

CTCP SỮA VIỆT NAM

[Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống]

Mã Bloomberg (VNM VN) | Mã Reuters (VNM.HM)

MUA

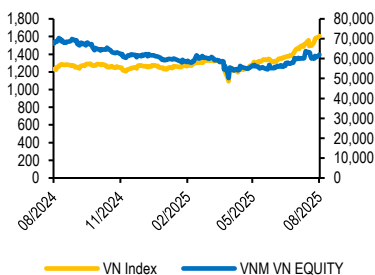
Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **71,900 VND**
Giá hiện tại (13/08/2025) **61,100 VND**
Suất sinh lời (%) **17.7%**

VNINDEX	1,612
P/E thị trường	13.0
Vốn hóa (tỷ VND)	127,696
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,090
Tự do giao dịch (triệu CP)	737
52-tuần cao/thấp (VND)	76,200/51,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	5.17
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	296
Sở hữu nước ngoài (%)	51.5

Cổ đông lớn (%)	Tổng CT Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước	36.0
	F&N Dairy Investments Private Limited	17.69

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	4.4	0.7	-17.2
So với VN-Index (%)	-20.2	-26.2	-48.2



Nguồn: Bloomberg

Nhi Nguyễn

(84-28) 6299-8000
nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Thị trường nội địa phục hồi

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 71,900 đồng

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) là doanh nghiệp sữa có thị phần đứng đầu Việt Nam với hệ thống phân phối cùng đàn bò sữa có quy mô lớn nhất cả nước. KQKD Quý 2 phục hồi khá tốt nhờ thị trường nội địa và vẫn đang phù hợp với dự phóng của chúng tôi. Dựa trên phương pháp FCFF và P/E, chúng tôi cập nhật định giá và khuyến nghị MUA đối với VNM với giá mục tiêu là 71,900 VND, tương đương mức sinh lời kỳ vọng 17.7%.

Doanh nghiệp đang tập trung đẩy mạnh hoạt động tại thị trường nước ngoài, liên tục bành trướng sang các vùng lãnh thổ lớn. Với mức giá hiện tại, VNM là một khoản đầu tư xứng đáng được cân nhắc bởi: (1) Tỷ lệ chi trả cổ tức cao và tiềm lực tài chính khỏe mạnh đủ để đáp ứng cho những nhu cầu đầu tư mở rộng trong tương lai, (2) Động lực tăng trưởng đến từ thị trường xuất khẩu và các công ty ở nước ngoài và (3) Dư địa tăng trưởng ở ngành sữa Việt Nam vẫn còn khi tăng trưởng kép dự báo ở mức 3.0%/năm trong giai đoạn 2025-2029 (theo Euromonitor 2024) và mức tiêu thụ sữa trên đầu người còn thấp so với các nước khác trong khu vực Đông Nam Á, tuy còn nhiều rào cản mở rộng sản xuất và phụ thuộc nhiều vào nguyên liệu nhập.

Cập nhật KQKD Q2/2025

Quý 2/2025, VNM ghi nhận DT thuần hợp nhất đạt 16,725 tỷ đồng, gần như đi ngang so với cùng kỳ và LNST 2,489 tỷ đồng (-7.7% YoY). Trong đó thị trường nội địa có sự phục hồi tốt so với quý trước (+29% MoM) – Q1 bị ảnh hưởng bởi việc cải tổ hệ thống phân phối gây gián đoạn trong quá trình bán hàng. Hoạt động phân phối qua kênh truyền thống (GT) ở thị trường nội địa cũng bị ảnh hưởng một phần vì quy định mới về thuế và hóa đơn, khiến nhiều nhà bán lẻ đóng cửa kinh doanh, tuy BLĐ kỳ vọng rằng tác động này chỉ mang tính ngắn hạn. Lũy kế nửa đầu năm nay, kênh GT ở khu vực nông thôn tăng trưởng âm, còn kênh GT ở khu vực thành thị thì tăng trưởng chậm lại.

Lũy kế sáu tháng đầu năm, VNM đã đạt DT là 30,769 tỷ đồng (-3.6% YoY) và LNST là 4,903 tỷ đồng (-16.9% YoY), hoàn thành lần lượt 46% và 42% dự phóng của chúng tôi tại báo cáo trước.

Dự phóng KQKD 2025

VNM đã cho thấy sự phục hồi khá tốt ở Quý 2. Chúng tôi kỳ vọng đà hồi phục sẽ duy trì cho hai quý cuối năm và không thay đổi dự phóng DT cho năm 2025 so với ở báo cáo lần trước, tuy nhiên hạ dự báo LNST do chi phí SG&A cao hơn dự kiến, chịu ảnh hưởng của tái cấu trúc và tiếp thị cho các sản phẩm mới. Theo đó, chúng tôi dự báo DT thuần 2025 đạt 63,134 tỷ đồng (+2.2% YoY) và LNST đạt 9,179 tỷ đồng (-2.9% YoY).

Rủi ro

(1) Rủi ro phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu; (2) Tỷ lệ sinh giảm và hạn chế trong quảng cáo cho trẻ em dưới 2 tuổi; (3) Cạnh tranh; (4) Tốc độ phục hồi tiêu dùng yếu hơn dự kiến.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	59,956	60,369	61,782	63,134	64,320
LN từ HĐKD (tỷ VND)	9,753	9,771	10,405	10,175	10,939
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	8,577	9,019	9,452	9,179	9,783
EPS (VND)	3,632	3,796	4,022	3,928	4,186
BPS (VND)	14,282	15,166	15,444	15,881	16,346
OPM (%)	16.3	16.2	16.8	16.1	17.0
NPM (%)	14.3	14.9	15.3	14.5	15.2
ROE (%)	25.0	26.6	26.6	25.1	26.1
PER (x)	19.2	17.0	15.8	18.3	17.2
PBR (x)	4.9	4.3	4.1	3.9	3.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

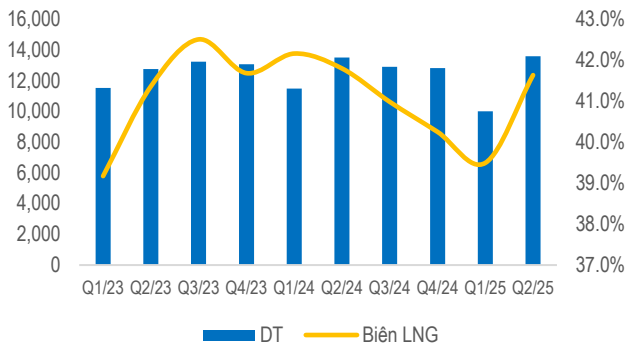
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q2/25 và dự phóng

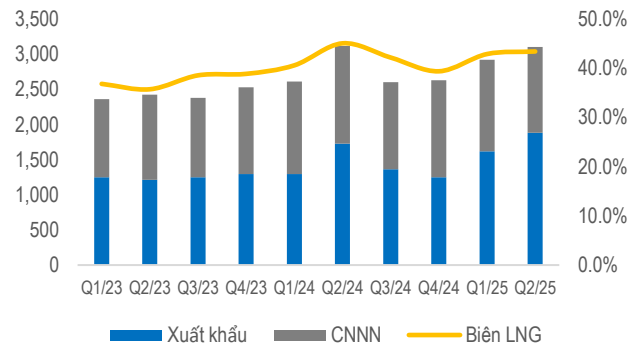
(Tỷ đồng)	Q2/2025	Q2/2024	Thay đổi	H1/2025	H1/2024	Thay đổi	2025F	Thay đổi (YoY)
Doanh thu thuần	16,725	16,656	0.4%	29,660	30,769	-3.6%	63,134	2.2%
Trong nước	13,614	13,532	0.6%	23,625	25,029	-5.6%	51,053	0.5%
Nước ngoài	3,111	3,124	-0.4%	6,035	5,739	5.2%	12,081	10.0%
Xuất khẩu	1,887	1,732	8.9%	3,507	3,031	15.7%		
CNNN	1,223	1,392	-12.1%	2,527	2,708	-6.7%		
Lợi nhuận gộp	7,022	7,068	-0.6%	12,232	12,979	-5.8%	26,043	1.8%
Trong nước	5,669	5,657	0.2%	9,623	10,505	-8.4%	20,951	-0.1%
Nước ngoài	1,353	1,411	-4.1%	2,609	2,474	5.5%	5,092	10.3%
Lợi nhuận sau thuế	2,489	2,696	-7.7%	4,076	4,903	-16.9%	9,179	-2.9%
Biên LN gộp	42.0%	42.4%		41.2%	42.2%		41.2%	
Trong nước	41.6%	41.8%		40.7%	42.0%		41.0%	
Nước ngoài	43.5%	45.2%		43.2%	43.1%		42.2%	
Biên SG&A	25.0%	24.2%		26.2%	24.4%		25.1%	
Biên LNST	14.9%	16.2%		13.7%	15.9%		14.5%	

Quý 2/2025, VNM ghi nhận DT thuần hợp nhất đạt 16,725 tỷ đồng, gần như đi ngang so với cùng kỳ và LNST 2,489 tỷ đồng (-7.7% YoY). Trong đó thị trường nội địa có sự phục hồi tốt so với quý trước (+29% QoQ), một phần do Q1 bị ảnh hưởng bởi việc cải tổ hệ thống phân phối gây gián đoạn trong quá trình bán hàng. Trong Q2, hoạt động phân phối qua kênh truyền thống (GT) ở thị trường nội địa cũng bị ảnh hưởng một phần vì quy định mới về thuế và hóa đơn, khiến nhiều nhà bán lẻ đóng cửa kinh doanh, tuy nhiên Ban lãnh đạo kỳ vọng rằng tác động này chỉ mang tính ngắn hạn. Lũy kế nửa đầu năm nay, kênh GT ở khu vực nông thôn tăng trưởng âm, còn kênh GT ở khu vực thành thị thì tăng trưởng chậm lại.

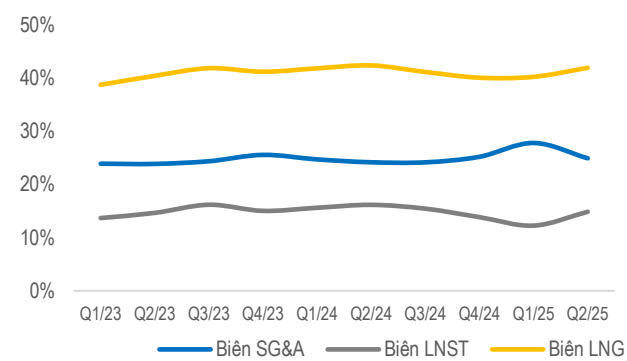
Hoạt động tại thị trường quốc tế duy trì ổn định. Trong đó, doanh thu từ xuất khẩu tăng mạnh bù đắp cho sự sụt giảm của doanh thu từ các chi nhánh nước ngoài (Driftwood và Angkormilk). Đây cũng là quý tăng trưởng thứ 8 liên tiếp của mảng xuất khẩu với doanh thu ghi nhận mức kỷ lục, với tăng trưởng 2 chữ số ở một số thị trường cao cấp. Hiện tại VNM đã mở rộng hoạt động xuất khẩu sang 65 thị trường. Đáng chú ý, công ty vừa được cấp phép xuất khẩu sang Trung Quốc đối với sản phẩm sữa đặc Ngôi sao Phương Nam và dự kiến những lô hàng đầu tiên sẽ được xuất đi trong Quý 3 năm nay.

Doanh thu nội địa phục hồi trong Q2

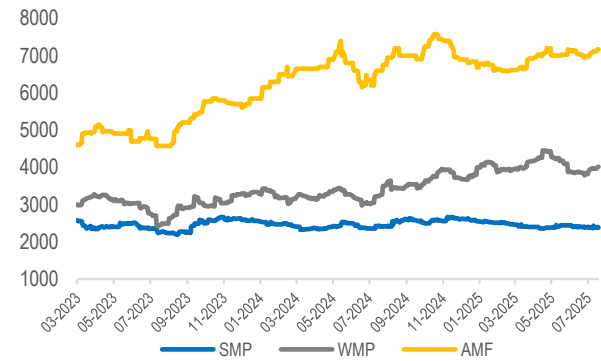
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng doanh thu nước ngoài trên đà mở rộng

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận cải thiện nhờ kiểm soát chi phí tốt hơn

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá bột sữa nhập khẩu

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận gộp Q2/25 đạt 42%, có cải thiện so với quý trước tuy vẫn thấp hơn cùng kỳ. Trong đó, biên cải thiện mạnh ở thị trường nội địa nhờ doanh số cải thiện, tuy vẫn thấp hơn cùng kỳ do chi phí nguyên vật liệu cao hơn. Nhờ doanh thu phục hồi nên biên SG&A Q2 cũng đã trở về mức bình thường sau khi tăng mạnh trong Q1. Lũy kế 6T, biên SG&A đang ở mức 26.2%, tăng 1.8 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm 2024.

Như vậy, sau hai quý đầu năm thì VNM đã đạt DT là 30,769 tỷ đồng (-3.6% YoY) và LNST là 4,903 tỷ đồng (-16.9% YoY), hoàn thành lần lượt 46% và 42% dự phóng của chúng tôi. Như vậy, VNM đã cho thấy sự phục hồi khá tốt ở Quý 2. Chúng tôi kỳ vọng đà hồi phục sẽ duy trì cho hai quý cuối năm và không thay đổi dự phóng doanh thu cho năm 2025 so với ở báo cáo lần trước, tuy nhiên hạ dự phóng LNST do chi phí SG&A cao hơn dự kiến, đến từ ảnh hưởng của việc tái cấu trúc và tiếp thị cho các sản phẩm mới. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ đạt DT 63,134 tỷ đồng (+2.2% YoY) và LNST ở mức 9,179 tỷ đồng (-2.9% YoY), tương ứng với mức tăng trưởng doanh thu 0.5% của thị trường nội địa và 10% của thị trường nước ngoài.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF và P/E để định giá VNM với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng các giả định và dự phóng như bên dưới:

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	9.1
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.1
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.35
Beta	0.77
Chi phí nợ sau thuế (%)	2.5
Chi phí sử dụng vốn (%)	9.6
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.08
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	9,789

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCFF của VNM					
Đơn vị: tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN ròng	9,179	9,783	9,945	10,081	10,352
Cộng: Lãi vay sau thuế	304	306	311	316	322
Cộng: Chi phí không bằng tiền	2,082	2,365	2,629	3,000	3,072
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-500	494	-139	298	294
Trừ: Vốn đầu tư	-2,170	-2,473	-2,577	-2,513	-2,615
Dòng tiền tự do (FCFF)	8,897	10,476	10,169	11,182	11,424
Tỷ lệ chiết khấu	0.97	0.89	0.81	0.75	0.68
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8,602	9,287	8,267	8,335	7,809
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.00%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	97,934				
Giá trị doanh nghiệp	140,235				
(Cộng) Tiền và tương đương tiền	24,747				
(Trừ) Nợ vay	-9,789				
(Trừ) Lợi ích cổ đông thiểu số	-3,912				
Giá trị vốn chủ sở hữu	151,281				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	2.09				
Giá mục tiêu (VND)	72,300				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Đối với phương pháp P/E, giá trị P/E chúng tôi sử dụng cho định giá là giá trị P/E trung bình của các doanh nghiệp trong ngành và bình quân P/E lịch sử 5 năm gần nhất của doanh nghiệp (với tỷ trọng mỗi giá trị là 50%). Với P/E mục tiêu là 18.2x thì giá mục tiêu cổ phiếu 12 tháng theo phương pháp này là 71,500 đồng.

Phương pháp	P/E hiện tại	P/E trung bình 5 năm	P/E bình quân các công ty trong ngành	P/E mục tiêu	EPS 2025 (VND)	Giá mục tiêu (VND)
P/E	16.8x	17.3x	19.2x	18.2x	3,928	71,500

Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EPS (%)	P/E	ROE (%)
CISARUA MOUNTAIN DAIRY PT TB	Indonesia	60,703	16.12	-66.82	23.19x	-6.82
ULTRAJAYA MILK IND & TRADING	Indonesia	24,542	6.88	-1.93	13.47x	13.57
NEW HOPE DAIRY CO LTD-A	Trung Quốc	57,881	-2.90	29.80	25.98x	24.80
FRASER & NEAVE HOLDINGS BHD	Malaysia	61,397	4.90	-3.80	21.41x	14.30
VIETNAM DAIRY PRODUCTS JSC	Vietnam	115,783	2.30	5.90	16.80x	24.10
INTERNATIONAL DAIRY PRODUCTS	Vietnam	12,360	15.08	-8.28	14.10x	27.04
Trung bình					19.2x	
Trung vị					19.1x	
Cao					26.0x	
Thấp					13.5x	

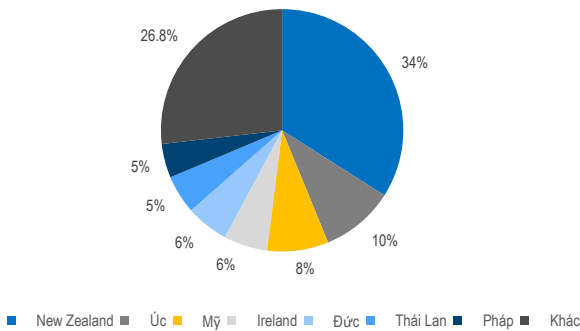
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro phụ thuộc nguyên vật liệu nhập khẩu

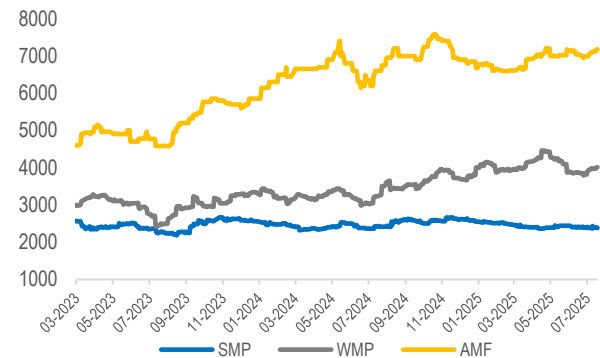
Do nhiều hạn chế về quy mô đàn bò và khí hậu, nguồn sữa trong nước không đủ để đáp ứng nhu cầu nội địa. Các doanh nghiệp sản xuất sữa ở Việt Nam vẫn phải nhập thêm các nguyên liệu như bột sữa và kem béo từ nước ngoài, khiến biên lợi nhuận chịu ảnh hưởng bởi biến động của giá các nguyên vật liệu này trên thị trường thế giới. Ngoài ra, Việt Nam cũng nhập khẩu thêm nhiều loại sữa ngoại để đáp ứng nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng. Các trường nhập khẩu chính là New Zealand, Úc, Ireland và Mỹ. Trong đó, New Zealand là thị trường nhập khẩu lớn nhất với tỷ lệ 34% trong nửa đầu năm 2025.

Thị trường nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa của Việt Nam 6T/2025



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Giá bột sữa nhập khẩu (USD/tấn)



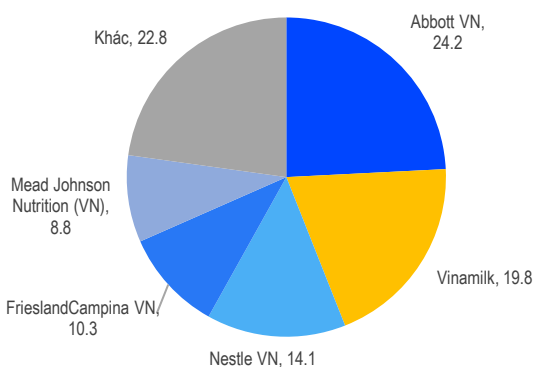
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro tỷ lệ sinh giảm và hạn chế trong quảng cáo cho trẻ dưới 2 tuổi

Tiêu thụ sữa trẻ em chiếm 24% tổng tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa. Tuy nhiên, mức độ cạnh tranh trong mảng sữa trẻ em giữa các doanh nghiệp là gay gắt nhất khi (1) tỷ lệ sinh tại Việt Nam giảm từ 2.12 trẻ/phụ nữ (năm 2020) xuống 1.91 trẻ/phụ nữ (2024) khiến nhu cầu tiêu thụ sữa trẻ em giảm tốc và (2) xu hướng chi tiêu các sản phẩm cao cấp cho trẻ tăng cao trong khi đó các doanh nghiệp sữa ngoại có lợi thế về thương hiệu hơn. Có thể thấy, doanh nghiệp sữa ngoại đang chiếm thị phần cao hơn so với doanh nghiệp sữa nội là Vinamilk.

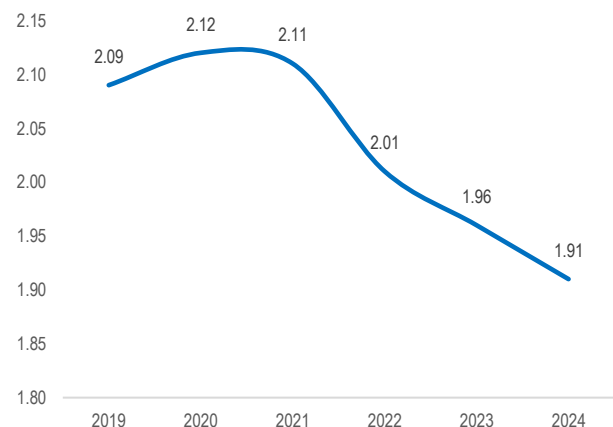
Thêm vào đó, Luật Quảng cáo năm 2018 cấm việc quảng cáo sản phẩm sữa thay thế sữa mẹ dùng cho trẻ dưới 24 tháng tuổi, sản phẩm dinh dưỡng bổ sung dùng cho trẻ dưới 06 tháng tuổi. Điều này góp phần giới hạn việc tiếp cận của doanh nghiệp sữa nội trong mảng sữa trẻ em.

Thị phần mảng sữa trẻ em phân mảnh (2024)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sinh (trẻ/phụ nữ) giảm qua các năm



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

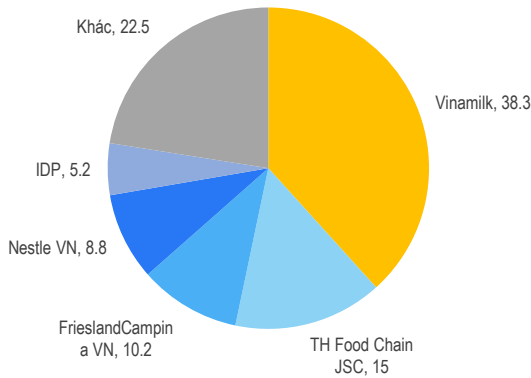
Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) được thành lập năm 1976 dựa trên sự tiếp quản 3 nhà máy sữa của giai đoạn trước. Đến năm 1998, VNM xuất khẩu thành công 300 tấn sữa bột và 2,000 tấn sữa béo nguyên kem sang Iraq, mở đường cho việc xuất khẩu sang thị trường Trung Đông và nhiều nước trên thế giới. Sau 3 năm cổ phần hóa, VNM chính thức niêm yết trên sàn chứng khoán vào năm 2006 và dần trở thành doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống lớn nhất trên HOSE. Sau 48 năm hoạt động, Vinamilk giữ vững vị thế là thương hiệu sữa hàng đầu tại Việt Nam và xếp thứ 36 toàn cầu (2024).

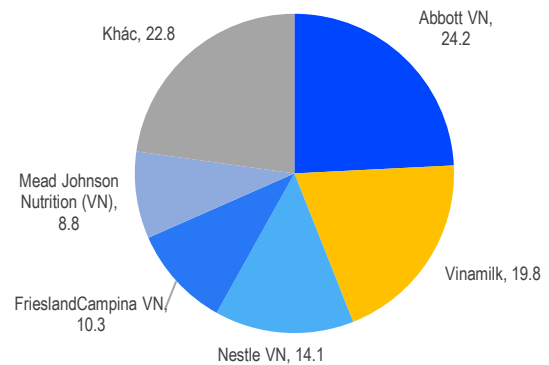
Sự thành công của thương hiệu được củng cố bởi sự đổi mới không ngừng của doanh nghiệp. Doanh nghiệp liên tục ra mắt và cải tiến sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Trong đó, 4 ngành hàng (sữa nước, sữa trẻ em, sữa chua, sữa đặc) chiếm hơn 90% trong tiêu thụ sản phẩm sữa của người Việt Nam (Euromonitor, 2024). Xét theo ngành hàng, Vinamilk chiếm thị phần đứng đầu trong ngành sữa nước, sữa chua và sữa đặc, đứng thứ 2 trong mảng sữa bột trẻ em (sau Abbott).

Thị phần Sữa nước 2024 (%)



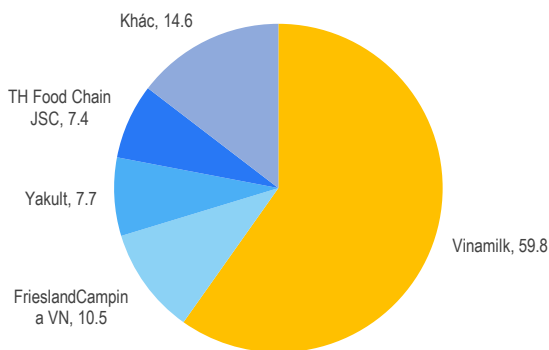
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần sữa bột trẻ em 2024 (%)



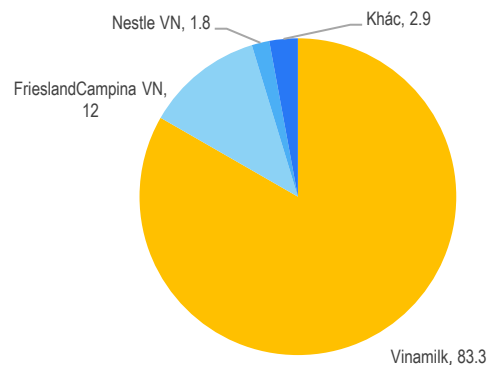
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần Sữa chua 2024 (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

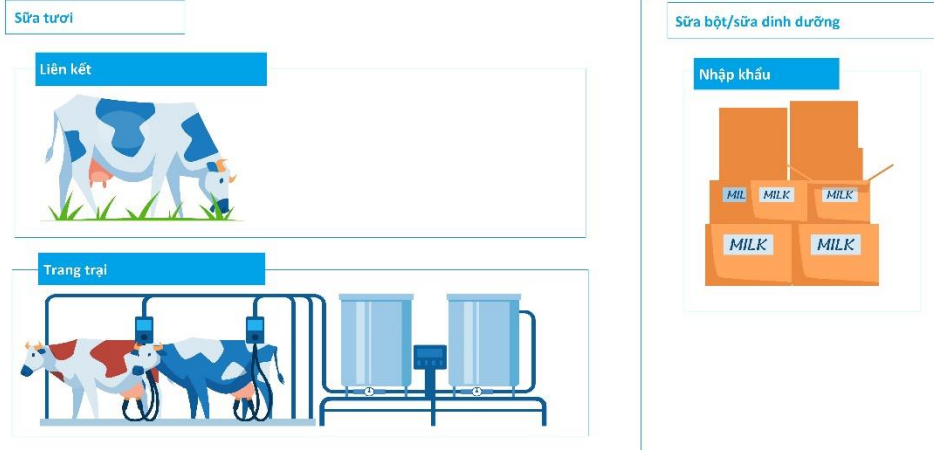
Thị phần Sữa đặc 2024 (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

2. Trang trại và nguyên liệu

Nguyên liệu của VNM chủ yếu đến từ sữa tươi và sữa bột nhập khẩu



Nguồn: VNM - Giới thiệu doanh nghiệp (2023), Shinhan Securities Vietnam

Để sản xuất sản phẩm sữa tươi, doanh nghiệp thu gom sữa tươi từ 15 trang trại của doanh nghiệp 6,000 hộ nông dân liên kết. VNM hiện đang khai thác đàn bò sữa lớn nhất cả nước với khoảng 130,000 con, tự chủ được 50% sữa tươi nguyên liệu đầu vào.

Vinamilk khai thác đàn bò sữa lớn nhất cả nước (31/12/2024)

Trang trại	Đàn bò (con)	% số lượng bò sữa	Sữa sản xuất (tấn/năm)	% sữa thu hoạch	Năng suất (kg/con/năm)
VNM và MCM quản lý trực tiếp	40,000	31%	181,000	44%	4,525
Liên kết với nông dân	90,000	69%	227,000	56%	2,522
Tổng	130,000	100%	408,000	100%	

Nguồn: BCTN (2024), Shinhan Securities Vietnam

Nhìn chung, năng suất đàn bò của Vinamilk trong các trang trại cao gần gấp 2 lần so với liên kết với nông dân và trung bình của cả nước. Năng suất cao tại trang trại của VNM chủ yếu đến từ (1) gia tăng nhập khẩu giống bò sữa từ các quốc gia có năng suất sữa cao như New Zealand và (2) bò sữa được chăm sóc với chế độ đặc biệt nhờ công nghệ tiên tiến và các yếu tố phúc lợi động vật.

Mặt khác, sản xuất sữa trong nước hiện chỉ đáp ứng được 40-50% nhu cầu sữa trong nước. Do đó, để đáp ứng nhu cầu sữa trong nước cùng **sản xuất sản phẩm sữa bột và sữa dinh dưỡng**, VNM nhập khẩu thêm các nguyên liệu gồm sữa bột nguyên kem (WMP), bột sữa tách béo (SMP) và bột béo từ các quốc gia như Mỹ, châu Âu và New Zealand. Điều này khiến biên lợi nhuận gộp của VNM chịu ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu nhập khẩu.

Dự án trọng điểm Vinamilk dự kiến triển khai trong 5 năm tới

Dự án	Quy mô	Vốn đầu tư	Năm dự kiến hoạt động
Tổ hợp Thiên đường sữa Mộc Châu	4,000 con bò sữa	3,150 tỷ đồng	Quý 4/2025
Dự án Tổ hợp Trang trại bò sữa Lao – Jagro	Giai đoạn 1 gồm 24,000 con bò sữa	N/A	Đã khai thác 8,000 con năm 2022
Dự án chăn nuôi và chế biến thịt bò – Vinabeef Tam Đảo giai đoạn 1	10,000 tấn sản phẩm/năm	~ 3,000 tỷ đồng	Thương mại hóa vào cuối 2024

Nguồn: BCTN (2024), Shinhan Securities Vietnam

Dự án chăn nuôi và chế biến thịt bò – Vinabeef Tam Đảo là dự án kết hợp giữa (1) nguồn bò thịt chất lượng cao của Vinamilk, (2) quỹ đất tiềm năng của Vilco với (3) chuyên môn và xử lý thịt bò của Tập đoàn Sojitz Nhật Bản tại Tam Đảo. Dự án gồm 2 phân khu chính là chăn nuôi bò và nhà máy chế biến thịt bò mát công suất 30,000 bò thịt/năm (~10,000 sản phẩm/năm) với tổng quy mô hợp tác đạt 500 triệu USD. Chúng tôi nhận định việc hợp tác mở ra hướng đi mới cho Vinamilk, góp phần hỗ trợ doanh thu cho doanh nghiệp trong 5 năm tiếp theo. Nếu hoạt động hết công suất, chúng tôi ước tính doanh thu vào khoảng 2,000 – 3,000 tỷ đồng (chiếm khoảng 3-5% doanh thu hiện tại). Tuy nhiên, do chưa đủ thông tin, chúng tôi thận trọng chưa phản ánh doanh thu dự phóng của dự án vào doanh thu của doanh nghiệp. Chúng tôi sẽ thực hiện cập nhật khi thông tin rõ ràng hơn.

3. Hệ thống phân phối**Hệ thống phân phối của Vinamilk vượt trội hơn so với đối thủ**

Ngoài vùng nguyên liệu, hệ thống phân phối cũng đóng vai trò quan trọng trong cuộc chiến thị phần. Theo Euromonitor, hơn 98% sữa và các sản phẩm từ sữa được phân phối qua kênh bán lẻ truyền thống như tiệm tạp hóa, siêu thị,... và chỉ khoảng gần 2% sản phẩm được bán thông qua thương mại điện tử. Do đó, việc sở hữu hệ thống phân phối vượt trội hơn đối thủ góp phần tăng độ phủ các sản phẩm của Vinamilk, từ đó củng cố thị phần.

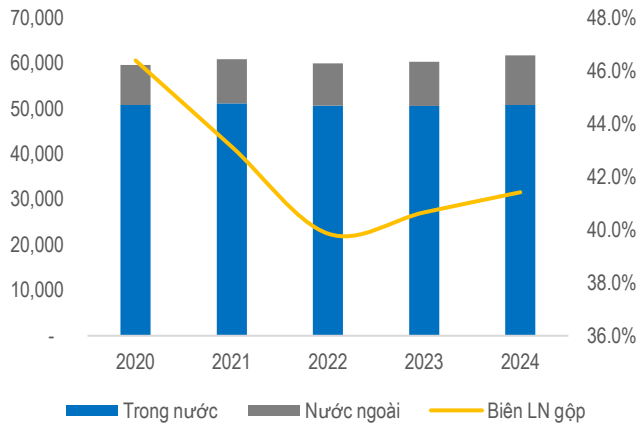
Hiện tại, VNM sở hữu hơn 200 nhà phân phối độc quyền, hơn 690 cửa hàng Vinamilk & Mộc Châu cùng hơn 190,000 điểm bán lẻ truyền thống như cửa hàng tạp hóa, chợ và đại lý nhỏ, kết hợp với hơn 6,000 điểm bán kênh hiện đại, mang lại trải nghiệm mua sắm tiện nghi cho người dùng.

4. Doanh thu và chi phí

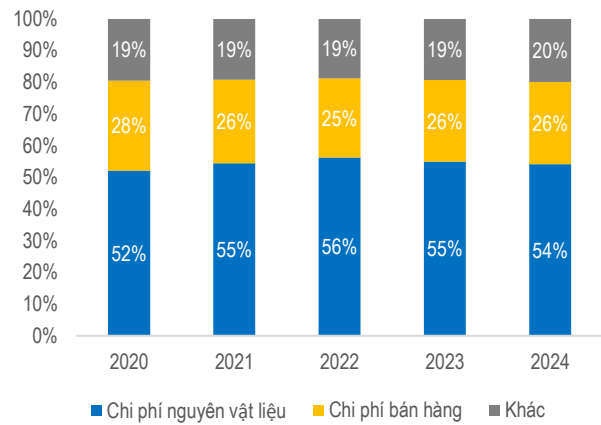
Doanh thu Vinamilk tăng khoảng 7.2% trong 5 năm qua với khoảng 84% đóng góp từ nội địa và khoảng 16% là doanh thu từ nước ngoài (xuất khẩu và doanh thu tại các chi nhánh nước ngoài). Trong đó, doanh thu xuất khẩu chủ yếu là các đơn hàng sữa bột trẻ em tại thị trường Trung Đông, sữa đặc tại thị trường Trung Quốc và các sản phẩm sữa đặc, sữa chua, sữa tươi tại thị trường châu Á. Bên cạnh đó, doanh thu các chi nhánh nước ngoài gồm Driftwood – Hoa Kỳ, Angkormilk – Campuchia và Liên doanh Del Monte – Vinamilk – Phillipines cũng chiếm gần 50% tổng doanh thu nước ngoài. Nhìn chung, doanh thu nội địa ổn định trong khi doanh thu nước ngoài chủ yếu đến từ các thị trường, đối tác lớn và lâu năm của doanh nghiệp.

Chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí hoạt động của Vinamilk là chi phí nguyên vật liệu (54%), tiếp đến là chi phí bán hàng (26%). Vinamilk thường chốt trước nguyên liệu từ 3-6 tháng, tuy vậy, giá nguyên vật liệu đạt đỉnh năm 2022 cũng khiến biên gộp của doanh nghiệp giảm nhẹ.

Chi phí bán hàng luôn chiếm tỷ trọng cao trong cấu thành chi phí hoạt động. Điều đó cho thấy mức độ cạnh tranh của ngành sữa tại Việt Nam khi các doanh nghiệp phải gia tăng chi phí bán hàng nhằm gia tăng nhận diện thương hiệu và giữ vững thị phần.

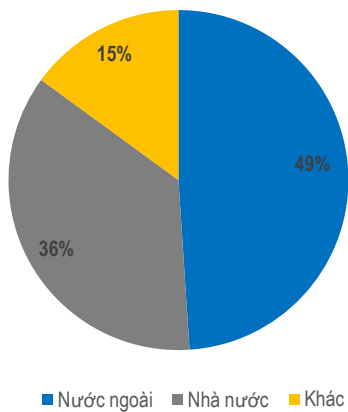
Doanh thu (tỷ) và biên lợi nhuận gộp (%) của Vinamilk qua các năm

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

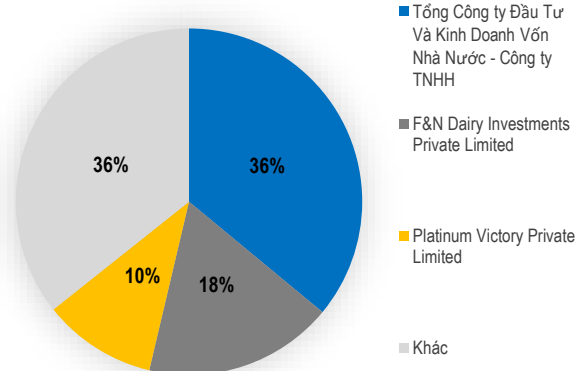
Cơ cấu chi phí hoạt động của Vinamilk qua các năm

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

5. Cơ cấu cổ đông

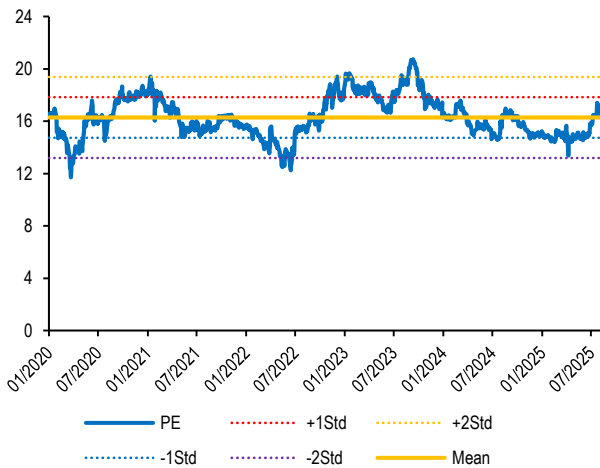
Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 11/08/2025

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu của tổ chức ngày 11/08/2025

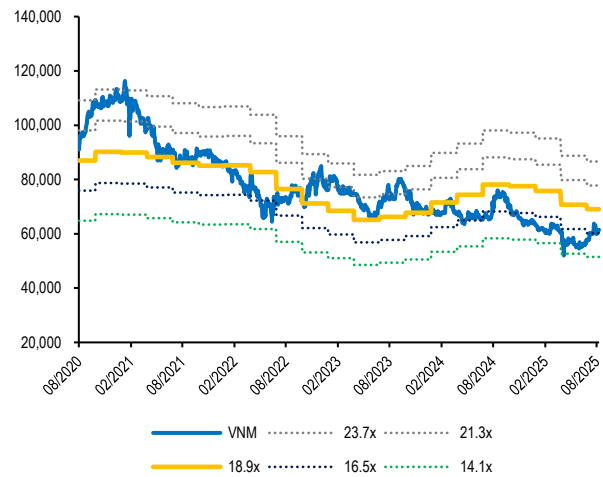
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/E



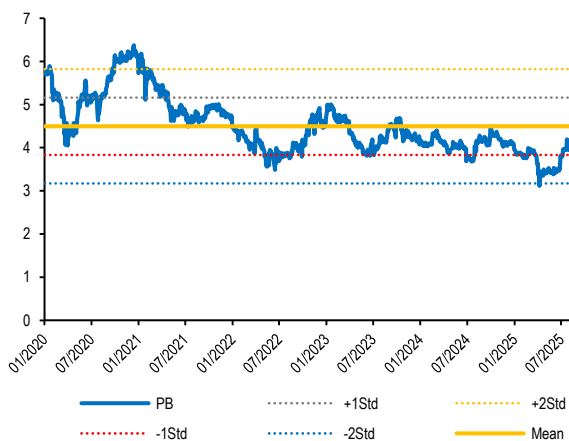
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PE Band



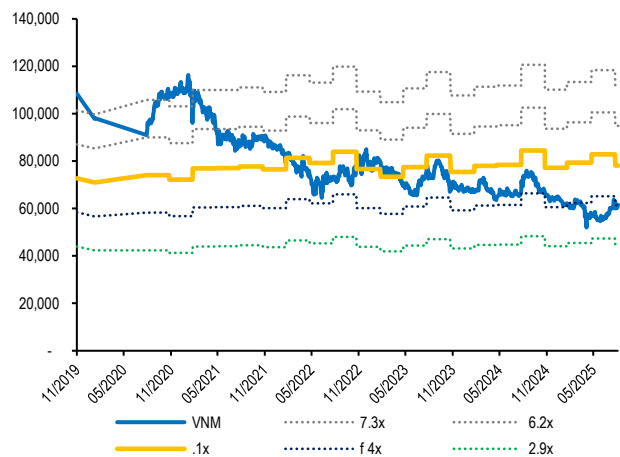
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/B



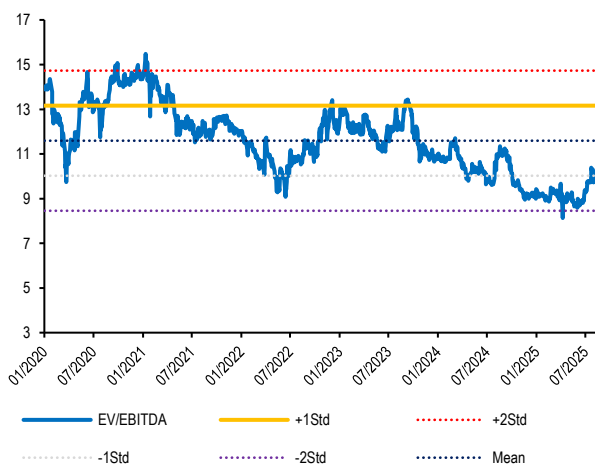
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PB Band



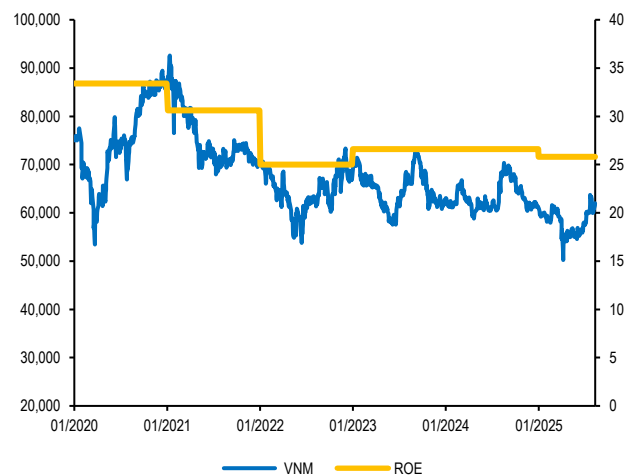
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ EV/EBITDA



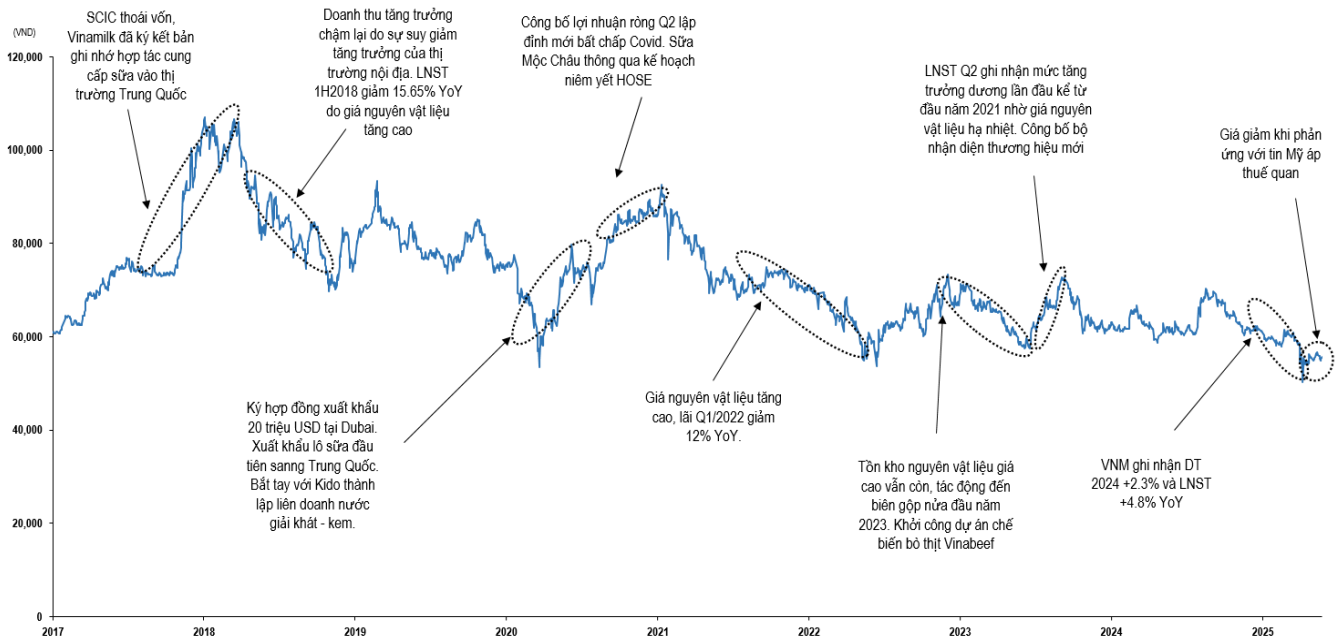
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của VNM



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	48,483	52,673	55,049	56,322	57,903
Tài sản ngắn hạn	31,560	35,936	37,554	38,966	40,667
Tiền và tương đương tiền	2,300	2,912	2,226	2,032	3,054
Đầu tư TC ngắn hạn	17,414	20,137	23,260	23,769	24,216
Các khoản phải thu	6,100	6,530	6,234	6,832	6,961
Hàng tồn kho	5,538	6,128	5,687	6,182	6,284
Tài sản ngắn hạn khác	208	229	147	150	153
Tài sản dài hạn	16,923	16,737	17,495	17,356	17,236
Tài sản cố định ròng	11,903	12,690	12,551	12,772	13,006
Tài sản đầu tư	743	831	1,373	1,373	1,373
Tài sản dài hạn khác	4,277	3,216	3,572	3,211	2,856
Tổng nợ	15,666	17,647	18,875	19,258	19,897
Nợ ngắn hạn	15,308	17,139	18,460	18,869	19,534
Khoản phải trả	4,284	3,806	3,874	4,207	4,199
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	4,867	8,218	9,115	9,159	9,331
Khác	6,157	5,115	5,470	5,502	6,004
Nợ dài hạn	358	508	415	389	363
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	66	238	158	127	95
Khác	292	270	257	263	268
Vốn chủ sở hữu	32,817	35,026	36,174	37,065	38,007
Vốn góp chủ sở hữu	20,900	20,900	20,900	20,900	20,900
Quỹ đầu tư và phát triển	5,267	6,164	7,079	7,988	8,895
Vốn khác	330	707	829	829	829
Lợi nhuận giữ lại	3,353	3,926	3,471	3,474	3,539
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,967	3,329	3,896	3,873	3,843
*Nợ vay	4,933	8,456	9,273	9,286	9,426
*Nợ ròng (tiền)	(14,781)	(14,593)	(16,213)	(16,516)	(17,844)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	8,827	7,887	8,846	9,095	10,956
Lợi nhuận ròng	8,577	9,019	9,452	9,179	9,783
Khấu hao TSCĐ	2,095	2,054	2,095	2,082	2,365
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,098)	(1,397)	(1,654)	(1,667)	(1,686)
Thay đổi vốn lưu động	104	(1,702)	904	(500)	494
Thay đổi khác	(851)	(87)	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	3,473	(2,989)	(1,233)	(1,012)	(1,233)
Thay đổi tài sản cố định	(1,457)	(1,580)	(671)	(2,170)	(2,473)
Thay đổi tài sản đầu tư	3,592	(2,882)	(2,310)	(509)	(447)
Khác	1,338	1,473	1,741	1,667	1,686
Tiền từ HĐ tài chính	(12,360)	(4,293)	(7,320)	(8,277)	(8,701)
Thay đổi vốn cổ phần	338	347	-	(912)	(972)
Tiền vay/(trả) nợ	(4,531)	3,512	727	12	140
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(8,167)	(8,152)	(8,046)	(7,378)	(7,869)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(60)	606	293	(194)	1,022
Tổng tiền đầu năm	2,348	2,300	2,912	2,226	2,032
Thay đổi trong tỷ giá	12	6	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	2,300	2,912	2,226	2,032	3,054

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	59,956	60,369	61,782	63,134	64,320
Tăng trưởng (%)	-1.6	0.7	2.3	2.2	1.9
Giá vốn hàng bán	36,059	35,824	36,192	37,092	37,704
Lợi nhuận gộp	23,897	24,545	25,590	26,043	26,616
Biên lợi nhuận gộp (%)	39.9	40.7	41.4	41.2	41.4
Chi phí BH & QLDN	14,144	14,774	15,185	15,868	15,678
LN từ HĐKD	9,753	9,771	10,405	10,175	10,939
Tăng trưởng (%)	-17.1	0.2	6.5	-2.2	7.5
Biên LN từ HĐKD (%)	16.3	16.2	16.8	16.1	17.0
LN khác	742	1,196	1,194	914	899
Thu nhập tài chính	1,380	1,716	1,586	1,667	1,686
Chi phí tài chính	(618)	(503)	(428)	(790)	(797)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(166)	(354)	(279)	(371)	(374)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(20)	(17)	37	37	9
LNTT	10,495	10,967	11,599	11,089	11,838
Thuế TNDN	1,918	1,948	2,147	1,909	2,055
LNST	8,577	9,019	9,452	9,179	9,783
Tăng trưởng (%)	-19.3	5.2	4.8	-2.9	6.6
Biên lợi nhuận ròng (%)	14.3	14.9	15.3	14.5	15.2
LNST cổ đông công ty mẹ	8,515	8,873	9,392	9,121	9,720
Lợi ích CĐTTS	62	146	61	59	63
LN trước thuế và lãi vay	10,661	11,321	11,878	11,460	12,212
Tăng trưởng (%)	-18.1	6.2	4.9	-3.5	6.6
Biên LN (%)	17.8	18.8	19.2	18.2	19.0
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	12,756	13,375	13,973	13,542	14,577
Tăng trưởng (%)	-15.7	4.9	4.5	-3.1	7.6
Biên LN (%)	21.3	22.2	22.6	21.4	22.7

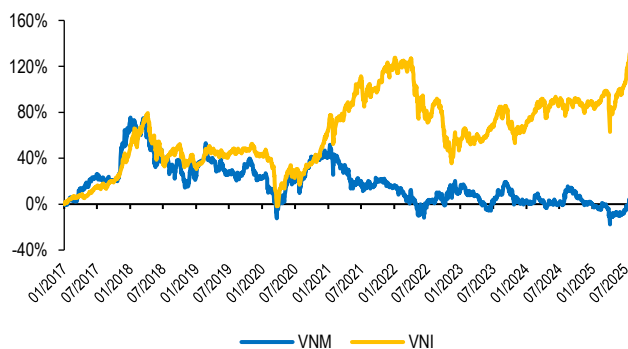
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	3,632	3,796	4,022	3,928	4,186
BPS (đồng)	14,282	15,166	15,444	15,881	16,346
PER (x)	19.2	17.0	15.8	18.3	17.2
PBR (x)	4.9	4.3	4.1	3.9	3.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	128.9	69.5	85.7	80.0	80.0
Lãi cổ tức (%)	5.8	6.2	7.2	5.7	6.1
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	21.3	22.2	22.6	21.4	22.7
Biên LN từ HĐKD (%)	16.3	16.2	16.8	16.1	17.0
Biên LNST (%)	14.3	14.9	15.3	14.5	15.2
ROA (%)	16.8	17.8	17.5	16.5	17.1
ROE (%)	25.0	26.6	26.6	25.1	26.1
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	15.0	24.1	25.6	25.1	24.8
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(115.9)	(109.1)	(116.0)	(122.0)	(122.4)
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	128.8	134.5	138.1	136.7	139.6
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	64.2	32.0	42.6	30.9	32.6
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày phải trả người bán (ngày)	43.4	38.8	39.1	41.4	40.7
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	56.1	62.4	57.4	60.8	60.8
Số ngày khoản phải thu (ngày)	37.1	39.5	36.8	39.5	39.5

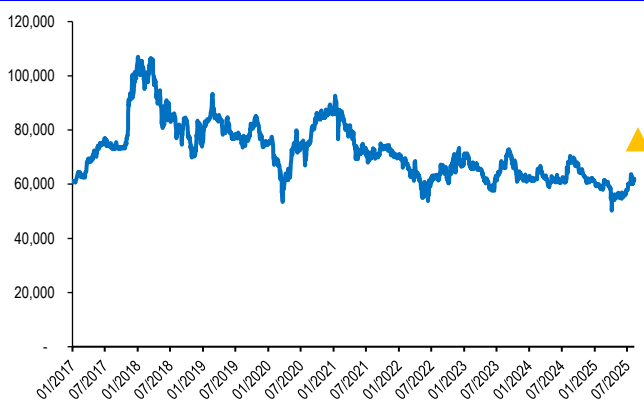
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
25/04/2024 (BC lần đầu)	MUA	84,400	18.6	26.4/6.8
21/11/2024 (BC cập nhật)	MUA	76,000	15	3.5/23.8
11/02/2025 (BC cập nhật)	MUA	75,000	14.8	2.9/24.6
03/06/2025 (BC cập nhật)	MUA	72,700	18.0	3.3/44.8
13/08/2025 (BC cập nhật)	MUA	71,900	20.4	4.0/45.7

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhi Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VNM VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599