

THAY ĐỔI ĐỂ TĂNG TRƯỞNG

26/05/2025

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá hợp lý	70,400
Giá hiện tại	55,300
Tiềm năng tăng/giảm	27%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	2,090.0
Free float (%)	35%
Vốn hóa (tỷ VND)	120,590
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	4,408,236
Sở hữu nước ngoài (%)	48.8%
Ngày niêm yết đầu tiên	19/01/2006

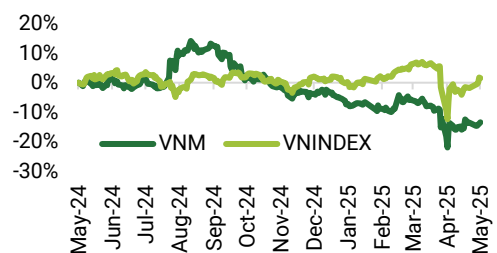
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

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)	3,752
BVPS (VND)	16,123
Nợ/VCSH (%)	27.15%
ROA (%)	16.44%
ROE (%)	23.93%
P/E (x)	15.28
P/B (x)	3.58
Tỷ suất cổ tức (%)	5.11%

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 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 công bố KQKD 1Q25 ghi nhận 12,935 tỷ VND (-8.3% YoY) và LNST 1,578 tỷ VND (-28.1% YoY). Trong đó nguyên nhân chính đến từ doanh thu nội địa giảm 12.9% YoY và chi phí nguyên vật liệu neo cao gây áp lực biên LNG suy giảm 161 bps YoY về 40.3%.
- Cho năm 2025, VNM đặt mục tiêu năm cho doanh thu đạt 64,505 tỷ VND (+4.3% YoY) và LNST đạt 9,680 (2.4% YoY). Chúng tôi kì vọng kế hoạch của VNM sẽ hoàn thành với (1) hệ thống cửa hàng Giác mơ sữa Việt tái cơ cấu hiệu quả, (2) chi phí đầu vào chứng lại từ 2H25 và (3) Vinabeef bắt đầu thương mại hóa, tạo doanh thu cho tập đoàn trong 2025.
- Sử dụng phương pháp định giá DCF và P/E, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** dành cho VNM với giá hợp lý là 70,400 VND/cổ phiếu (giảm 2.9% so với dự phóng gần nhất), tương ứng mức tăng giá 27% so với giá đóng cửa tại 23/05/2025.

Cập nhật KQKD 1Q25

Việc tái cơ cấu hệ thống phân phối tại kênh truyền thống và chuỗi cửa hàng Giác Mơ Sữa Việt ảnh hưởng ngắn hạn đến doanh thu 1Q25:

VNM công bố KQKD 1Q25 ghi nhận 12,935 tỷ VND (-8.3% YoY) và LNST 1,578 tỷ VND (-28.1% YoY), lần lượt đạt 20% và 16% dự phóng năm 2025F của PHS, kết quả này thấp hơn kì vọng của chúng tôi. Lợi nhuận gộp giảm còn 5,210 tỷ VND (-11.9% YoY), với mức BLNG giảm 161 bps về 40.3%. Theo đó, sự suy giảm chủ yếu đến từ:

- Doanh thu nội địa ghi nhận 10,011 tỷ VND (-12.9% YoY), mức suy giảm này đang phản ánh (i) mức độ cạnh tranh thị phần gia tăng và (ii) sức tiêu dùng trong nước còn yếu. Trong 1Q25, VNM tập trung tái cơ cấu các cửa hàng Giác Mơ Sữa Việt và hệ thống phân phối tại kênh truyền thống. Điều này đã được phản ánh tích cực vào doanh thu nội địa tháng 04/2025. Trái với bức tranh có phần kém tích cực trong nước, doanh thu nước ngoài đạt 2,924 tỷ VND (+11.8% YoY), đây là quý thứ 7 liên tiếp tăng trưởng dương svck.
- Chi phí đầu vào bình quân tăng 4.5% YoY trong 1Q25 (chính yếu là giá sữa nguyên vật liệu đã neo ở mức nền cao kể từ 4Q24). Phía VNM cho biết công ty đã mua hàng trước từ 3-6 tháng, VNM kì vọng đà tăng giá NVL sẽ chứng lại trong 2H25. Trong 1Q25, bình quân giá sữa NVL đã tăng 22% YoY đối với sữa bột nguyên chất (WMP) và 1% đối với sữa bột tách béo (SMP).

Xét theo kế hoạch năm 2025, VNM tại 1Q25 đã hoàn thành 20% mục tiêu doanh thu (64,505 tỷ VND) và 16% kế hoạch LNST (9,680 tỷ VND).

Doanh thu tháng 4 phục hồi đáng kể:

Theo VNM, doanh thu nội địa trong tháng 4 đã tăng hơn 10% so với cùng kỳ và 41% trung bình tháng của 1Q25, sự phục hồi chủ yếu đến từ kênh truyền thống – vốn chiếm tỷ trọng đóng góp lớn và sụt giảm nhiều trong 1Q25. Đáng chú ý, là mảng sữa bột tăng trưởng hơn 35% so với cùng kỳ và 70% so với trung bình tháng 1Q25. Trước đó, ngày 17/4/2025, Thủ tướng đã ký Công điện số 40/CP-TTg về xử lý vụ việc sản xuất, phân phối sữa giả sau

khi Bộ Công an vừa triệt phá một đường dây sản xuất, buôn bán, tiêu thụ sữa bột giả với số lượng cực lớn tại Hà Nội và các tỉnh lân cận. Chúng tôi tin rằng nhu cầu với sữa bột sẽ càng có chọn lọc hơn, từ đó thúc đẩy tăng trưởng trong các quý tới cho mảng sữa bột của VNM (vốn đã có thương hiệu và bảo đảm về thành phần dinh dưỡng).

Triển vọng năm 2025

Tại AGM 2025, VNM đặt mục tiêu năm cho doanh thu đạt 64,505 tỷ VND (+4.3% YoY) và LNST đạt 9,680 (2.4% YoY). VNM cho rằng giá NVL chắc chắn sẽ cao hơn 2024, công ty cũng đã trữ hàng từ 3-6 tháng tùy mặt hàng. Trong 1Q25, giá NVL đã tăng 4.5% và công ty đã tăng giá bán 2.6%, xu hướng tăng giá bán dự kiến sẽ tiếp tục trong năm 2025. Chúng tôi cho rằng, biên LNG 2025 của VNM trong kịch bản cơ sở sẽ giảm 20 bps so với 2024.

Cho triển vọng sắp tới trong ngắn hạn. VNM sẽ thực hiện chiến lược tái định vị thương hiệu cho ngành hàng sữa bột người lớn (dự kiến kể từ 3Q25). Đồng thời, công ty tiếp tục khôi phục tăng trưởng cho ngành hàng sữa nước với sản phẩm chiến lược sữa tươi Green Farm. Dòng sản phẩm này đã tăng trưởng ấn tượng hai chữ số từ đầu năm với tỷ lệ khách hàng trung thành cao (96%). Bên cạnh đó, vì vẫn còn thách thức trong việc tìm quỹ đất mới (nhằm giảm phụ thuộc nguồn thu mua từ nông dân), VNM sẽ tập trung nâng cao năng suất đàn bò hiện tại. Dự án trang trại bò sữa Lao-Jargo tại Lào đã đạt quy mô 4,000 con với sản lượng 35 lít/con/ngày – cao hơn mức trung bình trong nước (30 lít/con/ngày) nhờ điều kiện khí hậu mát mẻ tương đồng với Đà Lạt.

Trong dài hạn, VNM đặt kế hoạch tăng tỷ trọng sữa bò tươi nguyên liệu từ trang trại tự quản – vốn có chi phí sản xuất thấp hơn – qua đó giúp tối ưu chi phí nguyên liệu đầu vào và cải thiện biên lợi nhuận gộp. Công ty kỳ vọng sẽ sớm tăng tỷ lệ sữa từ đàn bò tự quản đạt hơn 50% (năm 2024 là 45%).

Dự án chăn nuôi và chế biến thịt bò Vinabeef Tam Đảo: Nhà máy đã đi vào hoạt động từ tháng 12/2024, dự kiến đi vào hoạt động từ tháng 5/2025 với công suất 10,000 tấn thịt/năm. Chúng tôi ước tính Vinabeef sẽ mang về khoảng 1,000 tỷ doanh thu cho tập đoàn trong năm 2025.

KQKD VNM 1Q25 và Dự phóng KQKD 2025F

Tỷ VND	1Q24	1Q25	% YoY	2024	2025F	% YoY
Doanh thu thuần	14,112	12,935	-8.3%	61,783	64,084	3.7%
Nội địa	11,497	10,011	-12.9%	50,799	51,339	1.1%
Xuất khẩu	1,297	1,620	24.9%	5,664	5,947	5.0%
Chi nhánh nước ngoài	1,319	1,304	-1.1%	5,319	5,798	9.0%
Vinabeef					1,000	
GVHB	(8,201)	(7,724)	-5.8%	(36,192)	(37,710)	4.2%
Lợi nhuận gộp	5,912	5,210	-11.9%	25,590	26,374	3.1%
SG&A	(3,491)	(3,601)	3.1%	(15,186)	(15,812)	4.1%
Lợi nhuận từ HĐKD	2,420	1,610	-33.5%	10,405	10,562	1.5%
LNST	2,207	1,587	-28.1%	9,453	9,769	3.3%
Biên lợi nhuận gộp	41.9%	40.3%		41.4%	41.2%	
Biên lợi nhuận ròng	15.6%	12.3%		15.3%	15.2%	

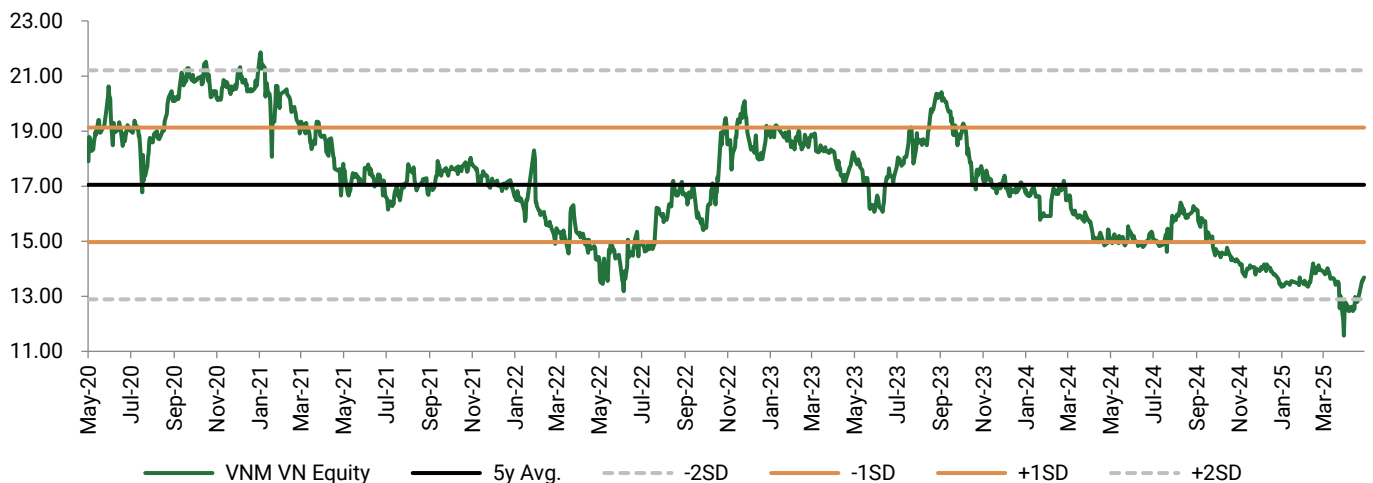
Nguồn: VNM, PHS tổng hợp và dự phóng

Chính sách cổ tức, định giá và khuyến nghị

Cổ tức năm 2024 được điều chỉnh tăng thêm 5 bps (so với mệnh giá) lên mức 4,350 VND (cổ tức còn lại của năm 2024 là 350 đồng/cổ phần), bên cạnh đó phê duyệt mức chi trả cổ tức bằng tiền cho năm 2025 tối thiểu 50% kế hoạch LNST hợp nhất 2025. VNM đã duy trì mức cổ tức năm/LNST lần lượt 94%/89%/96% cho các năm FY22/23/24. Như vậy, dựa vào kế hoạch LNST 2025, mức tỷ suất cổ tức của VNM ước tính khoảng 7.9% tại mức giá đóng cửa ngày 23/05/2025, hấp dẫn hơn so với mức 4.7% (bình quân lãi suất tiết kiệm kỳ hạn 12 tháng của 4 ngân hàng quốc doanh).

VNM hiện đang giao dịch tại P/E là 13.8x, thấp hơn so với mức trung vị 5 năm là 17.1x và trung vị 2 năm là 15.9x. Sử dụng phương pháp định giá DCF và P/E, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** dành cho VNM với giá hợp lý là 70,400 VND/cổ phiếu (giảm 2.9% so với dự phóng gần nhất), tương ứng mức tăng giá tiềm năng là 27% so với giá hiện tại.

Hình 1: Diễn biến P/E của VNM giai đoạn 2020 – TTM



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	59,956	60,369	61,783	64,084	66,020
Giá vốn hàng bán	(36,059)	(35,824)	(36,192)	(37,710)	(38,777)
Lợi nhuận gộp	23,897	24,545	25,590	26,374	27,243
Chi phí bán hàng	(12,548)	(13,018)	(13,358)	(13,919)	(14,411)
Chi phí QLDN	(1,596)	(1,756)	(1,828)	(1,892)	(1,950)
Lợi nhuận từ HĐKD	9,753	9,771	10,405	10,562	10,882
Lợi nhuận tài chính	762	1,213	1,157	1,232	1,224
Chi phí lãi vay	(618)	(503)	(428)	(444)	(458)
Lợi nhuận trước thuế	10,496	10,968	11,600	11,790	12,101
Lợi nhuận sau thuế	8,578	9,019	9,453	9,769	10,026
LNST của cổ đông Công ty mẹ	8,516	8,874	9,392	9,769	10,026
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tài Sản Ngắn Hạn	31,560	35,936	37,554	38,780	40,475
Tiền và tương đương tiền	2,300	2,912	2,226	3,021	4,329
Đầu tư tài chính ngắn hạn	17,414	20,137	23,260	23,261	23,261
Phải thu ngắn hạn	4,620	4,793	4,771	4,985	5,155
Hàng tồn kho	5,538	6,128	5,687	5,877	6,045
Tài sản ngắn hạn khác	1,688	1,965	1,610	1,635	1,684
Tài Sản Dài Hạn	16,922	16,737	17,495	17,401	17,657
Phải thu dài hạn	38	16	18	23	24
Tài sản cố định	11,903	12,690	12,551	12,723	12,953
Bất động sản đầu tư	58	56	54	52	50
Chi phí xây dựng dở dang	1,471	555	1,135	1,491	1,703
Đầu tư tài chính dài hạn	743	831	1,373	1,007	1,018
Tài sản dài hạn khác	1,142	1,268	1,289	1,275	1,325
Lợi thế thương mại	1,567	1,322	1,076	830	584
Tổng cộng tài sản	48,483	52,673	55,049	56,180	58,132
Nợ phải trả	15,666	17,648	18,875	18,283	18,255
Nợ ngắn hạn	15,308	17,139	18,460	17,626	17,613
Nợ dài hạn	358	509	415	657	641
Vốn chủ sở hữu	32,817	35,026	36,174	37,897	39,877
Vốn góp	20,900	20,900	20,900	20,900	20,900
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,967	3,329	3,896	3,896	3,896
Tổng nguồn vốn	48,483	52,673	55,049	56,180	58,132

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	8,827	7,887	9,686	10,471	10,874
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	3,473	(2,989)	(3,739)	(811)	(1,234)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(12,360)	(4,293)	(6,641)	(8,864)	(8,332)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(60)	606	(694)	796	1,308
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	2,349	2,300	2,912	2,226	3,021
Ảnh hưởng của chênh lệch tỉ giá	12	6	8	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	2,300	2,912	2,226	3,021	4,329
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tăng trưởng					
Doanh thu	-1.6%	0.7%	2.3%	3.7%	3.0%
Lợi nhuận sau thuế	-19.3%	5.2%	4.8%	3.3%	2.6%
Tổng tài sản	-9.1%	8.6%	4.5%	2.1%	3.5%
Tổng vốn chủ sở hữu	-8.5%	6.7%	3.3%	4.8%	5.2%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	39.9%	40.7%	41.4%	41.2%	41.3%
Tỷ suất EBITDA	16.3%	16.2%	16.8%	16.5%	16.5%
Tỷ suất lãi ròng	14.3%	14.9%	15.3%	15.2%	15.2%
ROA	17.7%	17.1%	17.2%	17.4%	17.2%
ROE	26.1%	25.8%	26.1%	25.8%	25.1%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	12.94	12.56	12.89	12.79	12.75
Số ngày tồn kho	58.68	65.45	60.18	60.18	60.18
Số ngày phải trả	7.67	9.07	8.72	8.60	8.60
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.06	2.10	2.03	2.20	2.30
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.70	1.74	1.73	1.87	1.95
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.32	0.34	0.34	0.33	0.31
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.48	0.50	0.52	0.48	0.46
Vay ngắn hạn/VCSH	0.15	0.23	0.25	0.21	0.20
Vay dài hạn/VCSH	0.00	0.01	0.00	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 cao cấp** – 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, 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