi với kỳ trước |       | Dự phóng đồng thuận* |        | Chênh lệch |       |
|-----------------|-------------------|--------|-----------------------|-------|----------------------|--------|------------|-------|
|                 | 2025E             | 2026E  | 2025E                 | 2026E | 2025E                | 2026E  | 2025E      | 2026E |
| Doanh thu       | 64,689            | 67,713 | 0%                    | 3%    | 64,719               | 67,314 | 0%         | 1%    |
| EBIT            | 10,415            | 11,038 | -4%                   | -4%   | 11,457               | 11,992 | -9%        | -8%   |
| LNST công ty mẹ | 9,520             | 10,067 | 3%                    | -5%   | 9,813                | 10,306 | -3%        | -2%   |

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Quan điểm định giá



## Kịch bản cơ sở 2025:

- Tăng trưởng doanh thu 2025/2026 lần lượt 4.7%/4.7%
- Biên LNG đạt 40.7%

## Kịch bản tích cực 2025:

- Tăng trưởng doanh thu 2025/2026 lần lượt 6.1%/5.5%
- Biên LNG đi ngang đạt 41.4%

## Kịch bản tiêu cực 2025

- Tăng trưởng doanh thu 2025/2026 lần lượt 1.7%/2.8%
- Biên LNG giảm xuống 39.9%

## Hoạt động kinh doanh

KQKD 4Q2024 đi lùi cho thấy nhu cầu nội địa vẫn yếu

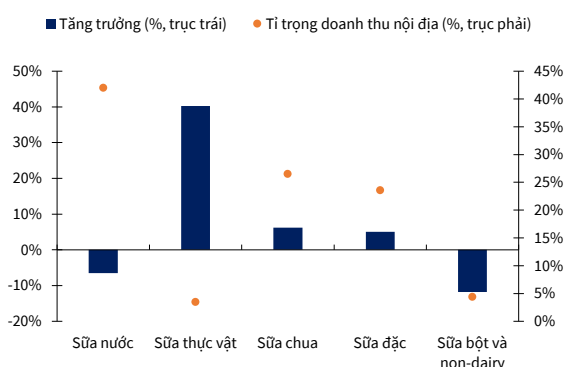
Trong 4Q2024, doanh thu và lợi nhuận đạt 15,477 và 2,124 tỷ VNĐ, lần lượt giảm 0.9% và 8.7% so với cùng kì 2023.

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh**

| (tỷ VNĐ)                            | Q4/2023       | Q4/2024       | +/-%YoY        | 2023          | 2024          | +/-%YoY      | Chú thích                                                                                                                   |
|-------------------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu</b>                    | <b>15,619</b> | <b>15,477</b> | <b>-0.9%</b>   | <b>60,369</b> | <b>61,783</b> | <b>2%</b>    |                                                                                                                             |
| Nội địa                             | 13,085        | 12,843        | -1.8%          | 50,617        | 50,799        | 0%           | Khu vực nông thôn cho thấy sức mua yếu dù nỗ lực quảng cáo tiếp thị                                                         |
| Xuất khẩu                           | 1,298         | 1,253         | -4%            | 5,039         | 5,664         | 12%          | Angkormilk và Driftwood tiếp tục đà tăng trưởng ấn tượng nhờ mở rộng sản phẩm và đẩy mạnh hoạt động tiếp thị.               |
| Công ty con ở nước ngoài            | 1,236         | 1,382         | 12%            | 4,712         | 5,319         | 13%          | Xuất khẩu hạ nhiệt trong Q4 với mức giảm nhẹ 4%                                                                             |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                | <b>6,442</b>  | <b>6,210</b>  | <b>-4%</b>     | <b>24,545</b> | <b>25,590</b> | <b>4%</b>    |                                                                                                                             |
| <b>Biên lợi nhuận gộp</b>           | <b>41.6%</b>  | <b>39.8%</b>  | <b>-186bps</b> | <b>40.7%</b>  | <b>41.4%</b>  | <b>76bps</b> |                                                                                                                             |
| Nội địa                             | 41.7%         | 40.3%         | -143bps        | 41.3%         | 41.3%         | 1bps         | Biên gộp nội địa giảm so với cùng kì và quý trước do doanh thu giảm và giá bột sữa đã tăng trở lại từ tháng 8/2024          |
| Xuất khẩu và công ty con nước ngoài | 38.9%         | 39.4%         | 53bps          | 37.4%         | 42.0%         | 458bps       | Biên gộp 4Q và cả năm tăng mạnh nhờ giá đầu vào bột sữa trung bình thấp và tỉ trọng sản phẩm dùng bột sữa nhiều hơn nội địa |
| Thu nhập tài chính                  | 429           | 395           | -8%            | 1,716         | 1,585         | -8%          | Nền lãi suất thấp ảnh hưởng nhẹ đến lợi nhuận tài chính                                                                     |
| Chi phí tài chính                   | 119           | 140           | 18%            | 354           | 279           | -21%         | Vay nợ tăng nhẹ trong 4Q2024 do gia tăng nhu cầu vốn lưu động từ các dự án                                                  |
| Lợi nhuận từ công ty LD, LK         | (28)          | 23            | 184%           | (81)          | 32            | 140%         |                                                                                                                             |
| SG&A                                | 3,998         | 3,906         | -2%            | 14,774        | 15,186        | 3%           | Chi phí quản lý và bán hàng tăng nhẹ 3%, tương đối tích cực dù tăng mạnh marketing và tái định vị thương hiệu               |
| <b>Lãi/lỗ từ HĐKD</b>               | <b>2,726</b>  | <b>2,582</b>  | <b>-5%</b>     | <b>10,904</b> | <b>11,594</b> | <b>6%</b>    |                                                                                                                             |
| Thu nhập khác                       | 126           | 61            | -51%           | 64.3          | 5.7           | -91%         |                                                                                                                             |
| Lợi nhuận trước thuế                | 2,852         | 2,643         | -7%            | 11,600        | 11,717        | 1%           |                                                                                                                             |
| Lợi nhuận sau thuế                  | 2,351         | 2,147         | -9%            | 9,020         | 9,453         | 5%           |                                                                                                                             |
| <b>LNST công ty mẹ</b>              | <b>2,326</b>  | <b>2,124</b>  | <b>-9%</b>     | <b>8,874</b>  | <b>9,392</b>  | <b>6%</b>    |                                                                                                                             |
| <b>Biên LNST</b>                    | <b>15.0%</b>  | <b>13.6%</b>  | <b>-143bps</b> | <b>14.7%</b>  | <b>15.2%</b>  | <b>50bps</b> |                                                                                                                             |

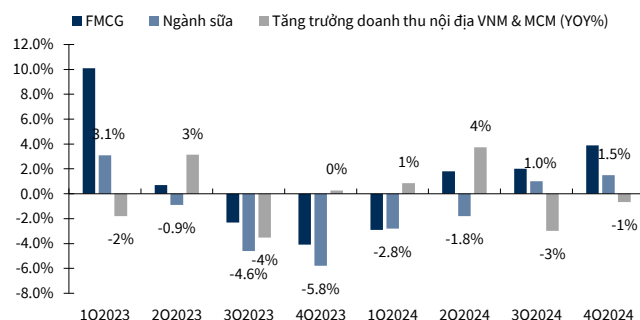
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 2. Tăng trưởng các mảng kinh doanh trong 2024**



Nguồn: VNM, KBSV ước tính

**Biểu đồ 3. Tăng trưởng ngành sữa và FMCG trong 2023-2024**



Nguồn: VNM, NielsenIQ

## Tâm lý tiêu dùng thận trọng dự kiến kéo dài đến nửa đầu 2025

Nghiên cứu NielsenIQ cho thấy **nhu cầu tiêu dùng cuối 4Q2024** tại 4 thành phố lớn và kênh hiện đại phục hồi 1.5%. **Tương tự, doanh thu kênh hiện đại của VNM tăng 11% trong 4Q2024 và 5% cho cả năm**, dù doanh thu nội địa giảm 1.9% YoY. Theo chúng tôi, nguyên nhân chính là do tệp khách hàng của VNM có phân bố nhiều ở khu vực nông thôn (chiếm 62% dân số, theo Tổng Cục Thống Kê - GSO) với thu nhập thấp hơn thành thị khoảng 30% đang gặp nhiều khó khăn trong bối cảnh kinh tế hiện nay. Dữ liệu GSO ghi nhận **tiêu dùng cuối** tăng 6.6%, thấp hơn GDP (7%) và **tích lũy tài sản** (7.2%), cho thấy người dân vẫn có thói quen tiết kiệm và đầu tư nhiều hơn. Chúng tôi cho rằng **tiêu dùng cuối** và **nhu cầu đại lý** sẽ tiếp tục đi ngang trước bối cảnh nền kinh tế và chính trị toàn cầu biến động mạnh trong 2025 nhưng nhu cầu sẽ khả quan hơn ở khu vực thành thị nhờ những dấu hiệu cải thiện trong thời gian gần đây. Các chính sách kích thích từ chính phủ như duy trì giảm thuế VAT 2% và miễn học phí công lập từ mầm non đến trung học phổ thông trên toàn quốc sẽ là những yếu tố hỗ trợ tăng trưởng tiêu dùng trong 2025.

## Tiếp tục đầu tư mạnh mẽ cho phát triển sản phẩm và tiếp thị

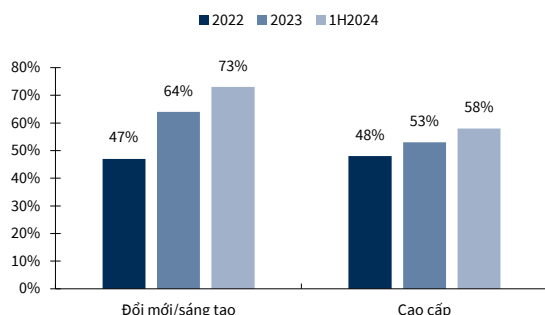
Vinamilk tiếp tục đẩy mạnh phát triển sản phẩm và nâng tầm thương hiệu cao cấp qua bao bì hiện đại, cùng các chứng nhận danh giá như **Clean Label, Taste Award, Monde Selection** với mục tiêu là xây dựng hình ảnh sản phẩm với phân khúc cao cấp để tăng sức cạnh tranh tại thành thị, nơi có sức mua cao hơn và đang tăng trưởng nhanh chóng. Theo VNM, doanh thu kênh hiện đại đã tăng 5% trong 2024. Nổi bật nhất, doanh thu sữa tươi Greenfarm đã tăng hơn 30% trong 2024 với 90% khách hàng là khách trung thành, và 43% đến từ đối thủ lớn với việc đẩy mạnh phân phối tại các kênh siêu thị. Chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ tiếp tục đẩy mạnh chi tiêu cho quảng cáo và tiếp thị, tăng 5% so với 2024 và duy trì SG&A/doanh thu ở mức 24.6%. **Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sữa nước sẽ phục hồi 2% trong 2025 nhờ VNM tiếp tục đẩy mạnh các sản phẩm cao cấp ở kênh hiện đại và chiếm thêm thị phần từ các đối thủ.**

## Biểu đồ 4. Chiến lược tái định vị thương hiệu và phát triển sản phẩm mới



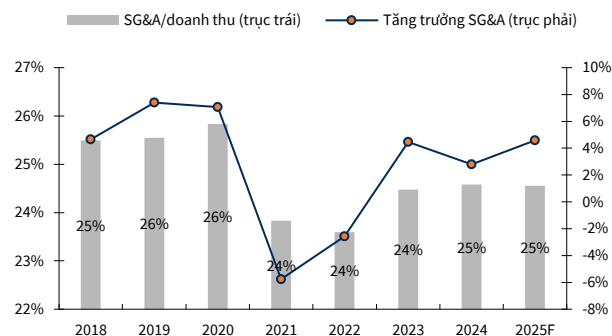
Nguồn: Vinamilk

Biểu đồ 5. Đánh giá sức khỏe thương hiệu sản phẩm Vinamilk



Nguồn: Công ty nghiên cứu Ipsos

Biểu đồ 6. Chi phí quản lý và bán hàng

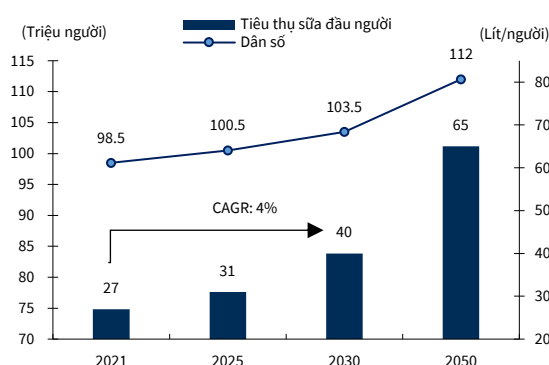


Nguồn: KBSV tính toán

### Triển vọng dài hạn vẫn tích cực

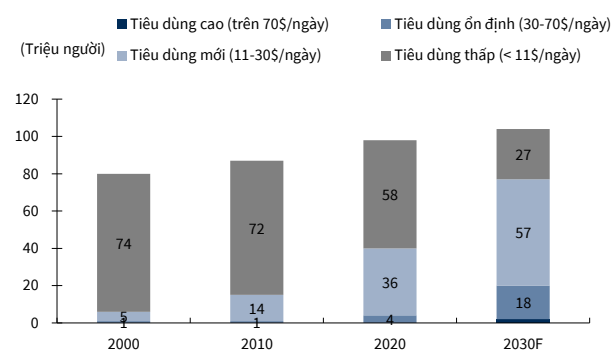
Về dài hạn, chúng tôi cho tiêu thụ sữa vẫn còn rất tiềm năng nhờ với tốc độ tăng trung bình đạt 4%/năm nhờ (1) **Độ tuổi vàng của dân số (33 tuổi)** với nhu cầu gia tăng mạnh mẽ; (2) **Kế hoạch đầu tư và phát triển mạnh mẽ** với kì vọng tăng trưởng GDP đạt mức cao từ 7% trở lên; và (3) **Xu hướng tiêu dùng ngày càng hướng đến các sản phẩm tốt cho sức khỏe**. Tầng lớp trung lưu dự kiến tăng mạnh, từ 36 triệu (2020) lên 57 triệu (2030) (McKinsey), sẽ thúc đẩy nhu cầu các mặt hàng sữa, đặc biệt là phân khúc cao cấp hơn. Theo Viện Nghiên Cứu Công Thương - VOIT, dựa trên giả định dân số tăng 0.9% (2024) và GDP tiếp tục ở mức cao trên 7%, tiêu thụ sữa dự kiến tăng trung bình 4%/năm đến giai đoạn 2030. Chúng tôi kì vọng Vinamilk sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng cao hơn 4%/năm nhờ thế mạnh trong mảng sữa đặc và sữa chua, bên cạnh việc liên tục tái đầu tư mạnh mẽ vào hoạt động phát triển sản phẩm, tiếp thị và cải tiến kênh phân phối.

Biểu đồ 7. Dự phóng tiêu thụ sữa tại Việt Nam



Nguồn: VIOT, Research and Market

Biểu đồ 8. Dự phóng các tầng lớp tiêu dùng



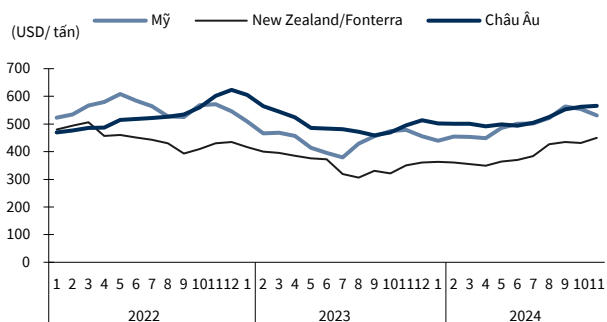
Nguồn: McKinsey

### Chi phí sữa bột duy trì ở mức cao, ảnh hưởng nhẹ đến biên lợi nhuận

Chúng tôi duy trì giả định bột sữa sẽ tăng trong 2025 ([tham khảo báo cáo kì trước](#)), dựa trên tình hình cung cầu và giá nguyên liệu sữa ở Mỹ, EU và Newzealand. Giá sữa nguyên liệu từ trang trại tiếp tục tăng nhẹ trên toàn cầu từ 1H2024 đến nay do xu hướng giảm đàn bò ở Mỹ và EU, làm nguồn cung giảm trong những năm gần đây (USDA, IFCN Dairy) và khiến các giá bột sữa tăng theo. Giá bột sữa nguyên (WMP) đã tăng lên 3.9 USD/kg (cao hơn 20% so với trung bình 2024) do nhập khẩu từ Trung Quốc tăng 18% YoY trong tháng 12/2024 do nguồn cung nội địa yếu, trong khi 70%-80% nguồn cung đến từ New Zealand với sản lượng hạn chế khiến biến động giá lớn. Theo Rabobank, nguồn cung xuất khẩu, đặc biệt ở Newzealand, sẽ tiếp tục cải thiện nhờ biên lợi nhuận trang trại lành mạnh với chi phí thức ăn chăn nuôi thấp và giá bán cao hơn sau khi Fonterra liên tục tăng giá thu mua. Cùng với đó, Rabobank cho rằng giá sữa bán lẻ đều giảm ở mọi khu vực trong 2024 với tâm lý tiêu dùng thận trọng trên toàn cầu sẽ khiến nhu cầu bột sữa khó tăng mạnh trong 2025. **Chúng tôi cho rằng điều này khiến giá đầu bột sữa sẽ ổn định ở mức hiện tại, giúp chi phí của Vinamilk không bị ảnh hưởng quá nhiều.**

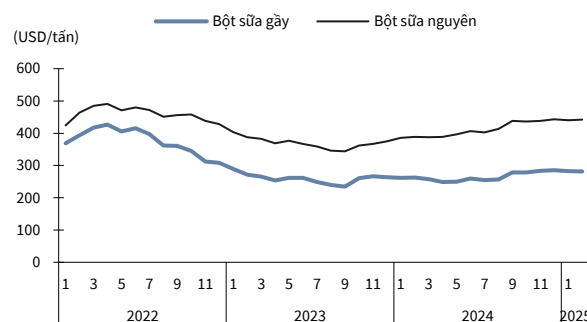
Tại thị trường nội địa, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ đi ngang do vị thế số 1 thị trường và giá bán thấp tại ngành hàng sữa chua và sữa đặc (chiếm 47%-50% doanh thu nội địa) cho phép Vinamilk điều chỉnh giá bán hợp lý. Trái lại, chúng tôi cho rằng biên gộp mảng xuất khẩu sẽ giảm 2% do cơ cấu doanh thu chủ yếu đến từ sữa bột trẻ em và các sản phẩm có gốc từ bột sữa nhập khác.

**Biểu đồ 9. Giá sữa nguyên liệu trang trại tại các khu vực chính**



Nguồn: KBSV tính toán

**Biểu đồ 10. Giá bột sữa trung bình 3 khu vực: Mỹ, EU và Newzealand**



Nguồn: CLAL

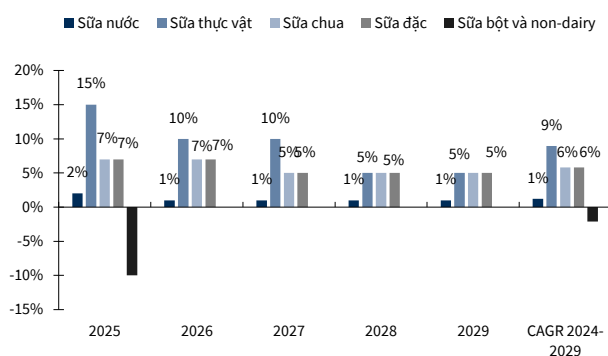
## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Bảng 11. Dự phóng KQKD 2025-2026**

| (tỷ VND)                                    | 2024   | 2025F  | +/-YoY  | 2026F  | +/-YoY | Chú thích KBSV                                                                                                                                                   |
|---------------------------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu</b>                            | 61,782 | 64,689 | 4.7%    | 67,713 | 4.7%   |                                                                                                                                                                  |
| <i>Nội địa</i>                              | 50,799 | 53,050 | 4.4%    | 55,379 | 4.4%   | Doanh thu dự kiến cải thiện nhờ giá bán trung bình cao hơn và chiếm thêm thị phần ngành hàng sữa nước và sữa bột. Sữa đặc và sữa chua kì vọng tăng 7% trong 2025 |
| <i>Xuất khẩu</i>                            | 5,664  | 5,947  | 5.0%    | 6,245  | 5.0%   | Giữ nguyên tốc độ tăng trưởng theo báo cáo trước.                                                                                                                |
| <i>Chi nhánh nước ngoài</i>                 | 5,319  | 5,691  | 7.0%    | 6,090  | 7.0%   |                                                                                                                                                                  |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                        | 25,590 | 26,297 | 2.8%    | 27,525 | 4.7%   | Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ phản ánh áp lực giá bột sữa đầu vào tăng nhưng được bù đắp bởi khả năng tăng giá bán tại nội địa.                                    |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>                   | 41.4%  | 40.7%  | -77bps  | 40.65% | 0bps   |                                                                                                                                                                  |
| <i>Nội địa</i>                              | 41.3%  | 40.8%  | -50bps  | 40.8%  | 0bps   | Chi phí tiếp thị duy trì đã tăng.                                                                                                                                |
| <i>Xuất khẩu &amp; Chi nhánh nước ngoài</i> | 42.0%  | 40.0%  | -200bps | 40.0%  | 0bps   | Biên gộp xuất khẩu giảm khiến biên gộp mảng nước ngoài thấp hơn 200bps, bù đắp bởi doanh thu nước ngoài tăng 6%                                                  |
| Thu nhập tài chính                          | 1,586  | 1,752  | 10.5%   | 1,776  | 1.4%   | Thu nhập tài chính tiếp tục cải thiện nhờ đầu tư ngắn hạn tăng mạnh tính đến hết 2024                                                                            |
| Chi phí tài chính                           | 428    | 464    | 8.4%    | 491    | 5.8%   |                                                                                                                                                                  |
| Lợi nhuận từ LD,LK                          | 32     | 39     | 23.1%   | 39     | 0.0%   |                                                                                                                                                                  |
| SG&A                                        | 15,186 | 15,883 | 2.6%    | 16,487 | 2.5%   |                                                                                                                                                                  |
| SG&A/doanh thu                              | 24.6%  | 24.6%  | -3bps   | 24.3%  | -20bps |                                                                                                                                                                  |
| <b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>                    | 11,594 | 11,742 | -1.7%   | 12,363 | 5.3%   |                                                                                                                                                                  |
| Lợi nhuận trước thuế                        | 11,600 | 11,742 | 7.3%    | 12,363 | 5.3%   |                                                                                                                                                                  |
| Lợi nhuận sau thuế                          | 9,453  | 9,628  | 6.3%    | 10,138 | 5.3%   |                                                                                                                                                                  |
| <b>LN sau thuế công ty mẹ</b>               | 9,392  | 9,520  | 4.9%    | 10,067 | 5.7%   | Lợi nhuận cải thiện 4.9% chủ yếu nhờ cải thiện doanh thu tại cả nội địa và xuất khẩu                                                                             |
| <i>Biên LNST</i>                            | 15.2%  | 14.7%  | -49bps  | 14.9%  | 15bps  |                                                                                                                                                                  |

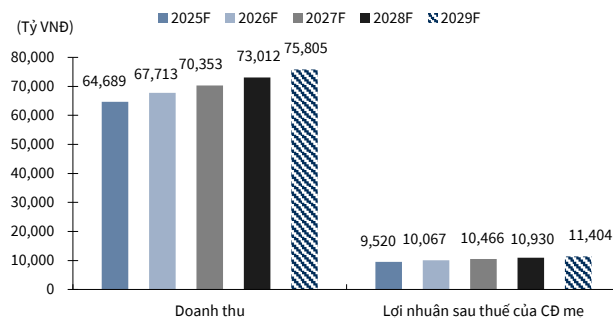
Nguồn: VNM, KBSV dự phóng

**Biểu đồ 12. Dự phóng tăng trưởng các mảng trong 2025-2029**



Nguồn: KBSV tính toán

**Biểu đồ 13. Dự phóng KQKD VNM trong giai đoạn 2025-2029**



Nguồn: KBSV tính toán

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:**  
**74,800 VND**

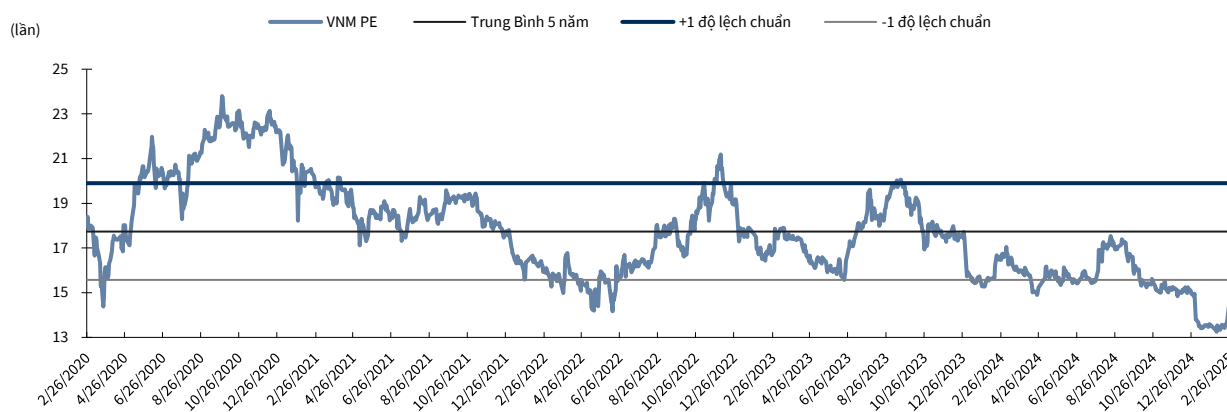
Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu VNM với phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF phản ánh mô hình kinh doanh của VNM tương đối ổn định và tăng trưởng chậm. Chúng tôi cho rằng VNM là sự lựa chọn cho **cổ phiếu phòng thủ hấp dẫn** với tốc độ tăng trưởng 1 con số trung bình, cùng tỷ suất cổ tức kỳ vọng là 6.1%. Hiện VNM đang được giao dịch ở mức định giá PE hấp dẫn là 13.9 lần (dưới -1 độ lệch chuẩn trung bình 5 năm). Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VNM, mức giá mục tiêu **74,800 VND/cp**, cao hơn 20% giá đóng cửa ngày 11/03/2025.

**Biểu đồ 14. Tổng hợp giả định và định giá**

| Giả định chính      | Giá trị     | Chỉ tiêu                                               | Giá trị        |
|---------------------|-------------|--------------------------------------------------------|----------------|
| Beta                | 0.66        | Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền 2025-2029 (Tỷ VNĐ) | 39,700         |
| Lãi suất phi rủi ro | 4.6%        | Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)        | 104,354        |
| Chi phí vốn chủ     | 9.3%        | <b>Tổng giá trị hiện tại (Tỷ VNĐ)</b>                  | <b>145,378</b> |
| Phân bù rủi ro      | 7.8%        | Nợ ròng (Tỷ VNĐ)                                       | 13,169         |
| Chi phí lãi vay     | 2.8%        | Cổ đông không kiểm soát (Tỷ VNĐ)                       | 3,896          |
| Tăng trưởng dài hạn | 2%          | <b>Giá trị VCSH (tỷ VNĐ)</b>                           | <b>156,449</b> |
| <b>WACC</b>         | <b>9.3%</b> | Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)       | 2,089          |
|                     |             | <b>Giá trị VCSH/ cổ phiếu (VNĐ)</b>                    | <b>74,800</b>  |

Nguồn: KBSV tính toán

**Biểu đồ 15. Diễn biến P/E của VNM giai đoạn 2020-2024**



Nguồn: Bloomberg, KBSV



## Vinamilk (VNM) – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2023A-2026F

| Báo cáo Kết quả HKKD<br>(Tỷ VNĐ)<br>(Báo cáo chuẩn)          |        |         |        |         | Bảng cân đối kế toán<br>(Tỷ VNĐ)<br>(Báo cáo chuẩn) |               |               |               |               |
|--------------------------------------------------------------|--------|---------|--------|---------|-----------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                                              | 2023   | 2024    | 2025F  | 2026F   |                                                     | 2023          | 2024          | 2025F         | 2026F         |
| Doanh số thuần                                               | 60,369 | 61,783  | 64,689 | 67,713  | TỔNG CỘNG TÀI SẢN                                   | 52,673        | 55,049        | 56,432        | 58,477        |
| Giá vốn hàng bán                                             | 35,824 | 36,192  | 38,392 | 40,188  | Tài sản ngắn hạn                                    | 35,936        | 37,554        | 39,345        | 41,670        |
| Lãi gộp                                                      | 24,545 | 25,590  | 26,297 | 27,525  | Tiền và tương đương tiền                            | 2,912         | 2,226         | 2,918         | 3,584         |
| Thu nhập tài chính                                           | 1,586  | 1,752   | 1,776  | 1,866   | Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn                       | 20,137        | 23,260        | 23,483        | 24,647        |
| Chi phí tài chính                                            | 428    | 464     | 491    | 513     | Các khoản phải thu                                  | 6,530         | 6,234         | 6,503         | 6,811         |
| Trong đó: Chi phí lãi vay                                    | 279    | 307     | 324    | 335     | Hàng tồn kho, ròng                                  | 6,128         | 5,687         | 6,294         | 6,482         |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)                 | 0      | 0       | 0      | 0       | Tài sản dài hạn                                     | 16,737        | 17,496        | 17,087        | 16,807        |
| Chi phí bán hàng                                             | 13,018 | 13,358  | 13,969 | 14,483  | Phải thu dài hạn                                    | 16            | 18            | 18            | 18            |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                                 | 1,756  | 1,828   | 1,914  | 2,003   | Tài sản cố định                                     | 12,745        | 12,604        | 12,162        | 11,796        |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh                             | 10,929 | 11,692  | 11,700 | 12,391  | Tài sản dở dang dài hạn                             | 937           | 1,540         | 1,836         | 2,133         |
| Thu nhập khác                                                | 353    | 231     | 0      | 0       | Đầu tư dài hạn                                      | 831           | 1,373         | 1,373         | 1,373         |
| Chi phí khác                                                 | 289    | -225    | 0      | 0       | Lợi thế thương mại                                  | 1,322         | 1,076         | 831           | 585           |
| Thu nhập khác, ròng                                          | 64     | 6       | 0      | 0       | <b>NỢ PHẢI TRẢ</b>                                  | <b>17,648</b> | <b>18,875</b> | <b>19,626</b> | <b>20,587</b> |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh                               | -81    | 32      | 39     | 39      | Nợ ngắn hạn                                         | 17,139        | 18,460        | 19,133        | 20,065        |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế                                     | 10,968 | 11,600  | 11,742 | 12,363  | Phải trả người bán                                  | 3,806         | 3,874         | 4,266         | 4,414         |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp                           | 1,949  | 2,147   | 2,113  | 2,225   | Người mua trả tiền trước                            | 165           | 192           | 192           | 192           |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế                                      | 9,020  | 9,453   | 9,628  | 10,138  | Vay ngắn hạn                                        | 8,218         | 9,115         | 9,777         | 10,152        |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                                 | 146    | 61      | 109    | 71      | Nợ dài hạn                                          | 509           | 415           | 494           | 522           |
| Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ                         | 8,874  | 9,392   | 9,520  | 10,067  | Phải trả nhà cung cấp dài hạn                       | 270           | 257           | 257           | 257           |
|                                                              |        |         |        |         | Quỹ đầu tư phát triển                               | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Chỉ số hoạt động                                             |        |         |        |         | Vay dài hạn                                         | 239           | 158           | 237           | 265           |
|                                                              | 2023   | 2024    | 2025F  | 2026F   | <b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>                               | <b>35,026</b> | <b>36,174</b> | <b>36,805</b> | <b>37,890</b> |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                                        | 40.7%  | 41.4%   | 40.7%  | 40.6%   | Vốn góp                                             | 20,900        | 20,900        | 20,900        | 20,900        |
| Tỷ suất EBITDA                                               | 19.6%  | 20.2%   | 19.9%  | 20.1%   | Thặng dư vốn cổ phần                                | 34            | 34            | 34            | 34            |
| Tỷ suất EBIT                                                 | 16.2%  | 16.8%   | 16.1%  | 16.3%   | Lãi chưa phân phối                                  | 3,926         | 3,471         | 3,066         | 3,099         |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế                                 | 18.2%  | 18.8%   | 18.2%  | 18.3%   | Cổ phiếu quỹ                                        | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Tỷ suất lãi hoạt động KD                                     | 18.1%  | 18.9%   | 18.1%  | 18.3%   | Quỹ đầu tư phát triển                               | 6,164         | 7,079         | 8,006         | 8,987         |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần                                      | 14.7%  | 15.2%   | 14.7%  | 14.9%   | Lợi ích cổ đông không kiểm soát                     | 3,329         | 3,896         | 4,005         | 4,076         |
|                                                              |        |         |        |         |                                                     |               |               |               |               |
| Báo cáo lưu chuyển tiền tệ<br>(VNĐ)                          | 2023   | 2024    | 2025F  | 2026F   | Chỉ số chính<br>(x, %, VNĐ)                         |               |               |               |               |
| Lãi trước thuế                                               | 10,968 | 11,600  | 11,742 | 12,363  | Chỉ số định giá                                     |               |               |               |               |
| Khấu hao TSCĐ                                                | 2,300  | 2,341   | 2,450  | 2,586   | P/E                                                 | 14.7          | 13.9          | 13.7          | 13.0          |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư                                 | -1,429 | -1,433  | -1,752 | -1,776  | P/E pha loãng                                       | 14.7          | 13.9          | 13.7          | 13.0          |
| Chi phí lãi vay                                              | 420    | 359     | 464    | 491     | P/B                                                 | 3.7           | 3.6           | 3.5           | 3.4           |
| Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động                   | 12,260 | 12,867  | 12,904 | 13,664  | P/S                                                 | 2.2           | 1.3           | 1.2           | 1.1           |
| (Tăng)/giảm các khoản phải thu                               | -245   | 333     | -269   | -307    | P/Tangible Book                                     | 3.9           | 2.0           | 1.8           | 1.6           |
| (Tăng)/giảm hàng tồn kho                                     | -1,021 | -54     | -1,098 | -705    | P/Cash Flow                                         | 215.4         | -188.1        | 188.8         | 196.2         |
| Tăng/(giảm) các khoản phải trả                               | -443   | -188    | 392    | 148     | Giá trị doanh nghiệp/EBITDA                         | 11.8          | 9.4           | 7.6           | 6.8           |
| (Tăng)/giảm chi phí trả trước                                | 8      | 91      | -392   | 36      | Giá trị doanh nghiệp/EBIT                           | 14.2          | 12.8          | 9.9           | 8.8           |
| Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác        | -2,670 | -3,363  | -3,500 | -3,385  | Hiệu quả quản lý                                    |               |               |               |               |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh | 7,888  | 9,686   | 8,036  | 9,450   | ROE%                                                | 29%           | 29%           | 29%           | 30%           |
| Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác         | -1,580 | -1,742  | -1,567 | -1,754  | ROA%                                                | 18%           | 17%           | 17%           | 18%           |
| Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định                    | 105    | 114     | 0      | 0       | ROIC%                                               | 24%           | 23%           | 23%           | 23%           |
| Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ                             | -2,856 | -3,620  | -223   | -1,163  | Cấu trúc tài chính                                  |               |               |               |               |
| Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ         | 0      | 0       | 0      | 0       | Tỷ suất thanh toán tiền mặt                         | 0.2           | 0.1           | 0.2           | 0.2           |
| Đầu tư vào các doanh nghiệp khác                             | -36    | 0       | 0      | 0       | Tỷ suất thanh toán nhanh                            | 1.3           | 1.4           | 1.4           | 1.4           |
| Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác   | 11     | 36      | 0      | 0       | Tỷ suất thanh toán hiện thời                        | 2.1           | 2.0           | 2.1           | 2.1           |
| Cổ tức và tiền lãi nhận được                                 | 1,368  | 1,473   | 1,752  | 1,776   | Vốn vay dài hạn/Vốn CSH                             | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư                  | -2,989 | -3,739  | -39    | -1,141  | Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản                        | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp                    | 490    | 722     | 0      | 0       | Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH                            | 0.5           | 0.5           | 0.5           | 0.5           |
| Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu                   | -143   | 0       | 0      | 0       | Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản                       | 0.2           | 0.2           | 0.2           | 0.2           |
| Tiền thu được các khoản đi vay                               | 11,788 | 17,420  | 10,014 | 10,416  | Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH                            | 0.5           | 0.5           | 0.5           | 0.5           |
| Tiền trả các khoản đi vay                                    | -8,277 | -16,625 | -9,273 | -10,014 | Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản                       | 0.3           | 0.3           | 0.3           | 0.4           |
| Cổ tức đã trả                                                | -8,152 | -8,160  | -8,046 | -8,046  | Tổng công nợ/Vốn CSH                                | 0.5           | 0.5           | 0.5           | 0.5           |
| Tiền lãi đã nhận                                             | 0      | 0       | 0      | 0       | Tổng công nợ/Tổng Tài sản                           | 0.3           | 0.3           | 0.3           | 0.4           |
| Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính                    | -4,293 | -6,641  | -7,306 | -7,644  | Chỉ số hoạt động                                    |               |               |               |               |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ                               | 606    | -694    | 692    | 666     | Hệ số quay vòng phải thu khách hàng                 | 13            | 13            | 13            | 13            |
| Tiền và tương đương tiền đầu kỳ                              | 2,300  | 2,912   | 2,226  | 2,918   | Hệ số quay vòng HTK                                 | 6             | 6             | 6             | 6             |
| Tiền và tương đương tiền cuối kỳ                             | 2,906  | 2,218   | 2,918  | 3,584   | Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp               | 9             | 9             | 9             | 9             |

Nguồn: VNM, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Khối phân tích**

research@kbsec.com.vn

**Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích**

binhnx@kbsec.com.vn

**Tài chính****Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**

tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích**

linhpp@kbsec.com.vn

**Hàng tiêu dùng****Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích**

quannd@kbsec.com.vn

**Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích**

anhnhd@kbsec.com.vn

**Bất động sản****Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**

ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích**

trangnt6@kbsec.com.vn

**Công nghiệp & Vật liệu****Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**

anhntn@kbsec.com.vn

**Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích**

nguyennd1@kbsec.com.vn

**Vĩ mô & Chiến lược****Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược**

anhtd@kbsec.com.vn

**Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích**

tienns@kbsec.com.vn

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**

thuannd@kbsec.com.vn

**Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ****Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**

hieupm@kbsec.com.vn

**Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích**

anhnv3@kbsec.com.vn

**Bộ phận Hỗ trợ****Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**

thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ**

huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

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

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Mua:             | Trung lập:              | Bán:              |
|------------------|-------------------------|-------------------|
| +15 hoặc cao hơn | trong khoảng +15 và -15 | -15 hoặc thấp hơn |

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Khả quan:                | Trung lập:         | Kém khả quan:      |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.