

Mua vào (giữ nguyên)

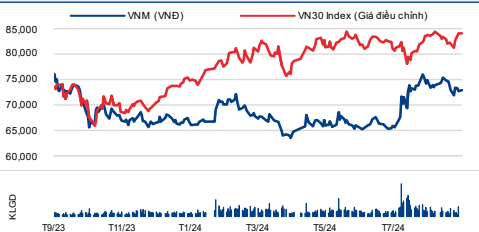
Giá mục tiêu: VNĐ89,300 (từ VNĐ85,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 22.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/9/2024)	72,900
Mã Bloomberg	VNM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	63,500-76,040
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	72,967
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	152,358
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,193
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,090
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,090
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,084
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	51.9%
Tỷ lệ freefloat	33.0%
Cổ đông lớn	SCIC (36.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(2.67)	10.5	(4.01)
So với chỉ số	(3.03)	9.95	(13.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	4,399	4,336	1.4
2025F	4,749	4,799	(1.0)
2026F	5,069	5,075	(0.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VNM là công ty sữa lớn nhất Việt Nam. Sản phẩm chính của công ty bao gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các sản phẩm khác.

Chuyên viên phân tích

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

Định giá thấp với triển vọng lợi nhuận lành mạnh; khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 5% giá mục tiêu lên 89.300đ nhờ nâng dự báo lợi nhuận. Chúng tôi tiếp tục nhận thấy các xu hướng đang cải thiện, và VNM vẫn có mức định giá thấp với hầu hết các phương pháp định giá.
- Cho giai đoạn 2024-2026, chúng tôi tăng nhẹ bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 15% trong năm nay và 8% trong năm sau nhờ giành được thêm thị phần và chi phí nguyên liệu đầu vào giảm.
- Tại giá mục tiêu theo phương pháp DCF, P/E dự phóng 2024-2025 lần lượt là 20,4 & 18,9 lần. Mặc dù giá cổ phiếu tăng 11% trong 3 tháng qua, VNM đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,7 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Sự kiện: Đánh giá triển vọng nửa cuối năm 2024 và năm 2025-2026

HSC tin rằng thị phần của VNM sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong nửa cuối năm 2024 và năm 2025 nhờ chiến dịch đổi mới thương hiệu, đổi mới sản phẩm và cách tiếp cận mới trong tiếp thị. Chúng tôi cũng dự báo sức mua của người tiêu dùng sẽ dần tăng trong bối cảnh hoạt động sản xuất phục hồi nhờ thị trường xuất khẩu khởi sắc.

Tác động: Tăng 2% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Do KQKD Q2/2024 cao hơn dự báo, HSC tăng lần lượt bình quân 1% và 2% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026. Cho năm 2024, chúng tôi tăng 2% dự báo lợi nhuận thuần lên 10.214 tỷ đồng, cho thấy tốc độ tăng trưởng hàng năm là 15%. Trong nửa cuối năm 2024, VNM được dự báo tiếp tục ghi nhận KQKD tích cực, với lợi nhuận thuần tăng 11% so với cùng kỳ và tăng 10% so với nửa đầu năm. Cho Q3, HSC dự báo lợi nhuận thuần đạt 2,7 nghìn tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ.

Cho năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 8% đạt 11.027 tỷ đồng, sau khi điều chỉnh tăng 1% dự báo lợi nhuận. Cuối cùng, lợi nhuận thuần năm 2026 được dự báo đạt 11.770 tỷ đồng, tăng trưởng 7%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% và diễn biến tích cực hơn 10% so với VN Index trong 3 tháng qua, P/E trượt dự phóng 1 năm của VNM đã tăng lên mức 15,7 lần (từ mức 14,9 lần trong tháng 5/2024) – vẫn thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. VNM cũng đang giao dịch với định giá thấp hơn các công ty cùng ngành. P/E dự phóng năm 2024 là 16,6 lần, thấp hơn 9% so với bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 18,3 lần. Cuối cùng, mức lợi suất cổ tức ước tính 5,3% khá hấp dẫn, được hỗ trợ bởi dòng tiền tự do bền vững và tỷ lệ chi trả cổ tức cao, dao động khoảng 80-100%.

Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và giảm nhẹ giả định WACC, chúng tôi tăng 5% giá mục tiêu lên 89.300đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 23% và P/E dự phóng năm 2024 là 20,5 lần. Duy trì khuyến nghị Mua vào.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	11,849	12,071	13,607	14,706	15,580
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,516	8,874	10,214	11,027	11,770
EPS ĐC (đồng)	3,632	3,821	4,399	4,749	5,069
DPS (đồng)	3,850	3,850	3,850	3,850	3,850
BVPS (đồng)	14,282	15,166	16,747	18,704	21,050
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.1	13.1	11.6	10.7	10.1
P/E ĐC (lần)	20.1	19.1	16.6	15.3	14.4
Lợi suất cổ tức (%)	5.28	5.28	5.28	5.28	5.28
P/B (lần)	5.10	4.81	4.35	3.90	3.46
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(19.6)	5.21	15.1	7.97	6.74
ROAE (%)	27.1	28.8	30.6	29.8	28.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Các xu hướng tươi sáng hơn sẽ tiếp diễn trong năm 2025

HSC tin rằng thị phần của VNM sẽ tiếp tục tăng trong nửa cuối năm 2024 và năm 2025 nhờ chiến dịch đổi mới thương hiệu, đổi mới sản phẩm và cách tiếp cận mới trong tiếp thị. Chúng tôi cũng dự báo sức mua của người tiêu dùng sẽ dần tăng nhờ sự phục hồi đang diễn ra ở lĩnh vực sản xuất khi thị trường xuất khẩu phục hồi, cũng như điều chỉnh tăng bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, cho thấy lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng 15% trong năm nay và 8% trong năm sau. HSC dự báo VNM sẽ tiếp tục ghi nhận KQKD tích cực trong nửa cuối năm 2024. Mặc dù giá cổ phiếu tăng 11% trong 3 tháng qua, VNM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,7 lần – thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Duy trì khuyến nghị Mua vào.

Thị phần có thể tiếp tục tăng trong năm 2025

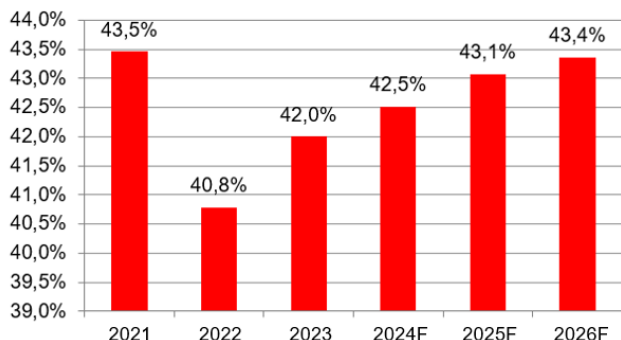
Trong Q2/2024, thị phần của VNM tăng 120 điểm cơ bản so với quý trước lên 42%, nhờ tăng trưởng của nhóm sữa chua uống men sống, sữa đặc, sữa thực vật và sữa công thức dành cho người lớn. Chúng tôi kỳ vọng chiến dịch đổi mới thương hiệu cho sản phẩm sữa chua trong tháng 7/2024 và sữa công thức trong Q4/2024 sẽ giúp mở rộng thêm thị phần trong nửa cuối năm 2024. HSC cũng tin rằng thị phần của VNM sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025 nhờ các chiến dịch đổi mới thương hiệu, đổi mới sản phẩm và làm mới phương pháp tiếp thị.

- Sau chiến dịch đổi mới thương hiệu cho sản phẩm sữa nước vào ngày 24/9/2023, VNM đã cải tiến bao bì sản phẩm sữa chua uống Probi trong Q2/2024 và áp dụng bao bì, hương vị mới cho dòng sản phẩm sữa chua trong tháng 7/2024. Công ty có kế hoạch đổi mới thương hiệu cho sản phẩm sữa công thức trong Q4/2024. Kế hoạch đổi mới thương hiệu cho sản phẩm kem và sữa chua uống sẽ được triển khai trong năm sau. Các nỗ lực đổi mới thương hiệu bao gồm bao bì mới, hương vị mới và cải thiện chiến lược bán hàng.
- VNM đang tập trung tung ra thị trường các sản phẩm mới và nâng cấp các sản phẩm đang kinh doanh nhằm đáp ứng xu hướng tiêu dùng quan tâm đến sức khỏe, tiện lợi và có nguồn gốc thực vật. Trong Q2/2024, Công ty đã tung ra thị trường sản phẩm sữa đặc Ông Thọ hộp 1 lít nắp nhựa, sữa thực vật giàu đạm 7 loại hạt và sữa tươi hương dừa. Trong vài năm qua, VNM đã giới thiệu một số lượng lớn sản phẩm "ít đường" ở các danh mục sản phẩm chính. HSC kỳ vọng các sản phẩm mới được tung ra thị trường và các sản phẩm được làm mới thương hiệu trong các quý tới sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của Công ty.
- Công ty tập trung vào quảng bá thương hiệu lớn Vinamilk, giúp các hoạt động tiếp thị có sức ảnh hưởng và hiệu quả hơn. Mặc dù triển khai các chiến dịch thay đổi bộ nhận diện thương hiệu, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu trong nửa đầu năm 2024 vẫn ổn định ở mức 24,4% (so với mức 24,5% trong năm 2023).

Từ đó, HSC dự báo thị phần năm 2024 sẽ tăng thêm 50 điểm cơ bản lên 42,5% và 43,1% trong năm 2025 và 42% trong năm 2023. Trong năm 2020-2022, VNM đánh mất thị phần về tay TH Milk (ở nhóm sữa nước), Nestle (sữa nước), Abbott (sữa công thức) và IDP (sữa nước). Thị phần của Công ty bắt đầu cải thiện từ năm 2023.

Biểu đồ 1: Thị phần, VNM

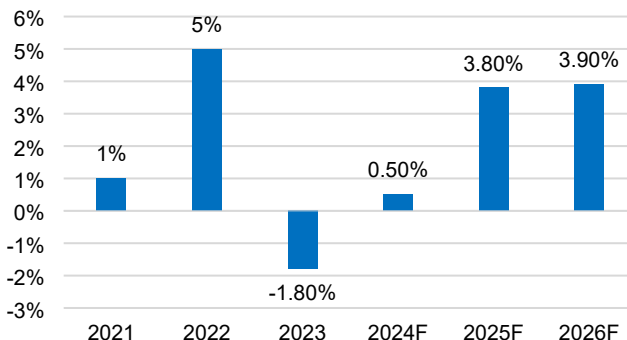
HSC dự báo thị phần sẽ tăng dần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 2: Tăng trưởng doanh thu hàng năm, ngành Sữa

Tiêu thụ sữa sẽ phục hồi trong năm 2025



Nguồn: HSC ước tính

Trong khi đó, nhu cầu thị trường đã có sự cải thiện trong Q2/2024, với tổng doanh thu bán hàng của ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) phục hồi 2% so với cùng kỳ sau bốn quý giảm. Doanh thu ngành sữa giảm 2% so với cùng kỳ, mức giảm ít hơn so với mức giảm trong các quý trước đó. Với đà phục hồi của ngành sản xuất (được hỗ trợ bởi sự phục hồi của lĩnh vực xuất khẩu), chúng tôi dự báo sức mua sẽ dần cải thiện trong nửa cuối năm 2024 và trong năm 2025. HSC dự báo ngành sữa sẽ tăng trưởng khiêm tốn 0,5% trong năm 2024, sau đó tăng 4% trong năm 2025 và 2026.

KQKD Q2/2024: Lợi nhuận tăng 21%, cao hơn dự báo

Doanh thu thuần Q2/2024 của VNM cao nhất từ trước đến nay, đạt 16.656 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ và cao hơn 4% so với dự báo của chúng tôi. Trong khi đó, lợi nhuận thuần tăng ấn tượng 21% so với cùng kỳ đạt 2.670 tỷ đồng, cao hơn 6% so với dự báo của chúng tôi ở mức 2.515 tỷ đồng.

Doanh thu ở tất cả các bộ phận, bao gồm trong nước, xuất khẩu và các công ty con ở nước ngoài đều vượt dự báo của chúng tôi. Doanh thu trong nước của công ty mẹ tăng 4% so với cùng kỳ, vượt trội hơn doanh thu của toàn ngành sữa (giảm 2%). Doanh thu xuất khẩu tăng mạnh 37% so với cùng kỳ lên 1.740 tỷ đồng, nhờ nhu cầu tăng tại các thị trường trọng điểm.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục xu hướng tăng (ở mức 42,2% trong Q2/2024 so với 40,5% trong Q2/2023), được hỗ trợ bởi giá bột sữa nguyên liệu giảm 10% so với cùng kỳ (theo ước tính của HSC). Việc kiểm soát chi phí hiệu quả giúp kéo giảm tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu xuống mức thấp hơn dự báo. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện mạnh lên 16% trong Q2/2024 (cao hơn so với 15,6% trong Q1/2024 và 14,5% trong Q2/2023).

Triển vọng trong nửa cuối năm 2024: tốt hơn so với nửa đầu năm

Trong Q3/2024, HSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của VNM đạt lần lượt 16.737 tỷ đồng (tăng 7% so với cùng kỳ) và 2.734 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ). Dự báo của chúng tôi dựa trên các giả định như sau:

- Doanh thu trong nước tăng 4% so với cùng kỳ đạt 13.757 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi nhóm sản phẩm sữa chua uống, sữa đặc, sữa thực vật, và kết quả của việc làm mới thương hiệu đối với sản phẩm sữa chua.
- Doanh thu xuất khẩu đạt 1.600 tỷ đồng, tăng 28% so với cùng kỳ nhờ nhu cầu tại thị trường Trung Đông tiếp tục tăng.
- Doanh thu của các công ty con tại nước ngoài dự kiến tăng 21% so với cùng kỳ đạt 1.380 tỷ đồng.

Trong Q4/2024, HSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 16.337 tỷ đồng (tăng 5% so với cùng kỳ) và 2.615 tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ). Việc đổi mới thương hiệu sữa công thức và HĐKD bền vững ở các danh mục sản phẩm chính khác đã góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh thu.

Cho nửa cuối năm 2024, HSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần cải thiện lần lượt 7% và 10%. Theo đó, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 dự kiến đạt lần lượt 33.074 tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ và 7% so với nửa đầu năm) và 5.349 tỷ đồng (tăng 11% so với cùng kỳ và 10% so với nửa đầu năm).

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2024, VNM

HSC dự báo lợi nhuận thuần 6 tháng cuối năm 2024 sẽ tăng 11% so với cùng kỳ & tăng 10% so với 6 tháng trước, đạt 5.349 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024F	Q4/2024F	6 tháng cuối năm 2024	2024F
Doanh thu thuần	14,112	16,656	16,737	16,337	33,074	63,842
Tăng trưởng	1%	10%	7%	5%	6%	6%
% so với quý trước/6 tháng trước	-10%	18%	0%	-2%	7%	
Lợi nhuận thuần	2,195	2,670	2,734	2,615	5,349	10,214
Tăng trưởng	18%	21%	10%	12%	11%	15%
% so với quý trước/6 tháng trước	-6%	22%	2%	-4%	10%	

Nguồn: VNM, HSC ước tính

Tăng nhẹ dự báo cho giai đoạn 2024-2026

Nhờ KQKD Q2/2024 cao hơn dự báo, cũng như quan điểm của chúng tôi về HĐKD của Công ty trong nửa cuối năm 2024 và các xu hướng cơ bản (như đã thảo luận bên trên), HSC điều chỉnh tăng bình quân 1% dự báo doanh thu thuần và 2% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026. Cho năm 2024, chúng tôi tăng 2% dự báo lợi nhuận thuần lên 10.214 tỷ đồng, cho thấy tốc độ tăng trưởng hàng năm là 15%. Sang năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của VNM tăng trưởng 8% đạt 11.027 tỷ đồng, sau khi điều chỉnh tăng 1% dự báo lợi nhuận. Cuối cùng, lợi nhuận thuần năm 2026 được dự báo đạt 11.770 tỷ đồng, tăng trưởng 7%.

Chúng tôi tăng nhẹ dự báo tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2024 và 2026 lần lượt lên 16% và 16,8%, sau khi điều chỉnh tăng bình quân 21% dự báo lợi nhuận HĐ tài chính giai đoạn 2024-2026. Sự điều chỉnh này dựa trên dự báo lãi suất tiền gửi cao hơn (6,0-6,5% trong giai đoạn này, so với mức 5,9% dự báo trước đó) và nợ vay giảm, phản ánh hiệu quả kinh doanh trong nửa đầu năm 2024. HSC kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận sẽ tăng đáng kể trong giai đoạn 2024-2026 so với năm 2023 (như được trình bày trong Bảng 7), nhờ chi phí đầu vào thấp và tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu được kiểm soát tốt, bất chấp nỗ lực đổi mới thương hiệu và tăng cường các hoạt động tiếp thị.

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận, VNM

HSC điều chỉnh tăng 1% dự báo doanh thu thuần & tăng 2% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Thực tế 2023	2024F	Dự báo cũ 2025F	2026F	Dự báo mới 2024F	2025F	2026F	Điều chỉnh 2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	60,369	63,151	66,162	68,842	63,842	66,992	70,145	1%	1%	2%
Tăng trưởng	1%	5%	5%	4%	6%	5%	5%			
Lợi nhuận thuần	8,874	10,026	10,951	11,499	10,214	11,027	11,770	2%	1%	2%
Tăng trưởng	4%	13%	9%	5%	15%	8%	7%			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Dự báo doanh thu theo mảng kinh doanh, VNM

Tỷ đồng	Thực tế 2023	2024F	Dự báo cũ 2025F	2026F	Dự báo mới 2024F	2025F	2026F	Điều chỉnh 2024F	2025F	2026F
Trong nước, ngoại trừ Vilico	47,482	49,533	51,963	54,035	49,228	51,757	54,161	-1%	0%	0%
Tăng trưởng	0%	4%	5%	4%	4%	5%	5%			
Xuất khẩu	5,039	5,442	5,714	6,000	6,198	6,384	6,703	14%	12%	12%
Tăng trưởng	4%	8%	5%	5%	23%	3%	5%			
Công ty con ở nước ngoài	4,713	4,966	5,147	5,336	5,457	5,774	6,081	10%	12%	14%
Tăng trưởng	7%	5%	4%	4%	16%	6%	5%			
Vilico	3,152	3,210	3,338	3,471	2,959	3,077	3,200	-8%	-8%	-8%
Tăng trưởng	0%	2%	4%	4%	-6%	4%	4%			
Tổng doanh thu thuần	60,369	63,151	66,162	68,842	63,842	66,992	70,145	1%	1%	2%
Tăng trưởng	1%	5%	5%	4%	6%	5%	5%			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Dự báo tỷ suất lợi nhuận

HSC điều chỉnh tăng dự báo tỷ suất lợi nhuận thuần sau khi nâng giả định lợi nhuận tài chính

	Thực tế 2023	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh (điểm cơ bản)		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	40.7%	42.5%	43.2%	43.2%	42.3%	42.7%	42.8%	(24)	(48)	(37)
Chi phí BH&QL/ Doanh thu	24.5%	24.4%	24.4%	24.4%	24.6%	24.5%	24.5%	22	8	8
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.7%	15.9%	16.6%	16.7%	16.0%	16.5%	16.8%	10	(14)	8

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Dự báo lợi nhuận HĐ tài chính, VNM

Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 21% dự báo lợi nhuận tài chính cho năm 2025-2026

	Thực tế 2023	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu HĐ tài chính	1,716	1,356	1,439	1,693	1,504	1,545	1,802	11%	7%	6%
Chi phí tài chính	503	480	451	455	375	368	371	-22%	-18%	-18%
Lợi nhuận HĐ tài chính	1,213	877	988	1,238	1,129	1,177	1,431	29%	19%	16%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và giảm nhẹ giả định WACC, HSC tăng 5% giá mục tiêu lên 89.300đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 23% và P/E dự phóng năm 2024 là 20,4 lần. Duy trì khuyến nghị Mua vào.

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá VNM, với lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH 8,5% (không đổi), hệ số beta 0,65 lần (không đổi), tỷ trọng vốn CSH 95% (không đổi) và chi phí nợ sau thuế 3,2% (giảm từ mức 4,8% trước đó). Các giả định trên dẫn đến WACC 9,2% (giảm từ mức 9,3% trong lần cập nhật trước đó).

Bảng 8: Ước tính dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VNM

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	63,842	66,992	70,145	73,314	76,246
Tỷ suất EBIT	17.6%	18.2%	18.3%	18.5%	18.5%
EBIT	11,266	12,223	12,869	13,588	14,131
- Thuế đã điều chỉnh	2,177	2,332	2,486	2,663	2,826
NOPLAT	9,090	9,892	10,383	10,925	11,305
+ Khấu hao	2,340	2,483	2,710	2,821	2,934
- Tăng/(giảm) thuần vốn lưu động	(1,286)	(319)	(506)	(307)	(320)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(2,192)	(3,499)	(1,700)	(1,700)	(1,700)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	7,953	8,556	10,887	11,738	12,219

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 9: Tính toán giá trị dài hạn (cuối năm 2024), VNM

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	12,049
WACC dài hạn		9.3%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
WACC – tốc độ tăng trưởng		7.3%
Dòng tiền dài hạn *(1 + tốc độ tăng trưởng)/ (WACC - tốc độ tăng trưởng)	Tỷ đồng	167,962
Giá trị hiện tại	Tỷ đồng	117,614
EBITDA dài hạn		8.9x

Nguồn: HSC

Bảng 10: Tính toán giá trị DCF (cuối năm 2024), VNM

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	42,533
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	121,952
Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	16,927
Lợi ích của cổ đông thiểu số	Tỷ đồng	(3,347)
Giá trị DCF	Tỷ đồng	178,065
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	2,090
Giá trị DCF của cổ phiếu	Đồng	85,200

Nguồn: HSC

Bảng 11: Tính toán giá trị dài hạn (cuối năm 2025), VNM

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	12,219
WACC dài hạn		9.2%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
WACC – tốc độ tăng trưởng		7.2%
Dòng tiền dài hạn $\times (1 + \text{tốc độ tăng trưởng}) / (\text{WACC} - \text{tốc độ tăng trưởng})$	Tỷ đồng	173,347
Giá trị hiện tại	Tỷ đồng	133,159
EBITDA dài hạn		9.0 lần

Nguồn: HSC

Bảng 12: Tính toán giá trị DCF (cuối năm 2025), VNM

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	45,711
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	133,159
Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	19,731
Lợi ích của cổ đông thiểu số	Tỷ đồng	(3,402)
Giá trị DCF	Tỷ đồng	195,199
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	2,090
Giá trị DCF của cổ phiếu	Đồng	93,399

Nguồn: HSC

Bảng 13: Giá trị DCF của cổ phiếu, VNM

Đồng	
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – cuối năm 2024	85,200
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – cuối năm 2025	93,399
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – giữa năm 2025	89,300

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro & tốc độ tăng trưởng dài hạn (đồng), VNM

	Lãi suất phi rủi ro				
	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
1.0%	90,412	85,587	81,322	77,524	74,120
1.5%	95,326	89,851	85,051	80,809	77,033
2.0%	101,027	94,750	89,300	84,524	80,304
2.5%	107,722	100,436	94,183	88,757	84,004
3.0%	115,693	107,118	99,855	93,625	88,222

Nguồn: HSC

Biểu đồ 15: P/E trượt dự phóng 1 năm từ tháng 9/2019, VNM

VNM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,7 lần, thấp hơn so với giá trị bình quân từ tháng 9/2019 là 19,9 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VNM

Vẫn thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% và diễn biến tích cực hơn 10% so với VN Index trong 3 tháng qua, P/E trượt dự phóng của VNM đã tăng lên mức 15,7 lần từ mức 14,9 lần trong tháng 5/2024. Mặc dù vậy, cổ phiếu vẫn đang được định giá thấp và đang giao dịch ở mức thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (thu hẹp từ mức 2,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2024).

Cổ phiếu VNM đang được giao dịch với định giá thấp hơn các công ty cùng ngành và có P/E dự phóng năm 2024 là 16,6 lần, thấp hơn 9% so với P/E bình quân dự phóng năm 2024 của các công ty cùng ngành ở mức 18,3 lần.

Bảng 17: Định giá của các công ty cùng ngành trong khu vực

VNM đang giao dịch với chiết khấu 9% so với các công ty cùng ngành

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2024	P/E 2025	EV/ EBITDA 2024	EV/ EBITDA 2025	P/B 2024	P/B 2025	Tăng trưởng EPS 2024	Tăng trưởng EPS 2025
Inner Mongolia Yili Industrial	Trung Quốc	19,835	11.8	12.2	9.7	9.5	2.4	2.3	12.4%	-3.0%
China Mengniu Dairy Ltd	Hồng Kông	6,888	11.2	9.5	8.2	7.4	1.0	1.0	-21.9%	17.2%
Bright Dairy & Food Co Ltd-A	Trung Quốc	1,491	19.4	17.5	6.7	6.2	1.1	1.2	-36.8%	8.8%
Dutch Lady Milk Industries Bhd	Malaysia	472	15.1	14.0	9.3	8.6	4.2		67.0%	7.2%
Fraser & Neave Holdings	Malaysia	2,643	18.4	17.6	11.9	11.2	3.1	2.8	41.8%	4.2%
Cisarua Mountain Dairy PT TBK	Indonesia	2,729	24.4	28.5	20.4	17.3	6.3	5.4	20.0%	16.7%
Yakult Honsha Co. Ltd.	Nhật Bản	7,467	18.2	17.8	10.1	9.8	1.6	1.6	11.8%	2.1%
Meiji Holdings Co. Ltd.	Nhật Bản	7,401	19.2	17.5	7.7	7.4	1.3	1.3	9.2%	9.7%
Trung vị		4,809	18.3	17.5	9.5	9.0	2.0	1.6	12.1%	8.0%
CTCP Sữa Việt Nam		6,362	16.6	15.3	11.6	10.7	4.3	3.9	15.6%	8.0%

Ghi chú: Dữ liệu dựa trên giá đóng cửa ngày 20/9
Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	59,956	60,369	63,842	66,992	70,145
Lợi nhuận gộp	23,897	24,545	26,981	28,621	30,044
Chi phí BH&QL	(14,144)	(14,774)	(15,715)	(16,397)	(17,174)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	9,753	9,771	11,266	12,223	12,869
Lãi vay thuần	1,033	1,186	1,075	1,123	1,378
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(24.5)	(80.6)	13.7	13.7	13.7
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(266)	91.9	54.3	53.8	53.4
LN TT	10,496	10,968	12,409	13,414	14,314
Chi phí thuế TNDN	(1,918)	(1,949)	(2,177)	(2,332)	(2,486)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(61.6)	(146)	(17.8)	(54.9)	(58.1)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,516	8,874	10,214	11,027	11,770
Lợi nhuận thuần ĐC	8,516	8,874	10,214	11,027	11,770
EBITDA ĐC	11,849	12,071	13,607	14,706	15,580
EPS (đồng)	3,632	3,821	4,399	4,749	5,069
EPS ĐC (đồng)	3,632	3,821	4,399	4,749	5,069
DPS (đồng)	3,850	3,850	3,850	3,850	3,850
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,090	2,090	2,090	2,090	2,090
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,090	2,090	2,090	2,090	2,090
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,090	2,090	2,090	2,090	2,090

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	2,300	2,912	2,623	2,427	2,391
Đầu tư ngắn hạn	17,414	20,137	22,137	25,137	30,637
Phải thu khách hàng	4,634	4,808	4,800	5,037	5,274
Hàng tồn kho	5,538	6,128	6,106	6,357	6,646
Các tài sản ngắn hạn khác	1,675	1,950	1,790	1,873	1,961
Tổng tài sản ngắn hạn	31,560	35,936	37,456	40,832	46,909
TSCĐ hữu hình	10,860	11,689	10,542	10,509	11,555
TSCĐ vô hình	1,043	1,001	946	891	836
Bất động sản đầu tư	57.6	55.6	53.1	50.7	48.2
Đầu tư dài hạn	78.4	229	229	229	229
Đầu tư vào Cty LD,LK	664	603	603	603	603
Tài sản dài hạn khác	4,219	3,161	4,217	5,325	3,327
Tổng tài sản dài hạn	16,922	16,737	16,590	17,607	16,597
Tổng cộng tài sản	48,483	52,673	54,046	58,439	63,506
Nợ ngắn hạn	4,867	8,218	7,800	7,800	7,800
Phải trả người bán	4,284	3,806	3,880	4,039	4,221
Nợ ngắn hạn khác	5,397	3,982	2,980	3,078	3,191
Tổng nợ ngắn hạn	15,308	17,139	15,274	15,557	15,694
Nợ dài hạn	66.0	238	183	183	183
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	288	269	240	211	182
Nợ dài hạn khác	3.71	1.06	1.03	1.03	1.03
Tổng nợ dài hạn	358	509	425	395	366
Tổng nợ phải trả	15,666	17,648	15,699	15,952	16,060
Vốn chủ sở hữu	29,849	31,697	35,000	39,085	43,987
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,967	3,329	3,347	3,402	3,460
Tổng vốn chủ sở hữu	32,817	35,026	38,347	42,486	47,446
Tổng nợ phải trả và VCSH	48,483	52,673	54,046	58,439	63,506
BVPS (đ)	14,282	15,166	16,747	18,704	21,050
Nợ thuần/(tiền mặt)	2,633	5,544	5,361	5,556	5,592

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	9,753	9,771	11,266	12,223	12,869
Khấu hao	(2,095)	(2,300)	(2,340)	(2,483)	(2,710)
Lãi vay thuần	1,033	1,186	1,075	1,123	1,378
Thuế TNDN đã nộp	(1,975)	(1,564)	(2,177)	(2,332)	(2,486)
Thay đổi vốn lưu động	104	(1,702)	(1,286)	(319)	(506)
Khác	(2,183)	(2,103)	(301)	(375)	(558)
LCT thuần từ HKKD	8,827	7,887	10,918	12,804	13,407
Đầu tư TS dài hạn	(1,457)	(1,580)	(2,192)	(3,499)	(1,700)
Góp vốn & đầu tư	(43.2)	(2,892)	(2,000)	(3,000)	(5,500)
Thanh lý	3,772	115	0	0	0
Khác	1,201	1,368	1,504	1,545	1,802
LCT thuần từ HĐĐT	3,473	(2,989)	(2,688)	(4,954)	(5,398)
Cổ tức trả cho CSH	(8,167)	(8,152)	(8,046)	(8,045)	(8,045)
Thu từ phát hành CP	338	347	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(4,531)	3,512	(473)	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(12,360)	(4,293)	(8,519)	(8,045)	(8,045)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,349	2,300	2,912	2,623	2,427
LCT thuần trong kỳ	(60.2)	606	(289)	(196)	(35.9)
Ảnh hưởng của tỷ giá	11.6	5.98	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,300	2,912	2,623	2,427	2,391
Dòng tiền tự do	7,370	6,308	8,726	9,305	11,707

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	39.9	40.7	42.3	42.7	42.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	19.8	20.0	21.3	22.0	22.2
Tỷ suất LNT (%)	14.2	14.7	16.0	16.5	16.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	18.3	17.8	17.5	17.4	17.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	(1.58)	0.69	5.75	4.93	4.71
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(14.6)	1.88	12.7	8.08	5.94
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(19.1)	4.20	15.1	7.96	6.74
Tăng trưởng EPS (%)	(19.6)	5.21	15.1	7.97	6.74
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(19.6)	5.21	15.1	7.97	6.74
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	106	101	87.5	81.1	75.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	27.1	28.8	30.6	29.8	28.3
ROACE (%)	28.1	28.4	30.3	29.9	28.4
Vòng quay tài sản (lần)	1.18	1.19	1.20	1.19	1.15
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.91	0.81	0.97	1.05	1.04
Số ngày tồn kho	56.1	62.4	60.5	60.5	60.5
Số ngày phải thu	46.9	49.0	47.5	47.9	48.0
Số ngày phải trả	43.4	38.8	38.4	38.4	38.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	9.36	18.0	16.0	14.9	12.9
Nợ/tài sản (%)	10.5	16.4	15.2	14.1	12.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.43	0.71	0.60	0.56	0.52
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.06	2.10	2.45	2.62	2.99
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.59	2.62	2.47	2.36	2.25
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.1	13.1	11.6	10.7	10.1
P/E (lần)	20.1	19.1	16.6	15.3	14.4
P/E ĐC (lần)	20.1	19.1	16.6	15.3	14.4
P/B (lần)	5.10	4.81	4.35	3.90	3.46
Lợi suất cổ tức (%)	5.28	5.28	5.28	5.28	5.28

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn