

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

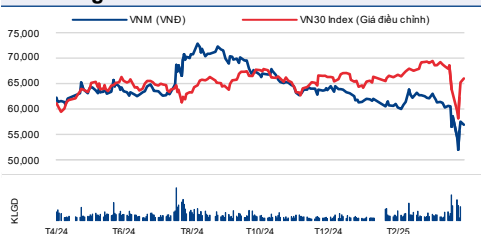
Giá mục tiêu: VNĐ67,000 (từ VNĐ77,100)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/4/2025)	56,900
Mã Bloomberg	VNM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	52,000-72,874
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	56,667
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	118,918
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,605
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)	1,049
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	50.2%
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	(8.37)	(7.63)	(11.0)
So với chỉ số	(4.15)	(10.2)	(13.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,125	4,377	(5.8)
2026F	4,302	4,609	(6.7)
2027F	4,397	4,727	(7.0)

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

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng do cổ phiếu có cổ tức hấp dẫn

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VNM nhưng giảm 13,1% giá mục tiêu xuống 67.000đ do giảm dự báo lợi nhuận và tăng giá định WACC.
- Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 được điều chỉnh giảm lần lượt 7,5% và 9,2%, cho thấy lợi nhuận tăng trưởng nhẹ 2,5% trong năm nay và 4,3% trong năm sau. Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần chịu áp lực từ sức mua yếu và chi phí đầu vào tăng cao.
- Giá mục tiêu theo phương pháp DCF cho thấy cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 16,2 lần. VNM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,6 lần, thấp hơn 2,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 4/2022 ở mức 18 lần. Công ty có lợi suất cổ tức hấp dẫn ở mức 7,6%.

Sự kiện: Phân tích triển vọng và định giá

HSC dự báo sức tiêu dùng trong nước sẽ tiếp tục yếu trong năm do những yếu tố chưa chắc chắn về thương mại và địa chính trị. Trong khi đó, giá bột sữa New Zealand vẫn đang trong xu hướng tăng từ tháng 9/2024 đến nay, tạo thêm áp lực lên chi phí đầu vào của VNM trong năm nay. Do đó, chúng tôi tin rằng mức tăng trưởng lợi nhuận thuần của VNM sẽ dừng lại ở mức 1 chữ số.

Tác động: Giảm 8,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026

Cho năm 2025, HSC giảm lần lượt 2,2% và 7,5% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần xuống 64.072 tỷ đồng (tăng trưởng 3,7%) và 9.626 tỷ đồng (tăng trưởng 2,5%).

Cho năm 2026, chúng tôi giảm lần lượt 1,7% và 9,2% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần xuống 67.380 tỷ đồng (tăng trưởng 5,2%) và 10.038 tỷ đồng (tăng trưởng 4,3%).

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 4,6% và 2,1% đạt 70.504 tỷ đồng và 10.251 tỷ đồng.

Dự báo lợi nhuận của chúng tôi thấp hơn 5,8-7% so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8,4% trong 1 tháng qua, VNM có định giá rẻ và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,6 lần, thấp hơn 2,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 4/2022 ở mức 18 lần. Trong khi đó, cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 13,8 lần, thấp hơn 11% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 15,4 lần.

Do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, chúng tôi giảm 13,1% giá mục tiêu xuống 67.000đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 17,8%. Mặc dù VNM không có câu chuyện tăng trưởng tích cực, nhưng có lợi suất cổ tức hấp dẫn ở mức 7,6% và cổ phiếu đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/4.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	12,071	12,500	13,072 ▼	13,842 ▼	14,415
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,874	9,392	9,626 ▼	10,038 ▼	10,259
EPS ĐC (đồng)	3,796	4,024	4,125 ▼	4,302 ▼	4,397
DPS (đồng)	3,850	4,350	4,350 ▲	4,350 ▲	4,350
BVPS (đồng)	15,166	15,445	15,704 ▼	16,157 ▼	16,717
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.3	10.1	9.68	9.06	8.58
P/E ĐC (lần)	15.0	14.1	13.8	13.2	12.9
Lợi suất cổ tức (%)	6.77	7.64	7.64	7.64	7.64
P/B (lần)	3.75	3.68	3.62	3.52	3.40
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	4.52	6.02	2.50	4.28	2.21
ROAE (%)	28.8	29.4	29.6	30.2	29.9

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

Giảm 13% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

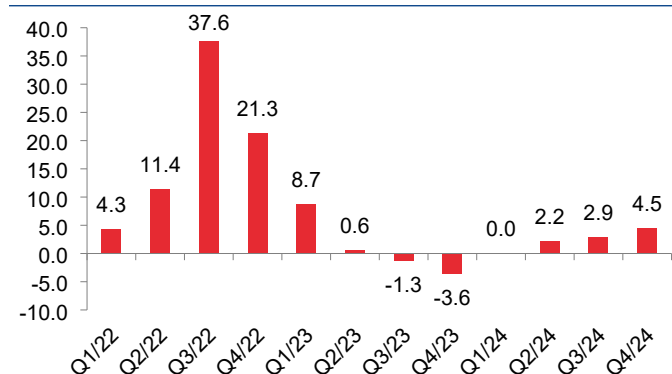
HSC vẫn lo ngại về sự hồi phục của sức tiêu dùng trong nước trong năm nay trong bối cảnh do triển vọng chưa chắc chắn về thương mại và địa chính trị. Trong khi đó, giá bột sữa New Zealand vẫn đang trong xu hướng tăng từ tháng 9/2024 đến nay, tạo thêm áp lực lên chi phí đầu vào của VNM trong năm nay. Do đó, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận thuần của VNM sẽ giới hạn ở 1 chữ số và giảm bình quân 8,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026. Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và tăng giá định phần bù rủi ro vốn CSH, chúng tôi giảm 13,1% giá mục tiêu xuống 67.000đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 17,8%. Mặc dù VNM không có câu chuyện tăng trưởng tích cực, nhưng có lợi suất cổ tức hấp dẫn ở mức 7,6% và cổ phiếu đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Tâm lý tiêu dùng yếu và chi phí đầu vào cao tạo áp lực lên KQKD năm 2025

Ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) của Việt Nam tăng trưởng khiêm tốn 2,3% trong năm 2024, trong đó ngành sữa đạt mức tăng trưởng 1,6%, kém hơn toàn ngành, theo kết quả nghiên cứu của Nielsen IQ. Trao đổi với BLĐ của nhiều công ty hàng tiêu dùng/bán lẻ, HSC hiểu rằng sức mua chung vẫn thấp từ đầu năm đến nay, tạo áp lực lên nhu cầu sản phẩm sữa và doanh thu Q1/2025 của VNM.

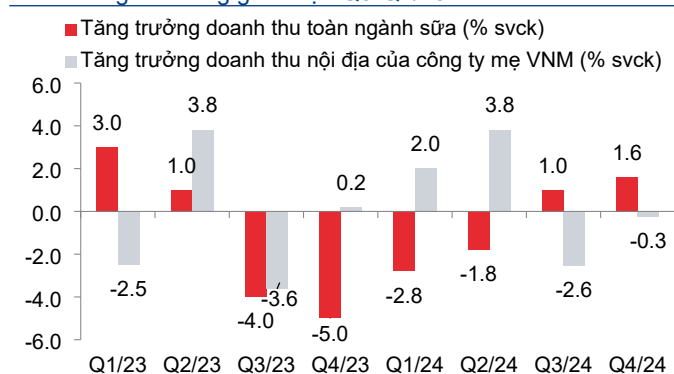
Mặc dù dự báo sẽ có cải thiện nhẹ trong thời gian tới - nhờ chính sách thúc đẩy đầu tư công, chính sách mở rộng tiền tệ và lượng du khách quốc tế tăng mạnh - chúng tôi không kỳ vọng sức tiêu dùng trong nước sẽ tăng mạnh trong năm nay, trong bối cảnh triển vọng thương mại và địa chính trị vẫn còn nhiều bất ổn.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng doanh thu ngành FMCG của VN (%)
Theo quý, doanh thu của ngành vẫn cải thiện chậm



Nguồn: Nielsen IQ

Biểu đồ 2: Tăng trưởng doanh thu (%), VNM & ngành sữa
Doanh thu của VNM tăng trưởng kém tích cực hơn một chút so với toàn ngành trong giai đoạn Q3-Q4/2024



Nguồn: Nielsen IQ, HSC ước tính

Do đó, chúng tôi tin rằng tăng trưởng lợi nhuận thuần của VNM sẽ dừng lại ở mức 1 chữ số.

Trong khi đó, giá bột sữa New Zealand vẫn đang trong xu hướng tăng từ tháng 9/2024 đến nay, tạo thêm áp lực lên chi phí đầu vào của VNM trong năm nay. Để bù đắp cho các yếu tố bất lợi trên, chúng tôi dự báo VNM sẽ tăng giá bán, nên tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ được giữ ổn định so với cùng kỳ mặc dù sản lượng tiêu thụ chỉ tăng khiêm tốn.

Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo doanh thu HĐ tài chính sẽ giảm so với cùng kỳ do lãi suất tiền gửi giảm.

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần của VNM sẽ tăng trưởng ở mức thấp nhất, với 1 chữ số.

KQKD Q4/2024 thấp hơn dự báo

KQKD Q4/2024 của VNM kém tích cực và thấp hơn dự báo của HSC. Doanh thu thuần đạt 15.477 tỷ đồng, không đổi so với quý trước và cùng kỳ do mức giảm nhẹ của doanh thu trong nước và doanh thu xuất khẩu được bù trừ bởi KQKD khả quan của các công ty con ở nước ngoài. Doanh thu ghi nhận trong quý thấp hơn 3,6% so với dự báo của chúng tôi ở mức 16.060 tỷ đồng.

Tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp xuống 40,1% do giá sữa nguyên liệu tăng trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu vẫn ổn định ở mức 25,2%. Thu nhập từ lãi tiền gửi giảm dẫn đến lợi nhuận HĐ tài chính thấp hơn, tạo áp lực lên KQKD của Công ty.

Do doanh thu kém, tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp và lợi nhuận HĐ tài chính thấp hơn, lợi nhuận thuần giảm 8,7% so với cùng kỳ và giảm 11,6% so với quý trước xuống 2.124 tỷ đồng, thấp hơn 16,2% so với dự báo của chúng tôi ở mức 2.533 tỷ đồng.

Dự báo KQKD Q1/2025: Lợi nhuận thuần dự kiến giảm 12% so với cùng kỳ

HSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q1/2025 giảm lần lượt 3% và 12% so với cùng kỳ, đạt 13.689 tỷ đồng và 1.932 tỷ đồng do nhu cầu thấp và chi phí nguyên liệu thô cao.

Bảng 3: Ước tính KQKD Q1/2025, VNM

Tỷ đồng	Q1/24	Q1/25F	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	2025F	Q125F/2025F
Doanh thu thuần	14,112	13,689	-3.0%	-11.6%	64,072	21.4%
Lợi nhuận thuần	2,195	1,932	-12.0%	-9.0%	9,626	20.1%

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo mới: Giảm bình quân 8,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026

Nhằm phản ánh KQKD kém khả quan trong Q4/2024 và Q1/2025 cũng như tâm lý tiêu dùng thấp trong thời gian dài, HSC điều chỉnh giảm dự báo cho năm 2025-2026, với dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm 1,9% và 8,4%.

Cho năm 2025, HSC giảm lần lượt 2,2% và 7,5% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần xuống 64.072 tỷ đồng (tăng trưởng 3,7%) và 9.626 tỷ đồng (tăng trưởng 2,5%).

Cho năm 2026, chúng tôi giảm lần lượt 1,7% và 9,2% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần xuống 67.380 tỷ đồng (tăng trưởng 5,2%) và 10.038 tỷ đồng (tăng trưởng 4,3%).

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 4,6% và 2,1% đạt 70.504 tỷ đồng và 10.251 tỷ đồng.

Các giả định của chúng tôi như sau:

- Tốc độ tăng trưởng của ngành trong năm 2025 được điều chỉnh xuống còn 2,1% từ 3,8% trước đó. Cho năm 2026, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng của ngành phục hồi lên mức 4%, không đổi so với dự báo trước đó.
- Chúng tôi giảm giả định thị phần năm 2025 của VNM xuống 41,9% (từ 42,4% trước đó) do môi trường cạnh tranh khốc liệt hơn, mặc dù giả định này cho thấy thị phần năm 2025 tăng 50 điểm cơ bản so với năm 2024 ở mức 41,4% nhờ các nỗ lực đổi mới thương hiệu và đổi mới sản phẩm. Chiến lược đổi mới thương hiệu của VNM gần như hoàn tất trong năm 2024, với bao bì của 100 sản phẩm đã được thay đổi và Công ty cũng đã ra mắt 25 sản phẩm mới.
- HSC tiếp tục giảm dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp xuống còn 41,5% (từ 42% trước đó và mức 41,4% của năm 2024), giả định giá bột sữa tăng 10,8% so với cùng kỳ và Công ty sẽ tăng 4% giá bán bình quân.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu gần như không đổi ở mức 24,5% trong năm 2025 và 2026.

- Chúng tôi giảm lần lượt 13% và 25% dự báo lợi nhuận HĐ tài chính năm 2025 và 2026 sau khi giảm giả định lãi suất tiền gửi xuống 5,9% từ 6,2% trước đó.
- Chúng tôi kỳ vọng Vinabeef, công ty con do Vilico sở hữu 51% cổ phần (VNM sở hữu 68,9% cổ phần của Vilico) sẽ bắt đầu năm ghi nhận doanh thu đầu tiên ở mức 295 tỷ đồng (năm 2025) nhưng lỗ 158 tỷ đồng.
- Chúng tôi dự báo Mộc Châu Milk, công ty con do Vilico sở hữu 59,3% cổ phần, sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận thuần lần lượt ở mức 3.121 tỷ đồng (tăng trưởng 7%) và 263 tỷ đồng (tăng trưởng 19,7%).

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận, VNM

HSC giảm bình quân 7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026

(Tỷ đồng)	Dự báo	Thực tế	Chênh lệch	Tăng trưởng
2024				
Doanh thu thuần	62,365	61,783	-0.9%	2.3%
Lợi nhuận thuần	9,801	9,392	-4.2%	5.8%
(Tỷ đồng)	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	65,494	64,072	-2.2%	3.7%
Lợi nhuận thuần	10,411	9,626	-7.5%	2.5%
2026F				
Doanh thu thuần	68,531	67,380	-1.7%	5.2%
Lợi nhuận thuần	11,059	10,038	-9.2%	4.3%
2027F				
Doanh thu thuần		70,504		4.6%
Lợi nhuận thuần		10,251		2.1%

Nguồn: VNM, HSC ước tính

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

(Tỷ đồng)	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh		
	2024	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024F	2025F	2026F	
Nội địa, loại trừ Vilico	47,882	48,384	50,798	53,110	49,246	51,498	53,867	-1.0%	-3.1%	-3.0%	
Tăng trưởng	0.8%	1.9%	5.0%	4.6%	2.9%	4.6%	4.6%				
Xuất khẩu	5,665	5,795	6,084	6,388	5,948	6,246	6,433	-2.2%	-2.2%	-2.2%	
Tăng trưởng	12.4%	15.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	3.0%				
Các công ty con ở nước ngoài	5,318	5,249	5,557	5,857	5,456	5,794	6,085	1.3%	-1.8%	-1.1%	
Tăng trưởng	12.8%	11.4%	5.9%	5.4%	2.6%	6.2%	5.0%				
Vilico	2,957	2,937	3,054	3,176	3,421	3,841	4,119	0.7%	12.0%	20.9%	
Tăng trưởng	-6.2%	-6.8%	4.0%	4.0%	15.7%	12.3%	7.2%				
Tổng doanh thu thuần	61,783	62,365	65,494	68,531	64,072	67,380	70,504	-0.9%	-2.2%	-1.7%	
Tăng trưởng	2.3%	3.3%	5.0%	4.6%	3.7%	5.2%	4.6%				

Nguồn: VNM, HSC ước tính

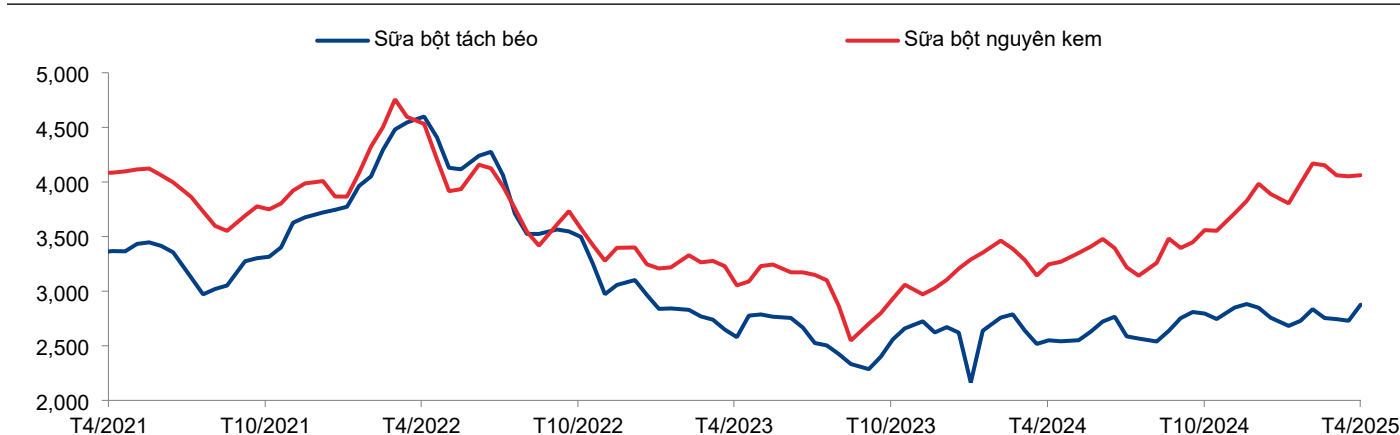
Bảng 6: Dự báo tỷ suất lợi nhuận, VNM

	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh (điểm cơ bản)		
	2024	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024F	2025F	2026F	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	41.4%	41.8%	42.0%	42.3%	41.5%	41.5%	41.3%	(42)	(47)	(82)	
Chi phí BH&QL / Doanh thu	24.6%	24.5%	24.5%	24.6%	24.5%	24.5%	24.4%	3	(1)	(14)	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15.2%	15.7%	15.9%	16.1%	15.0%	14.9%	14.5%	(51)	(87)	(124)	

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 7: Giá bột sữa nguyên liệu nhập khẩu

Giá bột sữa nguyên liệu duy trì xu hướng tăng kể từ tháng 9/2024



Nguồn: Global Dairy Trade

Bảng 8: Dự báo lợi nhuận hoạt động tài chính, VNM

(Tỷ đồng)	Thực tế		Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh		
	2024	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F
Doanh thu HĐ tài chính	1,586	1,506	1,657	1,766	1,516	1,460	1,403	5%	-8%	-17%
Chi phí HĐ tài chính	428	415	420	424	445	451	456	3%	6%	6%
Lợi nhuận HĐ tài chính	1,157	1,091	1,238	1,342	1,071	1,009	947	6%	-13%	-25%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá VNM. Do điều chỉnh tăng 125 điểm cơ bản giả định phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (từ 7,5% trước đó) đối với tất cả các công ty trong danh sách khuyến nghị nhằm phản ánh rủi ro của tác động thuế quan, HSC tăng giả định WACC lên 9,9% (từ 9% trước đó). Dự trên cơ sở WACC cao hơn và dự báo lợi nhuận thấp hơn, chúng tôi giảm 13% giá mục tiêu xuống 67.000đ. Với tiềm năng tăng giá 17,8%, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VNM.

Bảng 9: Giả định WACC, VNM

	Cũ	Mới
Tỷ trọng vốn CSH	95.0%	95.0%
Beta	0.71	0.71
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro	7.5%	8.75%
Chi phí vốn CSH	9.3%	10.2%
Tỷ trọng nợ	5.0%	5.0%
Thuế suất	20.0%	20.0%
Chi phí nợ	4.5%	4.5%
Chi phí nợ sau thuế	3.6%	3.6%
WACC	9.0%	9.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VNM

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	61,783	64,072	67,380	70,504	73,324
Tỷ suất EBIT	16.8%	17.0%	17.0%	16.9%	16.9%
EBIT	10,405	10,872	11,449	11,913	12,389
- Thuế đã điều chỉnh	2,241	2,286	2,386	2,495	2,478
NOPLAT	8,164	8,585	9,063	9,418	9,911
+ Khấu hao	2,095	2,200	2,393	2,503	2,603
- Thay đổi thuần vốn lưu động	182	(1,019)	(1,410)	(1,230)	(1,280)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(1,742)	(3,629)	(2,130)	(2,130)	(2,130)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	8,699	6,138	7,917	8,561	9,105

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Giá trị dài hạn, VNM

	Đơn vị	Giá trị
Dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	9,105
WACC dài hạn		9.9%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Dòng tiền dài hạn $\times (1 + \text{tốc độ tăng trưởng dài hạn}) / (\text{WACC} - \text{tốc độ tăng trưởng dài hạn})$	Tỷ đồng	117,827
Giá trị hiện tại	Tỷ đồng	88,811
EBITDA dài hạn		7.9 lần

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Giá trị DCF, VNM

Tiêu chí	Đơn vị	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	35,995
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	88,811
Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	15,303
Giá trị DCF	Tỷ đồng	140,108
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu cp	2,090
Giá trị DCF của cổ phiếu	Đồng	67,039

Nguồn: HSC ước tính

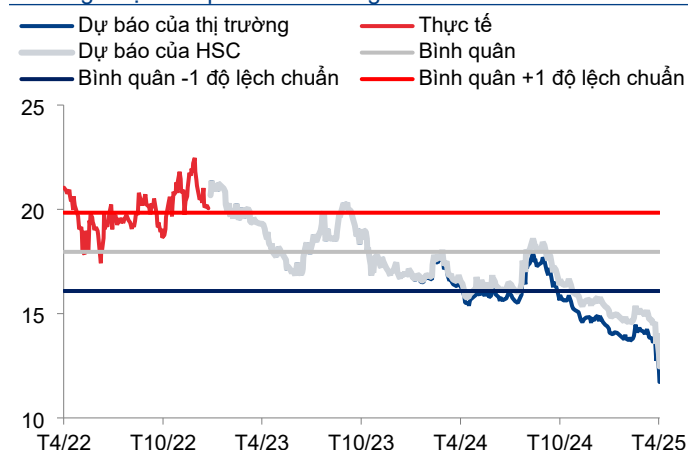
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8,4% trong 1 tháng qua, VNM có định giá rẻ và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,6 lần, thấp hơn 2,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 4/2022 ở mức 18 lần. Trong khi đó, cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 13,8 lần, thấp hơn 11% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 15,4 lần.

Trong tài liệu ĐHCĐ được công bố gần đây, VNM xin ý kiến cổ đông về việc tăng mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt lên 4.350đ/cp từ 3.850đ/cp. Điều này cho thấy VNM có tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức rất cao, ở mức 96,8% trong khi lợi suất cổ tức cũng trở nên hấp dẫn hơn ở mức 7,6%.

Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm từ T4/2022, VNM

VNM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,6 lần, so với giá trị bình quân kể từ tháng 4/2022 là 18 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VNM

Thấp hơn 2,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Định giá các công ty cùng ngành

VNM đang giao dịch với chiết khấu 11% so với các công ty cùng ngành

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2024	P/E 2025	2024 EV/EBITDA	2025 EV/EBITDA	2024 P/B	2025 P/B
Inner Mongolia Yili Industrial	Trung Quốc	25,492	15.7	16.5	11.6	11.5	3.2	3.0
China Mengniu Dairy Ltd	Hồng Kông	9,939	611.2	14.2	15.0	8.9	8.0	1.4
Bright Dairy & Food Co Ltd-A	Trung Quốc	1,612	16.1	13.8	N/A	N/A	N/A	N/A
Dutch Lady Milk Industries Bhd	Malaysia	403	18.5	N/A	11.4	N/A	3.6	N/A
Fraser & Neave Holdings	Malaysia	1,992	15.7	14.7	8.8	8.3	2.3	2.1
Cisarua Mountain Dairy PT TBK	Indonesia	1,981	19.5	17.0	14.2	12.4	4.3	3.9
Yakult Honsha Co. Ltd.	Nhật Bản	7,003	17.6	17.6	9.8	9.6	1.6	1.5
Meiji Holdings Co. Ltd.	Nhật Bản	6,634	18.2	16.1	7.0	6.7	1.2	1.2
Masan Consumer Holdings	Việt Nam	5,228	17.3	17.4	18.0	15.5	8.7	9.4
CTCP Bia – Rượu – NGK Sài Gòn	Việt Nam	2,441	14.9	13.2	12.0	10.3	2.7	2.7
CTCP Đường Quảng Ngãi	Việt Nam	565	6.1	6.0	5.9	5.3	1.4	1.3
Trung vị		2,441	17.3	15.4	11.5	9.6	2.9	2.1
CTCP Sữa Việt Nam	Việt Nam	6,362	14.1	13.8	11.6	10.7	4.3	3.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	60,369	61,783	64,072	67,380	70,504
Lợi nhuận gộp	24,545	25,590	26,587	27,933	29,146
Chi phí BH&QL	(14,774)	(15,186)	(15,715)	(16,483)	(17,234)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	9,771	10,405	10,872	11,449	11,913
Lãi vay thuần	1,186	1,111	1,091	1,032	973
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(80.6)	32.0	32.0	32.0	32.0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	91.9	52.5	(19.3)	(22.6)	(25.6)
LN TT	10,968	11,600	11,975	12,490	12,892
Chi phí thuế TNDN	(1,949)	(2,147)	(2,286)	(2,386)	(2,495)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(146)	(60.6)	(62.6)	(66.5)	(138)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,874	9,392	9,626	10,038	10,259
Lợi nhuận thuần ĐC	8,874	9,392	9,626	10,038	10,259
EBITDA ĐC	12,071	12,500	13,072	13,842	14,415
EPS (đồng)	3,796	4,023	4,124	4,300	4,395
EPS ĐC (đồng)	3,796	4,024	4,125	4,302	4,397
DPS (đồng)	3,850	4,350	4,350	4,350	4,350
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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,912	2,226	1,636	2,764	4,473
Đầu tư ngắn hạn	20,137	23,260	22,260	21,260	20,260
Phải thu khách hàng	4,808	4,793	5,339	5,859	6,409
Hàng tồn kho	6,128	5,687	6,210	7,135	7,916
Các tài sản ngắn hạn khác	1,950	1,588	1,647	1,733	1,816
Tổng tài sản ngắn hạn	35,936	37,554	37,093	38,751	40,874
TSCĐ hữu hình	11,689	11,520	11,176	12,599	12,413
TSCĐ vô hình	1,001	1,030	960	890	820
Bất động sản đầu tư	55.6	53.6	51.2	48.7	46.2
Đầu tư dài hạn	229	751	751	751	751
Đầu tư vào Cty LD,LK	603	622	622	622	622
Tài sản dài hạn khác	3,161	3,518	5,104	3,232	2,860
Tổng tài sản dài hạn	16,737	17,495	18,665	18,144	17,512
Tổng cộng tài sản	52,673	55,049	55,758	56,895	58,387
Nợ ngắn hạn	8,218	9,115	9,115	9,115	9,115
Phải trả người bán	3,806	3,874	3,825	3,830	3,760
Nợ ngắn hạn khác	3,982	4,264	4,393	4,586	4,775
Tổng nợ ngắn hạn	17,139	18,460	18,582	18,716	18,913
Nợ dài hạn	238	158	158	158	158
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	269	256	244	232	220
Nợ dài hạn khác	1.06	0.72	0.72	0.72	0.72
Tổng nợ dài hạn	509	415	403	391	379
Tổng nợ phải trả	17,648	18,875	18,985	19,107	19,292
Vốn chủ sở hữu	31,697	32,279	32,815	33,763	34,932
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,329	3,896	3,958	4,025	4,162
Tổng vốn chủ sở hữu	35,026	36,174	36,773	37,787	39,095
Tổng nợ phải trả và VCSH	52,673	55,049	55,758	56,895	58,387
BVPS (đ)	15,166	15,445	15,704	16,157	16,717
Nợ thuần*/(tiền mặt)	5,544	7,047	7,637	6,510	4,801

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	9,771	10,405	10,872	11,449	11,913
Khấu hao	(2,300)	(2,095)	(2,200)	(2,393)	(2,503)
Lãi vay thuần	1,186	1,111	1,091	1,032	973
Thuế TNDN đã nộp	(1,564)	(2,128)	(2,286)	(2,386)	(2,495)
Thay đổi vốn lưu động	(1,702)	182	(1,019)	(1,410)	(1,230)
Khác	(2,103)	(1,979)	(1,244)	(1,191)	(1,137)
LCT thuần từ HĐKD	7,887	9,686	9,613	9,887	10,526
Đầu tư TS dài hạn	(1,580)	(1,742)	(3,629)	(2,130)	(2,130)
Góp vốn & đầu tư	(2,892)	(3,620)	1,000	1,000	1,000
Thanh lý	115	149	0	0	0
Khác	1,368	1,473	1,516	1,460	1,403
LCT thuần từ HĐĐT	(2,989)	(3,739)	(1,113)	330	273
Cổ tức trả cho CSH	(8,152)	(8,160)	(9,090)	(9,090)	(9,090)
Thu từ phát hành CP	347	722	0	0	0
Tăng/giảm nợ	3,512	796	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(4,293)	(6,641)	(9,090)	(9,090)	(9,090)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,300	2,912	2,226	1,636	2,764
LCT thuần trong kỳ	606	(694)	(590)	1,127	1,709
Ảnh hưởng của tỷ giá	5.98	8.33	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,912	2,226	1,636	2,764	4,473
Dòng tiền tự do	6,308	7,944	5,984	7,757	8,396

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	40.7	41.4	41.5	41.5	41.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.0	20.2	20.4	20.5	20.4
Tỷ suất LNT (%)	14.7	15.2	15.0	14.9	14.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.8	18.5	19.1	19.1	19.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	0.69	2.34	3.71	5.16	4.64
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	1.88	3.55	4.58	5.89	4.14
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	4.20	5.84	2.49	4.28	2.21
Tăng trưởng EPS (%)	4.52	5.98	2.50	4.28	2.21
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	4.52	6.02	2.50	4.28	2.21
Tăng trưởng DPS (%)	0	13.0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	101	108	105	101	99.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.8	29.4	29.6	30.2	29.9
ROACE (%)	28.4	28.9	29.5	30.4	30.7
Vòng quay tài sản (lần)	1.19	1.15	1.16	1.20	1.22
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.81	0.93	0.88	0.86	0.88
Số ngày tồn kho	62.4	57.4	60.5	66.0	69.9
Số ngày phải thu	49.0	48.3	52.0	54.2	56.6
Số ngày phải trả	38.8	39.1	37.2	35.4	33.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	18.0	22.4	23.9	19.5	14.0
Nợ/tài sản (%)	16.4	17.2	17.0	16.4	16.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.71	0.76	0.72	0.68	0.65
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.10	2.03	2.00	2.07	2.16
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.06	2.04	1.97	1.86	1.75
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.3	10.1	9.68	9.06	8.58
P/E (lần)	15.0	14.1	13.8	13.2	12.9
P/E ĐC (lần)	15.0	14.1	13.8	13.2	12.9
P/B (lần)	3.75	3.68	3.62	3.52	3.40
Lợi suất cổ tức (%)	6.77	7.64	7.64	7.64	7.64

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