

## CTCP SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)

### Thuyền to nỗ lực vượt sóng lớn

Chúng tôi nhận thấy VNM đã chứng lại nhịp tăng trưởng KQKD từ sau Covid-19 khi thị phần sụt giảm trong bức tranh âm ảm đạm của thị trường sữa nội địa. Các nỗ lực thay đổi dải sản phẩm & tăng chi chiết khấu, hy sinh biên lợi nhuận chưa đem lại hiệu quả lớn.

- **Doanh thu chưa thể quay trở lại giai đoạn tăng trưởng:**
  - Thị trường chính (sữa nội địa) đã bước vào giai đoạn bão hòa với mức tăng trưởng doanh số hàng năm từ 1-3% (sản lượng khó nở thêm do tỷ lệ sinh giảm mạnh, chi tiêu sữa đạt giới hạn, mức tăng trưởng chung chủ yếu từ giá cả, theo xu hướng cao cấp hóa tiêu dùng đảm bảo sức khỏe hơn).
  - Thị phần của Vinamilk đã đạt mức giới hạn (~40% tại nội địa) và đang trong xu hướng giảm do cạnh tranh gay gắt với các hãng sữa nội địa thích ứng nhanh với xu thế tiêu dùng sữa mới và sự thâm nhập mạnh mẽ từ hãng sữa lâu đời quốc tế.
  - VNM đã nỗ lực giảm sự phụ thuộc vào thị trường nội địa bằng cách đẩy mạnh kinh doanh sữa sang các quốc gia đang phát triển có xu hướng tiêu dùng tương tự Việt Nam, ít cạnh tranh từ hãng sữa lớn quốc tế, hay triển khai mảng mới như Vinabeef nhưng vẫn chưa tạo ra đóng góp đáng kể lên KQKD.
- **Thu hẹp biên lợi nhuận ròng (hiện ở mức cao sv trung bình ngành)**
  - Xu hướng tăng giá bột sữa nguyên liệu cộng hưởng việc chuyển đổi dải sản phẩm sang thuần sữa tươi hơn (vốn có biên thấp hơn bột sữa) gây suy giảm biên lợi nhuận gộp.
  - Tăng chi phí chiết khấu nhằm củng cố năng lực cạnh tranh kênh phân phối theo xu hướng chung của ngành thực phẩm & đồ uống.

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2025 đi ngang so với cùng kỳ, với LNST Cty Mẹ là 9.297 tỷ đồng. EPS tương ứng là 4.448 đồng. Trong dài hạn, LNST sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) giai đoạn 2025-29 là 0,3%, hay 9.516 tỷ đồng vào năm 2029.

Sử dụng kết hợp phương pháp DCF và P/E với tỷ trọng 40:60, giá trị hợp lý cho một năm tới của VNM ở mức **69.500 VNĐ/cổ phiếu**. Dựa trên giá đóng cửa ngày 4/3/2025, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho VNM.

### Rủi ro của khuyến nghị:

- **Rủi ro tăng giá của cổ phiếu VNM có thể đến từ (1) KQKD dài hạn của Vinamilk tăng trưởng tích cực hơn hơn dự phóng của chúng tôi trong trường hợp Công ty khôi phục thị phần sữa nhanh chóng và biên lợi nhuận gộp cải thiện nếu giá nguyên liệu đầu vào (sữa bột) đảo chiều giảm bền vững, và (2) TTCK Việt Nam được nâng hạng và thu hút dòng tiền lớn từ NĐT nước ngoài có thể là yếu tố giúp cổ phiếu của doanh nghiệp đầu ngành như Vinamilk được trả mức P/E cao hơn P/E bình quân thị trường.**
- **HĐKD thịt bò Vinabeef, các dự án thiên đường sữa Mộc Châu, nhà máy sữa Hưng Yên chưa được đưa vào định giá do triển vọng chưa rõ ràng, chưa thể lượng hoá một cách khách quan.**

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	59.956	60.369	61.783	64.121	66.402	68.341
Tăng trưởng (%)	-1,6%	0,7%	2,3%	3,8%	3,6%	2,9%
EBITDA	11.453	11.731	12.421	12.249	12.526	12.565
LNST	8.516	8.874	9.392	9.297	9.418	9.449
Tăng trưởng (%)	-19,1%	4,2%	5,8%	-1,0%	1,3%	0,3%
Biên ròng (%)	14,2%	14,7%	15,2%	14,5%	14,2%	13,8%
ROA (%)	17,6%	16,8%	17,1%	16,1%	16,2%	16,3%
ROE (%)	28,5%	28,0%	29,1%	28,1%	27,9%	27,4%
EPS cơ bản (VND)	4.075	4.246	4.494	4.448	4.506	4.521
GTSS (VND)	14.282	15.166	15.445	15.803	16.165	16.529
Cổ tức tiền mặt (VND)	5.250	2.950	3.850	4.090	4.150	4.160
P/E (x)	18,7	15,9	14,1	15,0	14,8	14,8
P/BV (x)	5,3	4,5	4,1	4,2	4,1	4,0

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 04/03/2025.

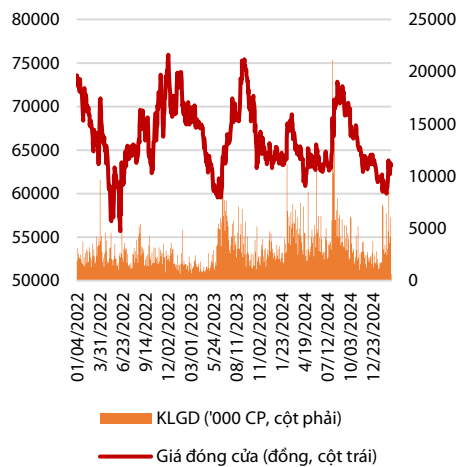
## TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	63.500
Giá mục tiêu (VND)	69.500

Cổ tức tiền dự kiến 12 tháng tới (VND) 4.090

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm & Đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	131.458
SLCPDLH (triệu cp)	2.089,96
Beta	0,71
Free Float (%)	40,0
Giá cao nhất 52 tuần	76.000
Giá thấp nhất 52 tuần	60.000
KLGD bình quân 20 phiên	4.288,4



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
VNM	0,9	-7,0	-8,3
VN30 Index	5,9	8,2	35,4
VN-Index	5,7	4,1	28,1

### Cổ đông lớn (%)

Tổng Công ty Đầu tư & kinh doanh vốn Nhà nước	36,00
F&N Dairy Investment PTE LTD	17,69
Platinum Victory PTE LTD	10,62
Bà Mai Kiều Liên - TVHQDT	0,31
Khác	35,38
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	49,48

### Hưng Nguyễn

(084) 028 - 6299 2006 - Ext 1526

[hung.nb@vdsc.com.vn](mailto:hung.nb@vdsc.com.vn)

## ĐỊNH GIÁ

### ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	9,8%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	116.970
Chi phí vốn chủ sở hữu	11,1%	+ Tiền mặt & Vốn chủ sở hữu tại ngày định giá	25.486
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	- Nợ	9.273
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	11,3%	Giá trị vốn chủ sở hữu	133.183
Beta	0,7	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	2.089,96
Exit EV/EBITDA	10,5x	Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (VND)	63.725

**Bảng 1: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của VNM trên mỗi Cổ phiếu (VND)**

WACC	Exit EV/EBITDA							
		7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	12,5	13,5
	6,8%	58.852	62.819	66.786	70.753	74.720	78.687	82.654
7,8%	56.927	60.714	64.500	68.287	72.073	75.860	79.646	
8,8%	55.100	58.716	62.331	65.947	69.562	73.178	76.793	
9,8%	53.364	56.818	60.271	<b>63.725</b>	67.179	70.633	74.087	
10,8%	51.713	55.014	58.314	61.615	64.916	68.217	71.517	
11,8%	50.143	53.299	56.454	59.610	62.766	65.921	69.077	
12,8%	48.649	51.667	54.685	57.703	60.722	63.740	66.758	
13,8%	47.226	50.114	53.002	55.890	58.777	61.665	64.553	
14,8%	45.870	48.635	51.399	54.163	56.927	59.692	62.456	

### ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Chúng tôi cũng thực hiện định giá bằng phương pháp so sánh (PE) tham khảo cho VNM. Mô tả chi tiết phương pháp định giá so sánh như sau:

Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần 2023	EBITDA 2023	Biên gộp	Biên ròng	P/E 2023	EV/EBITDA 2023
Inner Mongolian Yili Group (Trung Quốc)	23.981	17.819	2.232	32,8	8,3	15,6	12,1
China Mengniu dairy (Trung Quốc)	10.581	13.927	1.340	37,2	4,9	15,0	10,3
Morinaga Milk Industry (Nhật Bản)	2.036	3.888	364	31,7	2,4	14,5	8,4
Yakult Honsha (Nhật Bản)	9.472	3.671	605	58,0	8,6	26,3	15,4
Fraser & Neave Holdings Bhd (Malaysia)	3.124	984	151	31,1	10,1	27,8	19,8
Vinamilk (Việt Nam)	5.821	2.533	507	40,7	14,7	17,6	10,8
<b>Trung vị 5 năm của nhà sản xuất sữa châu Á (2018-23)</b>						<b>21,7</b>	<b>15,8</b>

Việc VNM nằm trong rổ VN30, do đó mức PE 14-15x ngang với trung bình VNIndex như hiện nay, được xem là phù hợp bối cảnh khó tăng trưởng và tỷ suất cổ tức (5,5-6,0%/năm).

Tuy nhiên, **chúng tôi nhấn mạnh về kịch bản nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2025, VNM có thể là cổ phiếu được tăng tỷ trọng nắm giữ bởi các quỹ ngoại** nhờ vị thế là doanh nghiệp lớn đầu ngành của nhóm hàng tiêu dùng và thanh khoản cao. **Hệ số PE của VNM có thể được đánh giá lại cao hơn** mức 14-15x khoảng 10-15%, **tương đương mức PE mới 16,0-17,0x**, phù hợp với các công ty sữa ở những thị trường tương đương. ([Phụ lục 2](#))

Nhà đầu tư có thể tham khảo bảng độ nhạy định giá VNM và chỉ số PE dưới đây, tùy vào khẩu vị rủi ro mà lựa chọn định giá hợp lý cho VNM.

**Bảng 2: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của VNM trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)**

EPS (VNĐ)	P/E									
		10,5	11,5	12,5	13,5	14,5	15,5	16,5	17,5	18,5
	2025	4.448	46.706	51.154	55.602	60.051	64.499	68.947	<b>73.395</b>	77.843
2026	4.506	47.315	51.821	56.327	60.833	65.339	69.845	74.352	78.858	83.364

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn (phản ánh tiềm năng nội tại của VNM) và PE trong ngắn hạn (phản ánh câu chuyện nâng hạng thị trường) với tỷ trọng 40:60, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của VNM ở mức 69.500 đồng/cổ phiếu.** Dựa trên giá đóng cửa vào ngày 04/03/2025, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu VNM.

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
DCF (5 năm, WACC: 9,8%, EVEBITDA: 10,5x)	40%	<b>63.700</b>
PE (16,0x, EPS 2025F)	60%	<b>73.400</b>
<b>Tổng VNM</b>	<b>100%</b>	<b>69.500</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Sau đây, chúng tôi trình bày các khía cạnh của cổ phiếu VNM, hỗ trợ cho phần định giá bên trên của chúng tôi theo các phần sau:

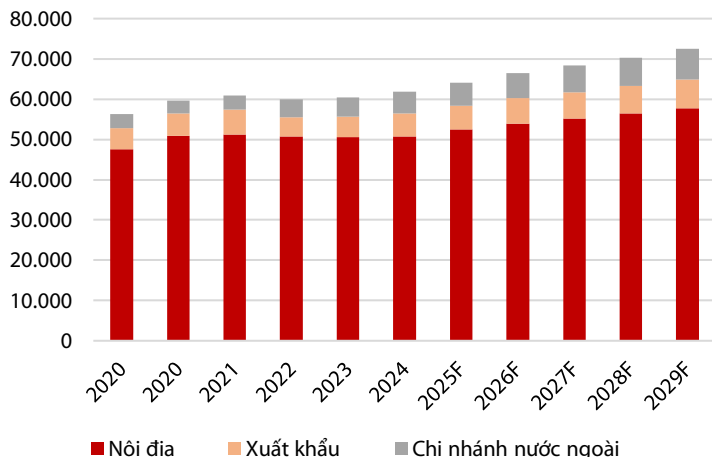
#### MỤC LỤC

<b>A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH &amp; DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29</b>	<a href="#">Tham khảo trang 4</a>
<b>B. PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP</b>	<a href="#">Tham khảo trang 10</a>
<b>1. Tổng quan doanh nghiệp</b>	<a href="#">Tham khảo trang 10</a>
<b>2. Hoạt động kinh doanh cốt lõi</b>	<a href="#">Tham khảo trang 11</a>
<b>3. Chuỗi giá trị doanh nghiệp</b>	<a href="#">Tham khảo trang 12</a>
a. Đầu vào	<a href="#">Tham khảo trang 12</a>
b. Sản xuất	<a href="#">Tham khảo trang 16</a>
c. Đầu ra	<a href="#">Tham khảo trang 17</a>
<b>PHỤ LỤC – CÁC CÔNG TY SẢN XUẤT SỮA TƯƠNG ĐỒNG</b>	<a href="#">Tham khảo trang 27</a>

**PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29**

**Doanh thu:** Khó mở rộng do vẫn phụ thuộc lớn vào thị trường sữa nội địa, vốn đã bão hòa cả về quy mô ngành và thị phần của VNM.

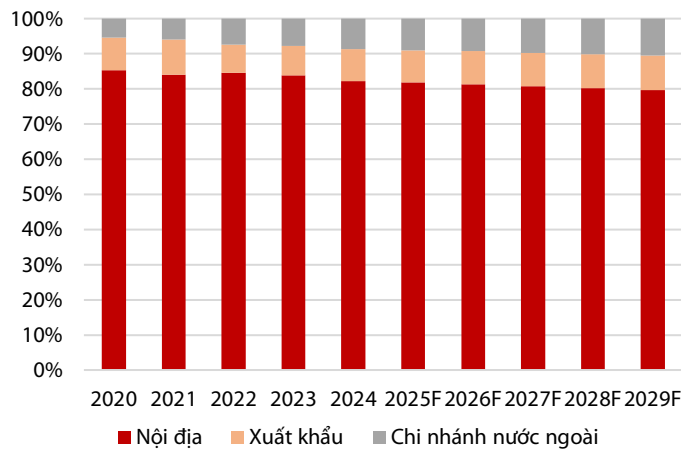
**Hình 1: Doanh thu thuần của VNM (Tỷ đồng)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa những dữ liệu này bằng cách sử dụng hình thức bảng. Xem thêm thông tin trong Phụ lục 3. [\(Xem trang 30\)](#)

**Hình 2: Đóng góp doanh thu của VNM theo phân khúc (%)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Về dự báo doanh thu bán hàng trong giai đoạn 2025-29, chúng tôi đưa ra các giả định như sau:

**Nội địa:** Trong giai đoạn 2010-17, nhờ lợi thế trong quy mô sản xuất, kênh phân phối và nhận diện thương hiệu tốt khi là một doanh nghiệp có yếu tố Nhà nước, VNM mở rộng thị phần mạnh mẽ trong một miếng bánh sữa to ra nhanh chóng. Tốc độ tăng trưởng kép (CAGR 2010 – 17) của doanh thu đạt 17,5%/năm [\(Xem trang 19\)](#). Tuy nhiên, ở giai đoạn 2017-24 khi thị trường sữa đã bước vào giai đoạn bão hòa và VNM đã ở vị trí “giới hạn mở rộng thị phần” cũng như chịu sự cạnh tranh lớn từ các hãng sữa trong ngoài nước (có sự chuyển đổi nhanh chóng bắt kịp xu hướng tiêu dùng mới hơn), CAGR doanh thu của VNM sụt giảm còn 2,2%/năm thấp hơn trung bình ngành [\(Xem trang 19\)](#). Chúng tôi dự phóng xu hướng này sẽ tiếp tục diễn ra trong dài hạn với đóng góp của nội địa trong tổng doanh thu của VNM sẽ giảm dần xuống 79,7% vào năm 2029 từ mức 82,2% trong năm 2024. Tuy nhiên, mức CAGR 2024-29 doanh thu của mảng nội địa dự phóng đạt 2,6%/năm, cao hơn trung bình 5 năm trước do VNM đang nỗ lực thực hiện chiến lược duy trì thị phần mãnh liệt hơn quá khứ. [\(Xem trang 23\)](#)

**Nước ngoài:** Sau khi vị thế VNM đạt mức cao trong nội địa (~40%), VNM thực hiện đa dạng hóa thị trường kinh doanh từ năm 2010 với việc xuất khẩu/mở chi nhánh tại các quốc gia đang phát triển có thói quen tiêu dùng sữa tương tự Việt Nam (Iraq, Campuchia), vốn chưa có sự xuất hiện của các ông lớn quốc tế khác. Nhờ vậy, CAGR doanh thu nước ngoài trong giai đoạn 2012-17 đạt 13,2%/năm [\(Xem trang 22\)](#). Ở giai đoạn 2017-24 khi các đối thủ đa quốc gia như Nestle, Abbott, Danone, Fonterra “đánh hơi” được các thị trường này (tín hiệu từ tốc độ chi tiêu sữa tăng nhanh tại những nơi này), VNM không còn duy trì tỷ lệ CAGR doanh thu cao như quá khứ, sụt giảm còn 5,4%/năm. Các hoạt động khai phá các thị trường khác như Mỹ, Philippines, Úc, Nhật... trong thời gian này cũng chưa hiệu quả do rào cản cạnh tranh cao sẵn có tại các quốc gia phát triển này. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ đẩy mạnh hoạt động nước ngoài hơn trong thời gian tới với tăng cường xuất khẩu sữa bột, sữa đặc sang Trung Đông, châu Phi (để thâm nhập hơn) và đa dạng chuỗi cung ứng từ B2B sang B2C tại chi nhánh Driftwood Mỹ ở thời gian tới. Do đó, chúng tôi dự phóng đóng góp của mảng nước ngoài sẽ tăng lên 20,3% vào năm 2029 từ mức 17,8% trong năm 2024. CAGR 2024-29 doanh thu nước ngoài ước đạt 6,0%/năm.

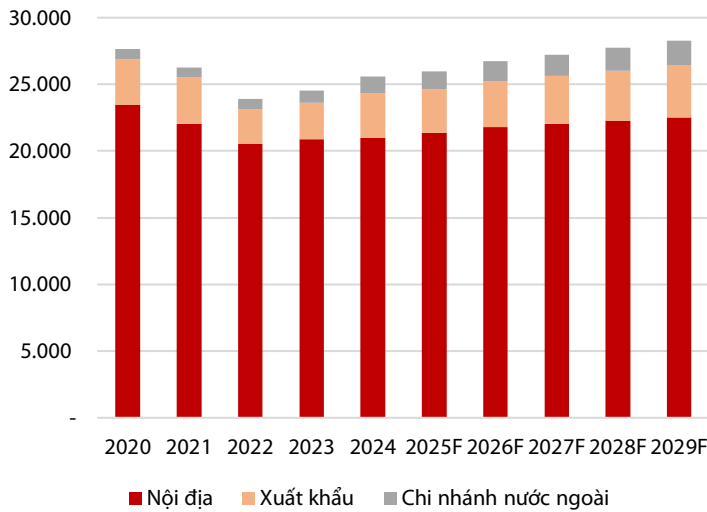
**Mảng thịt bò Vinabeef:** Vì chỉ vừa đi vào khai thác ở Q4-2024 và chưa nhiều dữ liệu đánh giá nên không ảnh hưởng nhiều đến tăng trưởng doanh thu và định giá của VNM. Chúng tôi dự phóng doanh thu không đổi cho giai đoạn 2025-29 ở mức 250-510 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ khai thác công suất thiết kế (100 nghìn tấn/năm) vào khoảng 10-20%.

**Cơ cấu chi phí:** Xu hướng thu hẹp biên lợi nhuận trong trung hạn do xu hướng tăng của giá nguyên vật liệu và chi chiết khấu nhằm giữ thị phần, đồng thời chuyển đổi dài sản phẩm phù hợp xu hướng tiêu dùng hơn (vốn có biên thấp hơn). Theo đó, chúng tôi cho rằng VNM sẽ ghi nhận mức biên lợi nhuận ròng 13-15% trong 5 năm tới.

**Biên lợi nhuận gộp**

Chúng tôi nhận thấy xu hướng tăng giá bột sữa nguyên liệu trong trung hạn do tình trạng hụt cung đi kèm Trung Quốc (tiêu thụ bột sữa số 1 thế giới) quay trở lại nhập khẩu từ H2-2024 (Xem trang 16). Cộng hưởng cùng câu chuyện chuyển đổi dài sản phẩm sang sử dụng nhiều sữa bò tươi hơn (vốn biên lợi nhuận thấp hơn) (Xem trang 15), chúng tôi dự phóng biên LN gộp sẽ giảm dần trong dài hạn từ 41,4% năm 2023 về mức 39,0% năm 2029 (vẫn cao hơn trung bình ngành 35,0%). (Phụ lục 1)

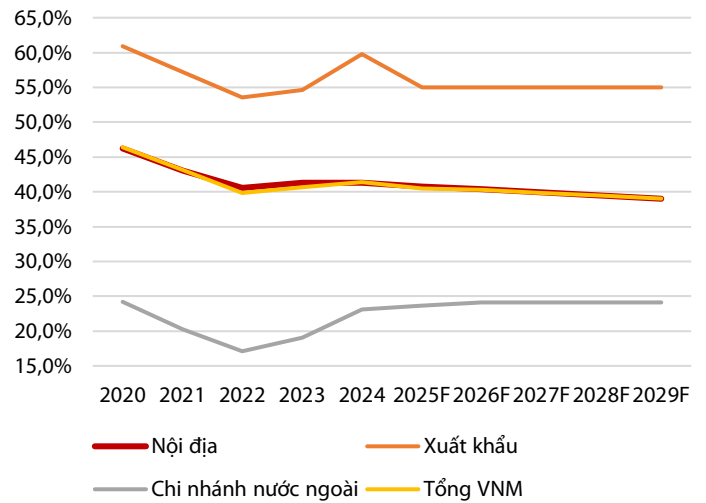
**Hình 3: Lợi nhuận gộp của VNM (Tỷ đồng)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 3. (Xem trang 30)

**Hình 4: Biên lợi nhuận gộp của VNM (%)**



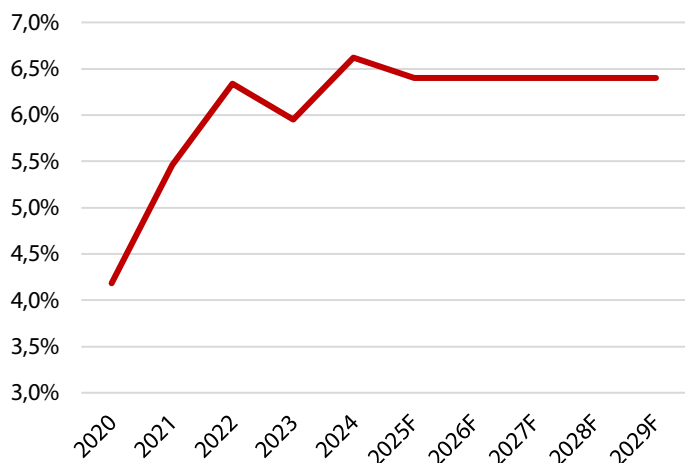
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp**

Tỷ lệ CPBH&QLDN/doanh thu thuần giảm ở giai đoạn hậu Covid (2021-24) khi VNM lựa chọn cách tiếp cận quảng cáo kênh trọng tâm hơn (dự án ROI cao) giúp tiết giảm chi phí marketing/Doanh thu thuần từ 4,0% về 1,8% năm 2024. Tuy nhiên hai năm gần đây, VNM có xu hướng tăng chi chiết khấu (14,5% năm 2022 lên 15,1% năm 2024) nhằm giữ thị phần cao trong bối cảnh cạnh tranh ngọt ngào hơn (Xem trang 25). Với việc chi phí marketing khó tiết giảm thêm trong khi xu hướng chi chiết khấu là tất yếu trong ngành thực phẩm & đồ uống, tỷ lệ CPBH/Doanh thu thuần của VNM sẽ tăng lên (Phụ lục 1). Theo đó, chúng tôi dự phóng tỷ lệ này sẽ gia tăng trung bình 0,1%/năm và đạt 25,0% ở năm 2029 từ mức 24,6% ở năm 2024 (vẫn thấp hơn mức trung bình ngành 28,7%).

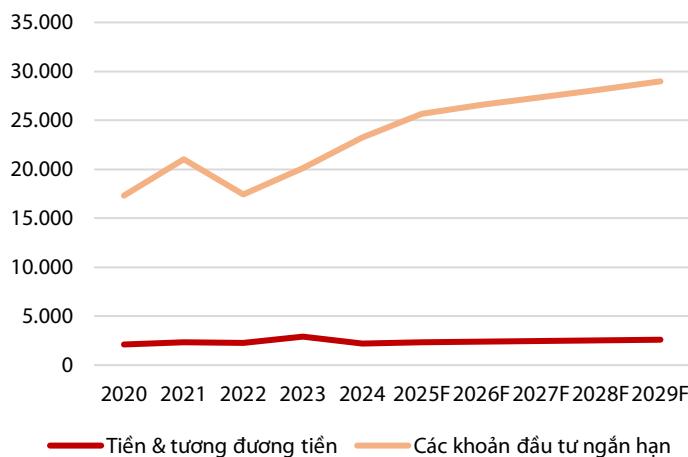
**Hoạt động đầu tư của VNM:** Chúng tôi lưu ý về một trong những đóng góp đáng kể vào LNST của VNM là thu nhập tài chính. Chúng tôi cho rằng VNM đang gia tăng các khoản đầu tư ngắn hạn bao gồm tiền gửi có kỳ hạn, trái phiếu & các khoản khác với lãi suất tốt dựa trên dòng tiền đều tạo ra qua các năm. Hoạt động này sẽ đem lại lợi nhuận ~1.600-1.800 tỷ đồng/năm cho VNM trong giai đoạn 2025-29.

**Hình 5: Mô tả lợi suất đầu tư của VNM (%)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

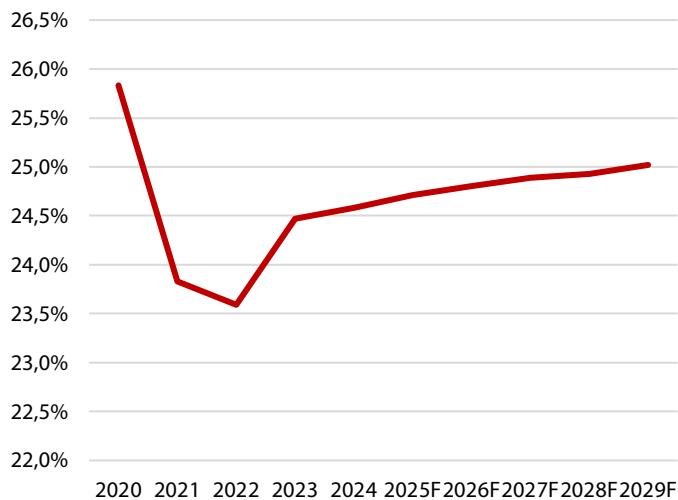
**Hình 6: Mô tả diễn biến hoạt động kinh doanh vốn của VNM (tỷ đồng)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Biên lợi nhuận ròng:** Chỉ số này giảm từ 20% về 15% trong giai đoạn 2014-24, nhưng vẫn cao hơn mức tiêu chuẩn ngành 6,6% nhờ lợi thế quy mô lớn, đặc thù kinh doanh khác biệt và hoạt động kinh doanh nguồn vốn đã đề cập. Như xu hướng về biên lợi nhuận gộp và chi chiết khấu đã phân tích trên, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận ròng tổng thể của VNM sẽ giảm dần về mức ~13,0-14,5% cho giai đoạn 2025-29.

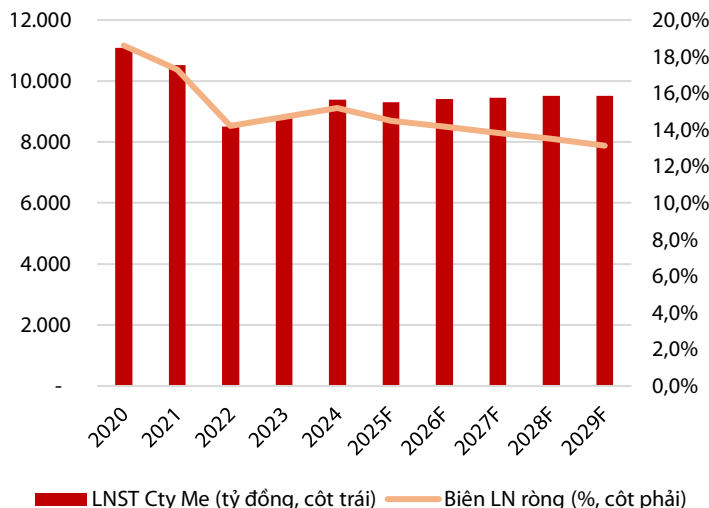
**Hình 7: Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của VNM (%)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 3. ([Xem trang 30](#)) ([Xem trang 31](#))

**Hình 8: Thu nhập ròng & biên ròng của VNM**



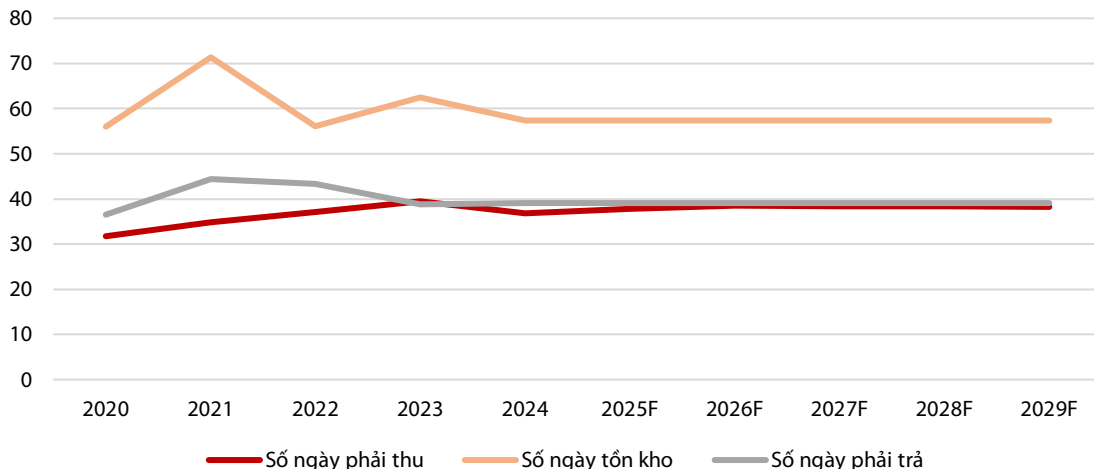
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Điểm nổi bật về tài sản**

**Vốn lưu động:** Với mô hình kinh doanh sản xuất đã đi vào ổn định trong nhiều năm, VNM đã quản trị các chỉ số vốn lưu động gần như không đổi trong 15 năm trở lại đây. Do đó, chúng tôi giữ nguyên các chỉ số này cho dự phóng trong giai đoạn 2025-29.

So sánh với trung bình ngành, chúng tôi nhận thấy sự khác biệt ở số ngày phải thu, đạt 28 ngày nhưng trong xu hướng cạnh tranh lớn trong ngành, việc tăng nhận diện ở kênh GT, MT khiến VNM phải hỗ trợ chính sách tốt cho đại lý, qua đó triển vọng thu hẹp số ngày phải thu là khó. Do đó, trong giai đoạn 2025-29, chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ giữ số ngày phải thu, tồn kho và phải trả lần lượt là 38, 57, 39 ngày.

**Hình 9: Dự phóng chỉ số hoạt động của VNM (ngày)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt ước tính

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 3. (Xem trang 31)

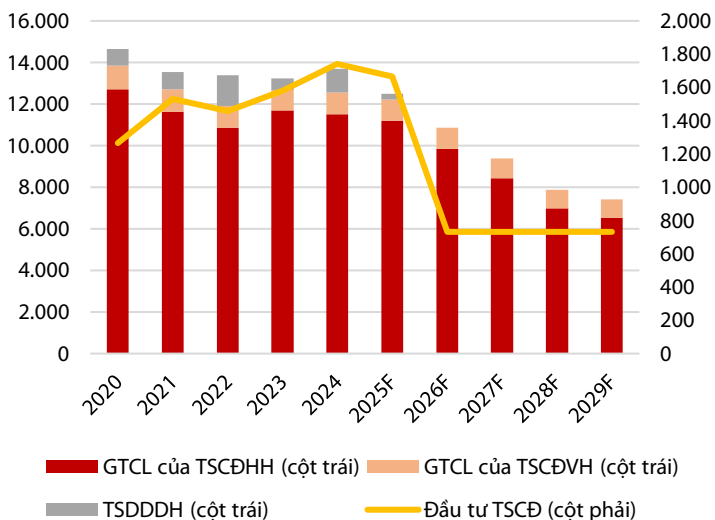
**Đầu tư TSCĐ:** Với mô hình sản xuất sữa, chi phí bảo trì, thay mới định kỳ máy móc là khoản chi thường xuyên bên cạnh các dự án mở rộng nhà máy, trang trại. Chúng tôi kỳ vọng giá trị tài sản cố định ròng của VNM sẽ còn 8.000 tỷ đồng ở cuối T12-2029 từ 13.000 tỷ đồng cuối T12-2024.

Chúng tôi ước tính tổng mức đầu tư toàn dự án Vinabeef là 3.000 tỷ, trong đó 952 tỷ đồng còn lại sẽ phân bổ trong giai đoạn 2025-27. Trong đó, dự án nhà máy sữa Hưng Yên và thiên đường sữa Mộc Châu vẫn gặp khó khăn để triển khai về giấy tờ đất đai cùng bài toán mở rộng công suất trong bối cảnh ngành âm ậm. Do vậy, chúng tôi chưa phản ánh việc đầu tư hai dự án này vào dự phóng.

Ngoài ra, Công ty sẽ tái đầu tư 700 tỷ đồng mỗi năm nhằm thay mới/bảo trì máy móc nhằm duy trì tăng trưởng doanh thu ổn định trong giai đoạn 2025-29.

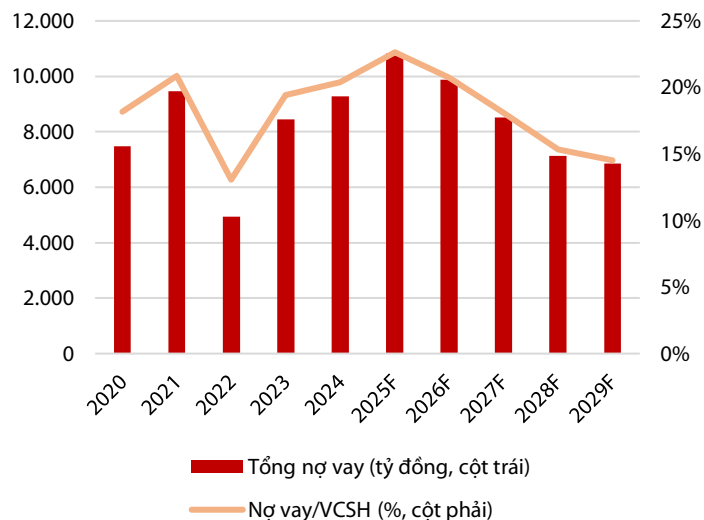
**Nợ vay:** Chúng tôi cho rằng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt ổn định kết hợp với nhu cầu vốn đầu tư TSCĐ giảm sẽ giúp giảm số nợ và tiết kiệm chi phí lãi vay trong giai đoạn 2025-29. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí lãi vay/doanh thu thuần sẽ ở mức 0,4-0,5% trong giai đoạn 2025-29.

**Hình 10: TSCĐ của VNM**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt ước tính

**Hình 11: Tổng nợ vay của VNM**

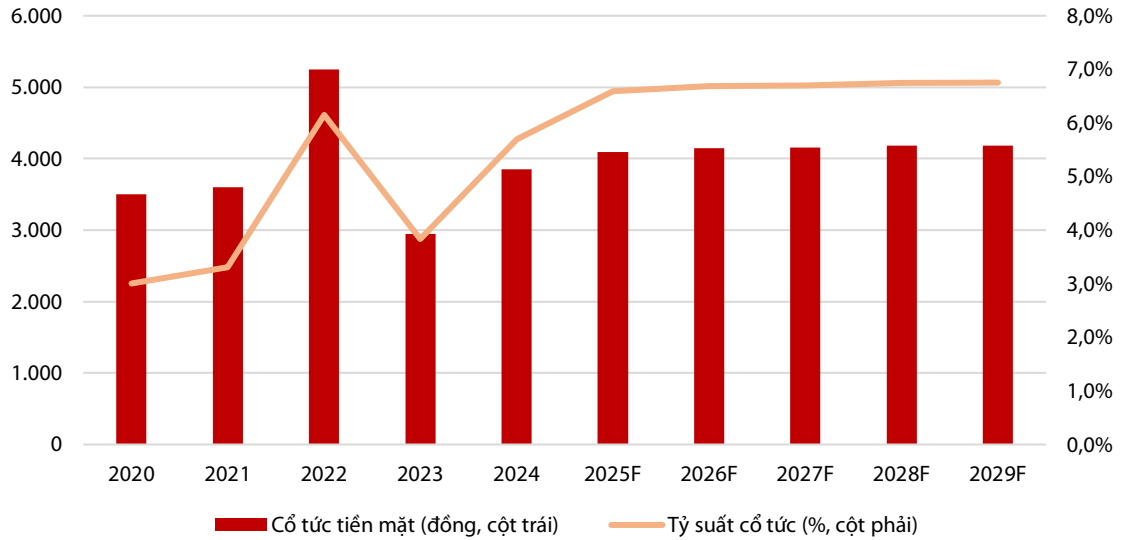


Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt ước tính



**Chính sách cổ tức tiền mặt:** VNM thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt hàng năm (3.800-4.000 đồng/cổ phiếu), tương đương với tỷ suất cổ tức từ 6,1%-6,5%/năm, cao hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng trung bình (3-5%/năm). Chúng tôi cho rằng VNM tiếp tục duy trì việc trả 90-95% lợi nhuận sau thuế mỗi năm cho hoạt động chia cổ tức tiền mặt, dẫn đến VNM phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức dài hạn trong bối cảnh lợi nhuận duy trì đi ngang.

**Hình 12: Cổ tức tiền mặt của VNM (VND)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 3. [\(Xem trang 31\)](#)



**Bảng 3: Bảng cân đối kế toán hàng năm của VNM**

<b>BÁO CÁO THU NHẬP</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>	<b>2029F</b>
Doanh thu	60.919	59.956	60.369	61.783	64.121	66.402	68.341	70.349	72.453
Giá vốn hàng bán	34.641	36.059	35.824	36.192	38.151	39.656	41.107	42.609	44.181
<b>Lãi gộp</b>	<b>26.278</b>	<b>23.897</b>	<b>24.545</b>	<b>25.590</b>	<b>25.970</b>	<b>26.747</b>	<b>27.234</b>	<b>27.740</b>	<b>28.272</b>
Chi phí bán hàng và QLDN	14.518	14.144	14.774	15.186	15.847	16.469	17.011	17.536	18.125
Chi phí hoạt động khác	114	451	149	149	149	149	149	149	149
<b>EBITDA</b>	<b>13.821</b>	<b>11.453</b>	<b>11.731</b>	<b>12.421</b>	<b>12.249</b>	<b>12.526</b>	<b>12.565</b>	<b>12.593</b>	<b>11.505</b>
<b>EBIT</b>	<b>11.647</b>	<b>9.302</b>	<b>9.622</b>	<b>10.256</b>	<b>9.974</b>	<b>10.129</b>	<b>10.074</b>	<b>10.055</b>	<b>9.998</b>
Chi phí không thuộc HĐKD	228	285	289	225	225	225	225	225	225
Lãi/lỗ thanh lý TSCĐ	423	289	353	231	231	231	231	231	231
Doanh thu tài chính	1.215	1.380	1.716	1.586	1.795	1.860	1.916	1.974	2.035
Chi phí tài chính	89	166	354	279	325	396	359	323	319
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>12.967</b>	<b>10.520</b>	<b>11.049</b>	<b>11.568</b>	<b>11.450</b>	<b>11.599</b>	<b>11.637</b>	<b>11.712</b>	<b>11.720</b>
Chi phí thuế TNDN	2.290	1.918	1.949	2.147	2.125	2.153	2.160	2.174	2.175
<b>Lãi lỗ từ cty DLK</b>	<b>(45)</b>	<b>(24)</b>	<b>(81)</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	100	62	146	61	61	61	61	61	61
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>10.532</b>	<b>8.516</b>	<b>8.874</b>	<b>9.392</b>	<b>9.297</b>	<b>9.418</b>	<b>9.449</b>	<b>9.510</b>	<b>9.516</b>

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Bảng 4: Bảng cân đối kế toán hàng năm của VNM**

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>	<b>2029F</b>
<b>TÀI SẢN</b>									
Tiền cho HĐKD	2.349	2.300	2.912	2.226	2.310	2.392	2.462	2.535	2.610
Đầu tư tài chính ngắn hạn	21.026	17.414	20.137	23.260	25.649	26.561	27.336	28.140	28.981
Khoản phải thu ngắn hạn	5.822	6.100	6.530	6.234	6.635	7.021	7.199	7.385	7.579
Hàng tồn kho	6.773	5.538	6.128	5.687	5.995	6.231	6.459	6.695	6.942
Tài sản ngắn hạn khác	141	208	229	147	282	292	301	310	319
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>36.110</b>	<b>31.560</b>	<b>35.936</b>	<b>37.554</b>	<b>40.870</b>	<b>42.497</b>	<b>43.758</b>	<b>45.064</b>	<b>46.431</b>
TSCĐ hữu hình	12.810	12.723	12.681	13.114	12.768	11.366	9.871	8.328	7.816
Đầu tư dài hạn	744	743	831	1.373	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300
TSCĐ vô hình	1.087	1.043	1.001	1.030	964	914	865	830	801
TS dài hạn khác	2.582	2.414	2.224	1.978	1.924	1.992	2.050	2.110	2.174
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>17.222</b>	<b>16.922</b>	<b>16.737</b>	<b>17.495</b>	<b>16.956</b>	<b>15.572</b>	<b>14.085</b>	<b>12.568</b>	<b>12.091</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>53.332</b>	<b>48.483</b>	<b>52.673</b>	<b>55.049</b>	<b>57.826</b>	<b>58.070</b>	<b>57.843</b>	<b>57.632</b>	<b>58.522</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>									
Vay nợ ngắn hạn	9.382	4.867	8.218	9.115	10.667	9.729	8.354	6.979	6.688
Phải trả người bán	4.214	4.284	3.806	3.874	4.084	4.245	4.400	4.561	4.729
Các khoản phải trả khác	3.472	6.157	5.115	5.470	5.677	5.879	6.051	6.229	6.415
<b>Phải trả ngắn hạn</b>	<b>17.068</b>	<b>15.308</b>	<b>17.139</b>	<b>18.460</b>	<b>20.428</b>	<b>19.853</b>	<b>18.805</b>	<b>17.768</b>	<b>17.832</b>
Vay nợ dài hạn	76	66	238	158	158	158	158	158	158
Phải trả dài hạn khác	338	292	270	257	257	257	257	257	257
<b>Phải trả dài hạn</b>	<b>414</b>	<b>358</b>	<b>509</b>	<b>415</b>	<b>415</b>	<b>415</b>	<b>415</b>	<b>415</b>	<b>415</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>17.482</b>	<b>15.666</b>	<b>17.648</b>	<b>18.875</b>	<b>20.843</b>	<b>20.268</b>	<b>19.220</b>	<b>18.183</b>	<b>18.247</b>
<b>LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ</b>									
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.767	2.967	3.329	3.896	3.956	4.017	4.077	4.138	4.198
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>									
Vốn điều lệ	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900
LNST chưa phân phối	7.594	3.353	3.926	3.471	4.219	4.977	5.738	6.503	7.269
Các nguồn quỹ khác	4.589	5.596	6.871	7.908	7.908	7.908	7.908	7.908	7.908
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>33.083</b>	<b>29.849</b>	<b>31.697</b>	<b>32.279</b>	<b>33.027</b>	<b>33.785</b>	<b>34.545</b>	<b>35.311</b>	<b>36.077</b>
<b>Tổng Nguồn vốn</b>	<b>53.332</b>	<b>48.483</b>	<b>52.673</b>	<b>55.049</b>	<b>57.826</b>	<b>58.070</b>	<b>57.843</b>	<b>57.632</b>	<b>58.522</b>

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

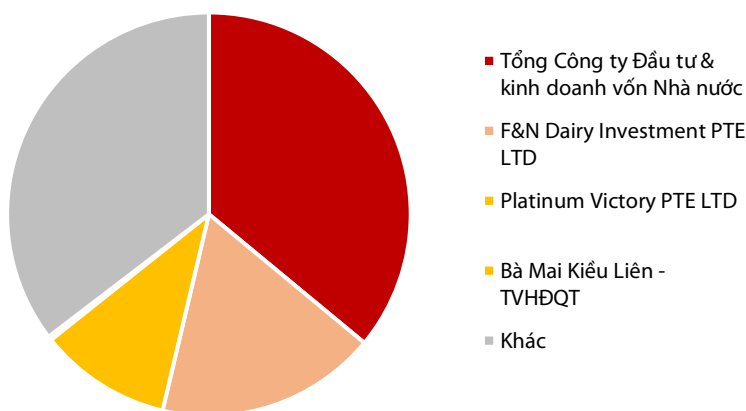
## PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

### Tổng quan công ty

**Công ty Cổ phần sữa Việt Nam (VNM)**, tiền thân là Công ty Sữa – Cà phê miền Nam, thuộc Tổng cục Thực phẩm, được thành lập vào năm 1976. Sau gần 50 năm, VNM đã phát triển từ 4 nhà máy sữa cà phê thành 14 nhà máy sữa trong nước, 2 nhà máy khác ở nước ngoài (Mỹ và Campuchia), qua đó đứng đầu cả nước về quy mô sản xuất và đã xuất khẩu sản phẩm đến hơn 50 quốc gia. Cho giai đoạn 2015-24, Công ty đạt CAGR về doanh thu, LNST lần lượt là 4,9% và 2,1%.

VNM có cơ cấu cổ đông ổn định trong nhiều năm, gồm ba cổ đông chiếm trên 5%. Tổng Công ty Đầu tư & kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) là cổ đông lớn nhất, chiếm 36%. Hai cổ đông lớn còn lại bao gồm F&N Dairy investment (hoạt động trong ngành sữa, có trụ sở ở Singapore) và quỹ đầu tư Platinum Victory chiếm lần lượt 18% và 11%.

**Hình 13: Các cổ đông chính của VNM**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Xét về cơ cấu doanh nghiệp, VNM được tổ chức theo mô hình Tập đoàn**, sở hữu 9 công ty con, 8 công ty liên kết và 1 công ty liên doanh, quản lý các mảng hoạt động khác nhau. Nhìn chung, VNM đã nỗ lực mở rộng chuỗi giá trị sản xuất sữa thông qua công ty con như tự chủ nguồn nguyên liệu đầu vào sữa (trang trại bò sữa, sản xuất đường), mở rộng vị thế sữa nội địa (thêm nhãn hiệu như sữa Mộc Châu), thâm nhập thị trường sữa nước ngoài (Campuchia, Philippines, Mỹ)... nhưng hầu hết các công ty này chưa tạo hiệu quả đáng kể so với mảng kinh doanh cốt lõi.

**Bảng 5: Thống kê hệ thống công ty con, liên doanh của VNM**

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu của VNM tính đến 31/12/2024	Tình trạng hoạt động	Lĩnh vực kinh doanh
Công ty TNHH MTV Bò Sữa Việt Nam	100,00%	Đang hoạt động	Chăn nuôi bò sữa
Công ty TNHH MTV Bò Sữa Thống Nhất Thanh Hóa	100,00%	Đang hoạt động	Sản xuất sữa và chăn nuôi gia súc
Driftwood Dairy Holding Corporation	100,00%	Đang hoạt động	Sản xuất sữa
Angkor Dairy Products Co., Ltd	100,00%	Đang hoạt động	Sản xuất sữa
CTCP Đường Việt Nam	65,00%	Đang hoạt động	Sản xuất và tinh luyện đường
Lao-Jagro Development Xiengkhouang Co., Ltd	87,32%	Đang hoạt động	Chăn nuôi bò sữa và kinh doanh sản phẩm nông nghiệp
Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam - CTCP	68,94%	Đang hoạt động	Sản xuất, chăn nuôi, chế biến và kinh doanh các sản phẩm chăn nuôi
CTCP Giống Bò sữa Mộc Châu	49,73%	Đang hoạt động	Chế biến sữa và các sản phẩm từ sữa

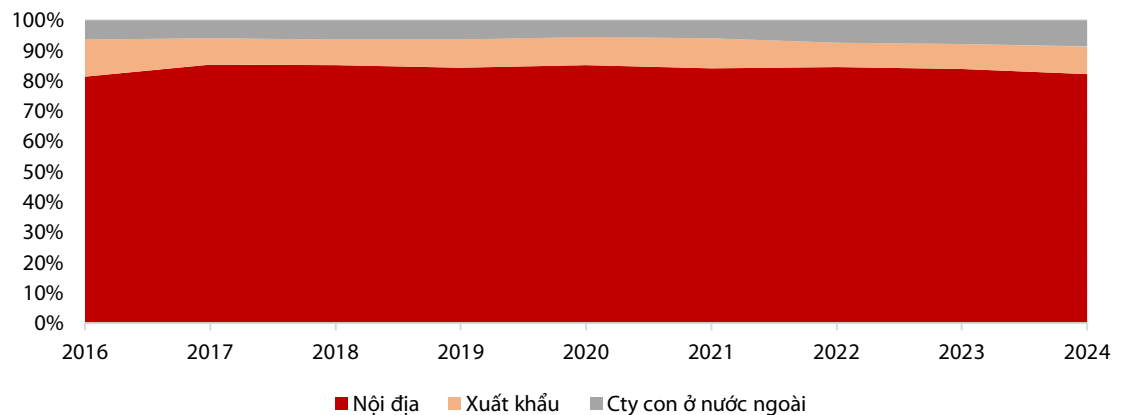
Công ty TNHH Chăn nuôi Việt Nhật	35,16%	Đang hoạt động	Sản xuất, chăn nuôi, chế biến và kinh doanh các sản phẩm từ thịt bò
Miraka Holdings Limited	13,55%	Đang hoạt động	Sản xuất sữa
CTCP APIS	20,00%	Đang hoạt động	Kinh doanh nguyên liệu thực phẩm
CTCP Chế biến Dừa Á Châu	24,96%	Đang hoạt động	Sản xuất và kinh doanh các mặt hàng từ dừa
Del Monte – Vinamilk Dairy Philippines, Inc. (*)	50,00%	Ngưng hoạt động	Nhập khẩu và kinh doanh sữa và các sản phẩm từ sữa

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt. (\*) VNM ngừng liên doanh này từ năm 2025.

### Hoạt động kinh doanh cốt lõi

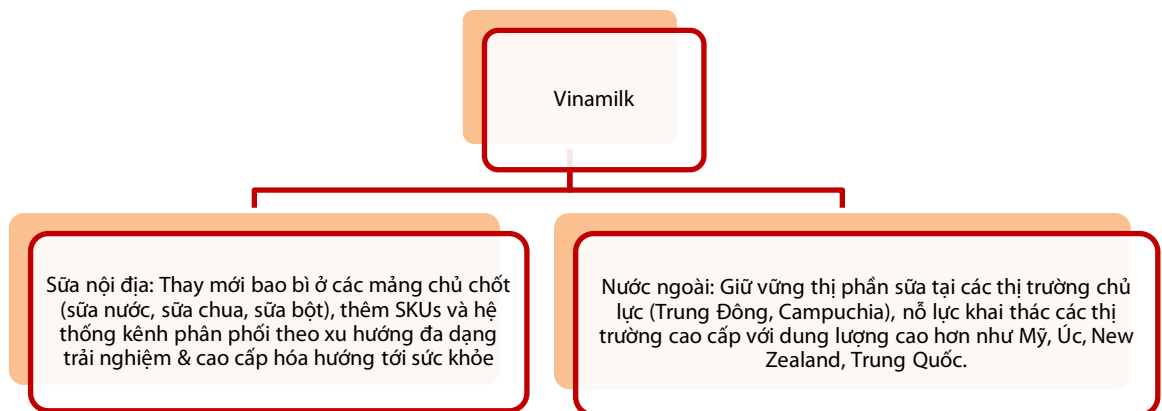
**Về cơ cấu doanh thu theo nội địa – nước ngoài**, VNM đang nỗ lực vươn sang các thị trường nước ngoài (thông qua xuất khẩu hoặc thành lập công ty con) nhằm giảm bớt sự phụ thuộc vào mảng chủ chốt – sữa nội địa (chiếm trên 80% tổng doanh thu), vốn đã đi vào bão hòa và gặp cạnh tranh cao trong nhiều năm qua. Tuy nhiên, đóng góp của doanh thu nước ngoài chưa đáng kể nên triển vọng của VNM vẫn gắn chặt với thị trường nội địa.

**Hình 14: Đóng góp doanh thu theo mảng**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

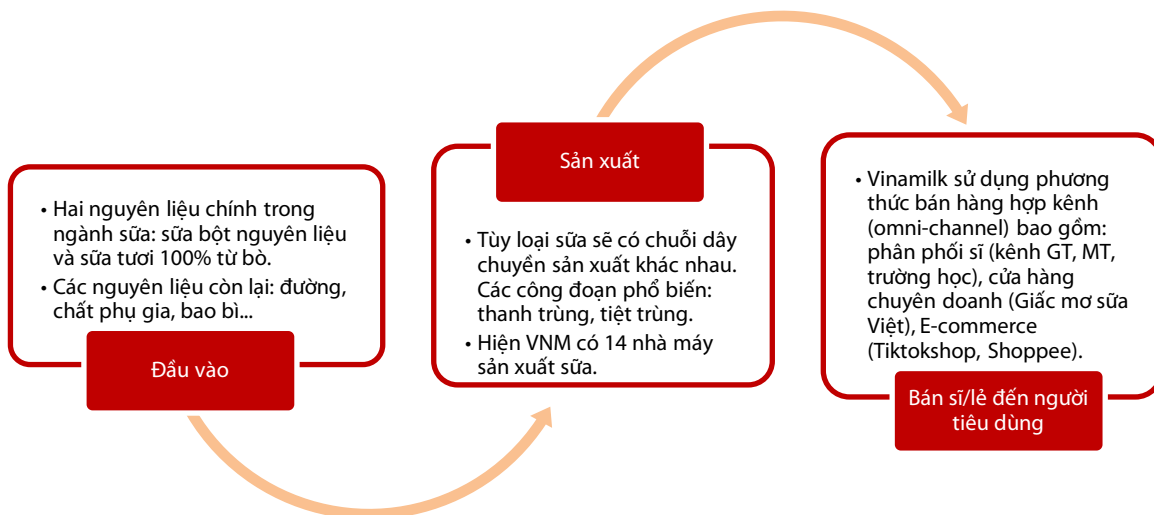
**Hình 15: Kế hoạch phát triển của VNM**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Chuỗi giá trị doanh nghiệp**

**Hình 16: Chuỗi giá trị doanh nghiệp của VNM**



**Ngành sản xuất sữa là ngành có rào cản gia nhập lớn bởi đòi hỏi công nghệ sản xuất đầu vào cao, khác biệt giữa từng dòng sữa khác nhau: sữa bột, sữa nước, sữa chua, sữa đặc, bơ, phô mai.** Dựa trên chuỗi giá trị nêu trên, chúng tôi trình bày đan xen các điểm nhấn chính để thành công trong ngành sữa và triển vọng VNM tại thị trường Việt Nam các năm tới.

**Đầu vào – Sữa nguyên liệu ảnh hưởng lớn nhất**

Nguyên liệu đầu vào quan trọng nhất của ngành sữa là sữa nguyên liệu chiếm ~50% chi phí giá vốn sản xuất của VNM, bao gồm bột sữa nguyên liệu (thường được nhập khẩu) và sữa tươi nguyên liệu, chiếm ~50% chi phí giá vốn sản xuất của VNM. Chúng được phối trộn cùng đường, chất phụ gia, nước... theo tỷ lệ thích hợp và trải qua nhiều công đoạn xử lý để cho ra các sản phẩm sữa khác nhau.

**Bảng 6: Mô tả nguyên liệu đầu vào của Vinamilk**

Nguyên liệu	Nhà cung cấp	Ghi chú	Tỷ trọng giá vốn (*)
Bột sữa các loại	Các nhà cung cấp từ Mỹ, Úc, New Zealand, EU, Nhật Bản...	100% nguyên liệu nhập khẩu	50%
Sữa tươi	Từ nông trại của chính VNM và các hộ nông dân	100% nguyên liệu nội địa	
Đường tinh luyện RE	60% từ Công ty con VietSugar, ~40% từ các công ty khác như Đường Biên Hòa, Đường Quảng Ngãi, Mía đường Nghệ An...	100% nguyên liệu nội địa	12%
Bao bì các loại (thiết, giấy carton)	Đa dạng trong & ngoài nước như Tetra Pak, Combibloc, Titan Steel Co., Perstima Bình Dương...	Nội địa và nhập khẩu theo tỷ lệ khác nhau tùy loại	23%
Phụ gia, phụ phẩm, vitamin Khác (nhân công, khẩu hao)	Cả trong và ngoài nước như Công ty Nguyên liệu Á Châu (AIG)...	Nội địa và nhập khẩu theo tỷ lệ khác nhau tùy loại	15%

*Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt tổng hợp. (\*) Tỷ trọng nguyên liệu là ước tính của chúng tôi tham khảo các công ty cùng tập sản phẩm với VNM, không phải nguồn VNM.*

Đối với sữa nguyên liệu, các nhà sản xuất sữa có thể lựa chọn giữa ba phương án (1) khép kín chuỗi giá trị bằng việc phát triển trang trại tự vận hành và chỉ sử dụng sữa tươi từ đây trong sản xuất, (2) nhập khẩu bột sữa nguyên liệu đưa vào sản xuất, (3) sử dụng cả sữa tươi và bột sữa trong sản xuất.

**Chúng tôi nhận thấy những lợi ích đánh đổi giữa việc sử dụng sữa tươi từ trang trại tự vận hành và bột sữa nguyên liệu, chi tiết:**

**Bột sữa nguyên liệu** giúp nhà sản xuất sữa có biên lợi nhuận gộp tốt hơn (\*) và luôn đảm bảo sản lượng đầu ra xuyên suốt hơn sữa tươi 100% từ bò (\*\*). Đại diện cho nhóm này có Friesland Campina.

(\*) Đối với các nguyên liệu sản xuất sữa nước xếp hạng theo giá thành, bột sữa nguyên liệu là rẻ nhất, tiếp đến sữa tươi tự sản xuất ở trang trại, cuối cùng là sữa tươi nhập từ các hộ nông dân chăn nuôi.

**Bảng 7: Biên lợi nhuận gộp tham khảo của các hãng sữa thế giới**

Biên lợi nhuận gộp (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Doanh thu 2023 (triệu đồng)
<b>Inner Mongolian Yili Group (Trung Quốc)</b>	<b>38,3</b>	<b>37,5</b>	<b>30,4</b>	<b>30,9</b>	<b>32,5</b>	<b>32,8</b>	<b>17.819</b>
<i>Sữa nước</i>	<i>35,2</i>	<i>35,2</i>	<i>27,9</i>	<i>28,3</i>	<i>29,1</i>	<i>30,4</i>	
<i>Sữa bột</i>	<i>54,8</i>	<i>48,1</i>	<i>39,2</i>	<i>39,2</i>	<i>41,1</i>	<i>38,1</i>	
<i>Kem</i>	<i>45,1</i>	<i>46,5</i>	<i>40,9</i>	<i>40,3</i>	<i>38,5</i>	<i>38,4</i>	
<b>China Mengniu dairy (Trung Quốc) (hơn 80% doanh thu là sữa nước)</b>	<b>37,4</b>	<b>37,6</b>	<b>37,7</b>	<b>36,7</b>	<b>35,3</b>	<b>37,2</b>	<b>13.927</b>
<b>Fonterra (New Zealand)</b>	<b>15,4</b>	<b>15,1</b>	<b>15,3</b>	<b>13,2</b>	<b>13,3</b>	<b>17,0</b>	<b>14.291</b>
<i>Bột sữa nguyên liệu</i>	<i>11,0</i>	<i>8,9</i>	<i>9,3</i>	<i>8,1</i>	<i>10,8</i>	<i>15,2</i>	
<i>Dịch vụ thức ăn</i>	<i>16,0</i>	<i>15,7</i>	<i>16,5</i>	<i>22,9</i>	<i>15</i>	<i>19,4</i>	
<i>Hàng tiêu dùng cuối (sữa nước, sữa bột, bơ, kem)</i>	<i>28,0</i>	<i>25,5</i>	<i>23,5</i>	<i>28,4</i>	<i>23,9</i>	<i>23,7</i>	
<b>Vinamilk (Việt Nam)</b>	<b>46,8</b>	<b>47,2</b>	<b>46,4</b>	<b>43,1</b>	<b>39,9</b>	<b>40,7</b>	<b>2.533</b>
<b>Lof – IDP (Việt Nam)</b>	<b>26,9</b>	<b>36,9</b>	<b>41,0</b>	<b>43,2</b>	<b>38,8</b>	<b>40,7</b>	<b>266</b>

*Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp, Lưu ý: Yili và Mengniu là hai nhà sản xuất sữa nước lớn nhất Trung Quốc trong khi Fonterra là nhà sản xuất bột sữa nguyên liệu lớn nhất New Zealand (chiếm 30% lượng sữa xuất khẩu thế giới, theo tạp chí Dairyvietnam),*

Bảng này hàm ý các sản phẩm tiêu dùng cuối (sữa bột, sữa nước hoàn nguyên) sản xuất từ bột sữa nguyên liệu đều có biên lợi nhuận tốt do nhập khẩu với giá thành rẻ (biên lợi nhuận bột sữa nguyên liệu của Fonterra thấp). Ngược lại, nếu tỷ trọng sữa tươi từ bò trong cơ cấu sản xuất sữa nước cao tương ứng với biên lợi nhuận thấp hơn.

(\*\*) Tại Việt Nam, việc tự phát triển vùng trồng cỏ, trang trại chăn nuôi bò là thách thức do việc khó tìm được quỹ đất sạch và rộng từ vài chục đến hàng trăm hecta để xây dựng chuồng trại, trồng cỏ và sản xuất thức ăn cho bò. Thêm vào đó, khí hậu nhiệt đới tại Việt Nam khiến thể trạng bò khó cho sản lượng sữa lớn và ổn định như các quốc gia ôn đới. [\(Tham khảo Nhật ký chuyên viên: Xu hướng sữa nước Việt Nam – Chỗ đứng của các doanh nghiệp thuần sữa bò tươi 100% ngày càng cao\)](#)

Tựu chung lại, các nhà sản xuất sữa chọn hướng đi làm chủ nguyên liệu sữa đầu vào với sữa tươi, thường khó tăng trưởng công suất sản xuất nhanh để chiếm lĩnh thị trường.

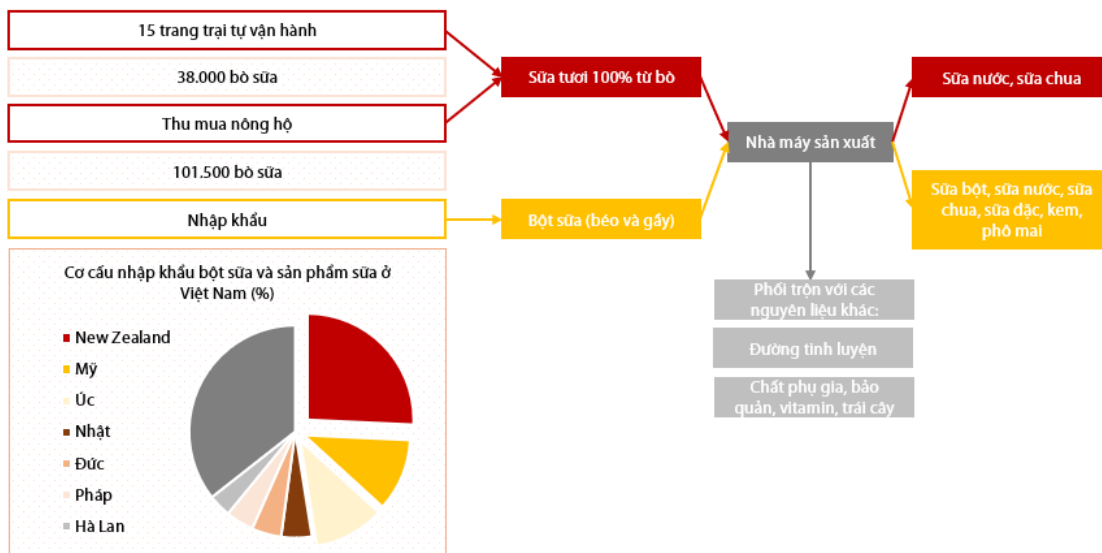
**Sữa tươi nguyên liệu** phù hợp với xu hướng tiêu dùng sữa (đặc biệt sữa nước) (\*), mở ra cơ hội tăng trưởng thị phần ổn định cho các nhà sản xuất sữa. Đại diện nhóm này có TH TrueMilk, Long Thành.

(\*) Chúng tôi nhận thấy xu hướng tăng tiêu dùng các sản phẩm từ sữa bò tươi khi người tiêu dùng ngày càng khắt khe với nguồn gốc nguyên liệu sản xuất và chất lượng sản phẩm, cho rằng các sản phẩm sữa hoàn nguyên đã qua nhiều công đoạn xử lý nên hàm lượng dinh dưỡng sụt giảm. Điều này giúp TH TrueMilk, Dalat Milk và Long Thành đạt thành công nhất định nhờ tiên phong trong mảng kinh doanh này.

**Lưu ý:** Sữa hoàn nguyên (sữa dinh dưỡng tiệt trùng) sử dụng đa dạng đầu vào, bột sữa nguyên liệu, sữa tươi và nước trong sản xuất. Sữa tươi (thanh trùng, tiệt trùng) chỉ sử dụng sữa tươi nguyên liệu trong sản xuất.

**Chúng tôi** nhận thấy có sự khác biệt tương đối giữa sữa tươi tự vận hành và sữa tươi phối trộn với sữa tươi thu mua từ nông hộ, nguyên liệu sữa tươi thu mua nông hộ có giá thành cao nhất trong các loại, nên gây bất lợi cho cơ cấu chi phí của nhà sản xuất sữa hơn là tự vận hành.

**Hình 17: Quy trình sử dụng nguyên liệu của VNM**



Nguồn: VNM, Tổng Cục Hải Quan, CTCK Rồng Việt

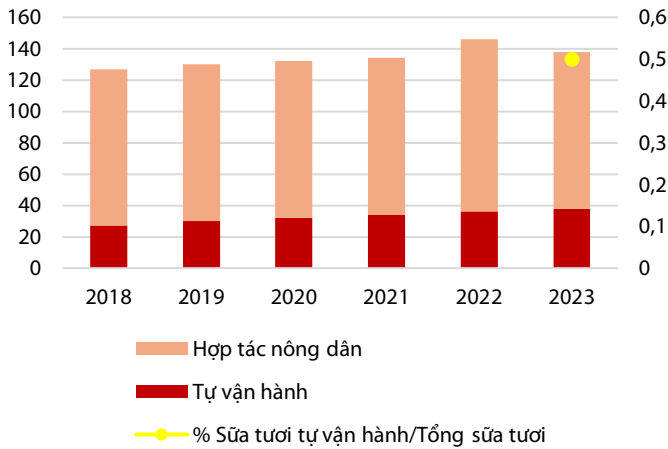
Từ câu chuyện đầu vào của ngành, chúng tôi nhận thấy, bên cạnh các chiến lược phát triển kênh phân phối đầu ra, việc lựa chọn cách tiếp cận nguyên liệu đầu vào (Hình 17) cũng góp phần lý giải câu chuyện tăng trưởng của VNM suốt chiều dài hoạt động. Cụ thể:

**VNM sử dụng cả ba phương án nguyên liệu sữa đầu vào:** bột sữa nhập khẩu, sữa tươi từ trang trại tự vận hành, sữa tươi thu mua nông hộ bên ngoài. Do đó, VNM luôn đảm bảo đủ nguyên liệu đầu vào cung ứng cho quy mô đầu ra đứng đầu Việt Nam. Điều này kết hợp với các chiến lược phát triển kênh phân phối tốt, giúp VNM tăng trưởng thị phần nhanh chóng (~40% năm 2023).

**Tuy nhiên, đánh đổi lại lợi thế quy mô, VNM gặp khó khăn hơn trong việc thích ứng nhanh với xu hướng nhận thức sử dụng sữa tươi từ bò** (như trình bày mục trên). Thị phần VNM cũng bắt đầu chững lại khi thị trường xuất hiện nhiều nhà sản xuất thuần sữa bò tươi (tự vận hành) hơn trên thị trường (TH Truemilk, Dalat Milk, Long Thành) từ năm 2013 tới nay.

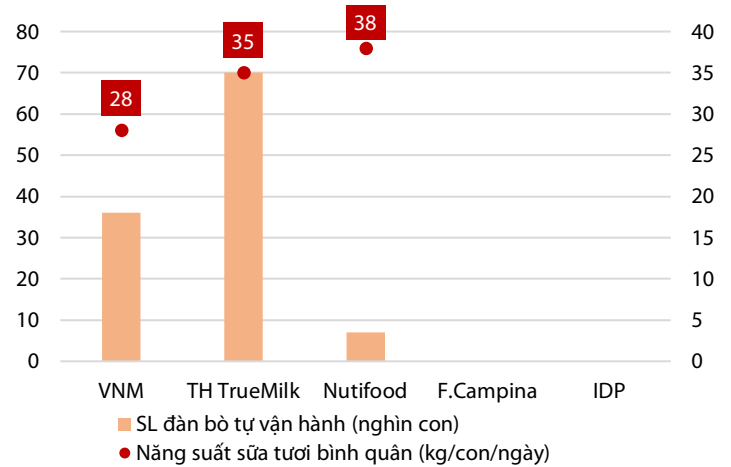
**VNM đã và đang giới thiệu thêm những sản phẩm sữa tươi từ bò thuần khiết nông trại chất lượng cao với các sản phẩm GreenFarm, 100% Organic...** dựa trên tăng số lượng đàn bò qua các năm, VNM cũng đã sát nhập MCM, 1 thương hiệu sữa giàu truyền thống từ năm 1958 với đàn bò khai thác gần 27.000 con tại khu vực phía bắc. Tuy nhiên, theo quan điểm chúng tôi, biên lợi nhuận gộp VNM vẫn phụ thuộc nhiều vào diễn biến giá bột sữa nguyên liệu hay sữa tươi nông hộ ở mức độ nhất định.

Hình 18: Số lượng đàn bò Vinamilk (nghìn con)



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 19: So sánh các đàn bò tự vận hành của các hãng sữa tại Việt Nam



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tiếp nối câu chuyện đầu vào trên của VNM, chúng tôi nhận định về xu hướng suy giảm biên lợi nhuận gộp của Công ty trong trung hạn từ mức cao hơn trung bình ngành 40-45% tại nội địa như hiện nay (Phụ lục 1). Cụ thể:

**(Quay lại trang 5) Định hướng tăng sử dụng sữa bò tươi tự vận hành trong cơ cấu nguyên liệu VNM.** Chúng tôi cho rằng VNM sẽ tiếp tục nỗ lực gia tăng nguồn sữa tươi từ bò hơn như một hướng đi lấy lại thị phần đã mất trong mảng sữa nước thông qua tăng năng suất sữa từ bò lên (hiện đạt 30-35 lít/ngày/con ở trang trại VNM, cao hơn hộ nông dân chỉ ở mức 18-20 lít/ngày) hoặc bổ sung thêm trang trại thông qua tự xây dựng hoặc mua bán & sáp nhập (tương tự giao dịch với Mộc Châu, Lào Jagro). Tuy nhiên, do giá thành sữa tươi cao hơn so với bột sữa nguyên liệu (đã đề cập) nên biên lợi nhuận gộp sẽ suy giảm.

Bảng 8: Các dự án trang trại bò tự vận hành của Vinamilk trong quá khứ

STT	Tên dự án	Tổng đàn (con)	Công suất sữa (tấn/năm)	Thời điểm khai thác
1	Trang trại Tuyên Quang	2.000		2007
2	Trang trại Bình Định	2.000		2008
3	Trang trại Nghệ An	2.600		2009
4	Trang trại Thanh Hóa	1.600		2010
5	Trang trại Vinamilk Đà Lạt	1.600		2012
6	Trang trại Tây Ninh	8.000		2013
7	Trang trại Như Thanh	2.000		2016
8	Trang trại Hà Tĩnh	2.000		2016
9	Trang trại Organic Đà Lạt	700		2017
10	Trang trại Bò sữa Thống nhất Thanh Hóa số 1	4.000		2018
11	Trang trại bò sữa Organic Di Linh	300		2019
12	Trang trại Bò sữa Thống nhất Thanh Hóa số 2	4.000		2019
13	Trang trại bò sữa Quảng Ngãi	2.000		2020
14	Nâng cấp trang trại Mộc Châu	2.000		2022
15	Khai thác Tổ hợp Trang trại bò sữa Lào Jagro giai đoạn 1	8.000		2023
16	Trang trại bò sữa trong Tổ hợp Thiên đường sữa Mộc Châu	4.000		
<b>TỔNG VINAMILK</b>		<b>42.000</b>	<b>188.000</b>	

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt



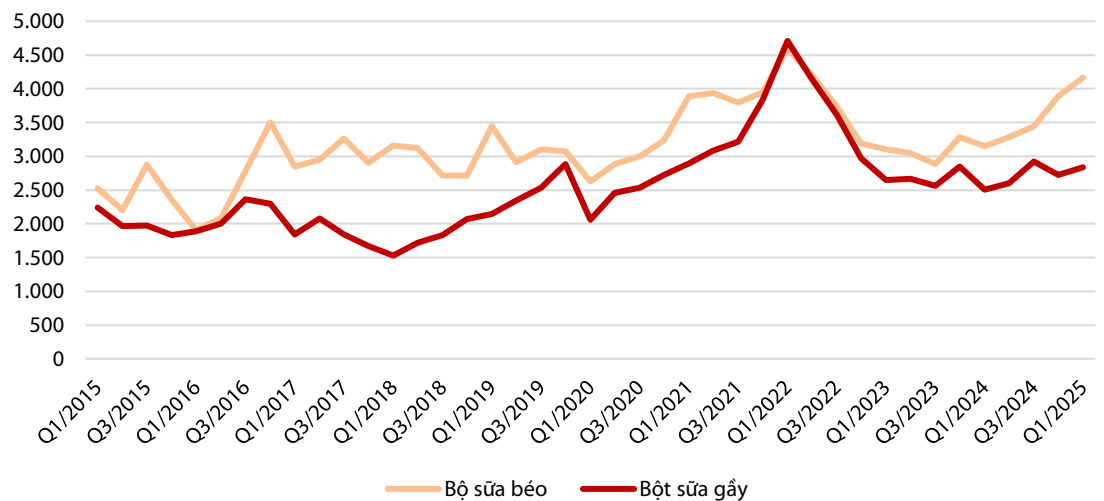
**Bảng 9: Các dự án trang trại bò tự vận hành của Vinamilk trong tương lai**

Tên dự án	Tổng đàn (con)	Công suất sữa (tấn/năm)	Thời điểm khai thác	Cập nhật tiến độ dự án
Tổ hợp Trang trại bò sữa Lào Jagro (Giai đoạn 1)	24.000	132.000	2022	Hiện đang đưa vào khai thác khoảng 8.000 con với công suất sữa 44.000 tấn/năm
Tổ hợp Trang trại bò sữa Lào Jagro (Giai đoạn 2)	100.000	550.000	N.A	N.A
Trang trại bò sữa trong Tổ hợp Thiên đường sữa Mộc Châu	4.000	20.000	2025	Đi vào hoạt động từ năm 2024

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**(Quay lại trang 5) Triển vọng tăng giá bột sữa nguyên liệu trong trung hạn.** Việc cung bột sữa trên đà giảm dài hạn và cầu bột sữa có khả năng phục hồi sẽ khiến giá bột sữa nguyên liệu neo ở mức cao. Để củng cố thêm nhận định trên, chúng tôi tham khảo các kế hoạch kinh doanh và nhận định về giá sữa của Fonterra – Công ty chiếm ~80% sản lượng sữa của New Zealand và ~20% sản lượng sữa của Úc (hai quốc gia chiếm 60-80% sản lượng bột sữa xuất khẩu toàn thế giới). Công ty này đã nâng mức giá trung bình dự báo cho mùa vụ 2024/25 tại trang trại thêm 5-10%, từ 9,00 đô la/kgMS từ cuối T9-2024 lên 9,50 đô la/kgMS vào cuối T11-2024 và 10,00 đô la/kgMS vào cuối T12-2024 ([Tham khảo Nhật ký chuyên viên: Hiểu về định nghĩa bột sữa và dự đoán xu hướng giá bột sữa nguyên liệu cho 2025](#)).

**Hình 20: Diễn biến giá bột sữa nguyên liệu (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

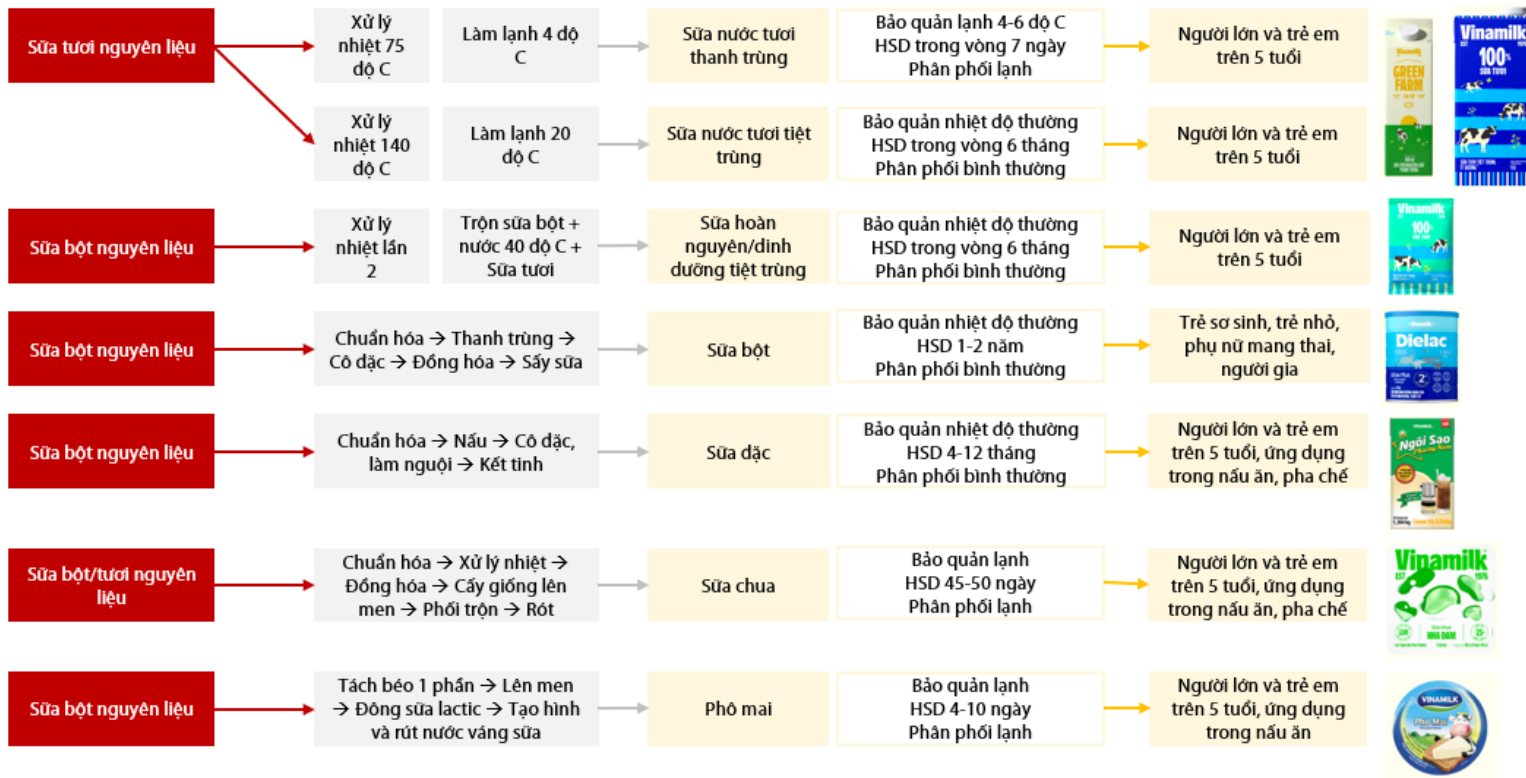
### Quy trình sản xuất

Ngành sản xuất sữa là ngành có rào cản gia nhập lớn bởi đòi hỏi vốn đầu tư ban đầu cao, mỗi ngách sữa (sữa nước, sữa bột, sữa đặc, sữa chua) đều có tiêu chuẩn dây chuyền sản xuất riêng.

VNM hiện sở hữu 13 nhà máy trong nước và 2 nhà máy nước ngoài (Campuchia & Mỹ), đứng đầu Việt Nam về tổng công suất thiết kế sữa – 1,4 triệu tấn sữa. Sản lượng bán hàng nội địa của VNM trong giai đoạn 2020-24 gần như không tăng trưởng, do đó, với hệ thống nhà máy và nhu cầu tiêu thụ hiện tại và trong các năm sắp tới, chúng tôi nhận định VNM **không cần đến việc nâng công suất nhà máy**. Vì vậy, chúng tôi **chưa phản ánh tiềm năng của các dự án nhà máy sữa nội địa** của VNM vào dự phóng, tiêu biểu như

nhà máy sữa Hưng Yên (400 triệu lít/năm, vốn đầu tư 4.600 tỷ đồng) vì nghi ngờ tính thực thi của các dự án này.

**Hình 21: Mô tả quy trình sản xuất các ngành sữa chính của Vinamilk**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 10: So sánh công suất sản xuất sữa giữa các hãng**

Tên doanh nghiệp	Vinamilk	THTrue milk	IDP	Nuti	Friesland Campina (Dutchlady)	Nestle
Số lượng nhà máy	14	1	3	6	2	6
Công suất sản xuất (tấn/năm)	1,4	0,5	0,3	0,2	0,6	N.A

Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Đầu ra

### Danh mục sản phẩm

VNM là một trong 3 hãng sữa có đầy đủ dải sản phẩm trong ngành sữa ở Việt Nam, bên cạnh Nutifood và Nestle.

**Bảng 11: Danh mục sản phẩm của Vinamilk**

Phân khúc	Sản phẩm cấp 1	Sản phẩm cấp 2
Sữa nước	Sữa tươi tiệt trùng	Vinamilk 100% sữa tươi, Green Farm, 100% Organic, Vinamilk chứa tổ yến
	Sữa tươi thanh trùng	Vinamilk 100% sữa tươi
	Sữa dinh dưỡng tiệt trùng/sữa hoàn nguyên	Vinamilk dạng bịch, ADM, Flex
Sữa đặc		Ông Thọ, Ngôi sao Phương Nam, Tài Lộc
Sữa bột	Sữa cho mẹ mang thai	Optimum Mama Gold, Dielac Mama Gold
	Sữa cho bé	Pedia Kenji, Optimum Colos, YOKOGOLD, Optimum Gold, Dielac Gold, Dielac Grow Plus Sữa non, Dielac Grow, Dielac Alpha
	Sữa cho người cao tuổi	Kenko Haru, Sure Prevent Gold, Sure Diecerna, Canxi Pro, Vinamilk dinh dưỡng
Sữa chua	Sữa chua ăn	Trắng, Nha đam, Trái Cây, Cao cấp, Susu trẻ em
	Sữa chua uống	Susu, Yomilk, Probi, Hero
Sữa thực vật	Sữa đậu nành	Tươi, Gold, Gấp đôi Canxi
	Sữa hạt Super Nut	9 loại hạt, Đậu nành Ốc chó, Hạnh nhân, Đậu đỏ
Nước giải khát	Nước trái cây & Trà	Cam, táo, nho, lựu, kiwi, ổi, đào, trà atiso
	Nước dừa	Dừa tươi
	Nước tinh khiết (nước lọc)	Icy, Icy Premium
Khác (kem, đường, phô mai)		

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Bảng 12: Thống kê dải sản phẩm sữa giữa các hãng sữa**

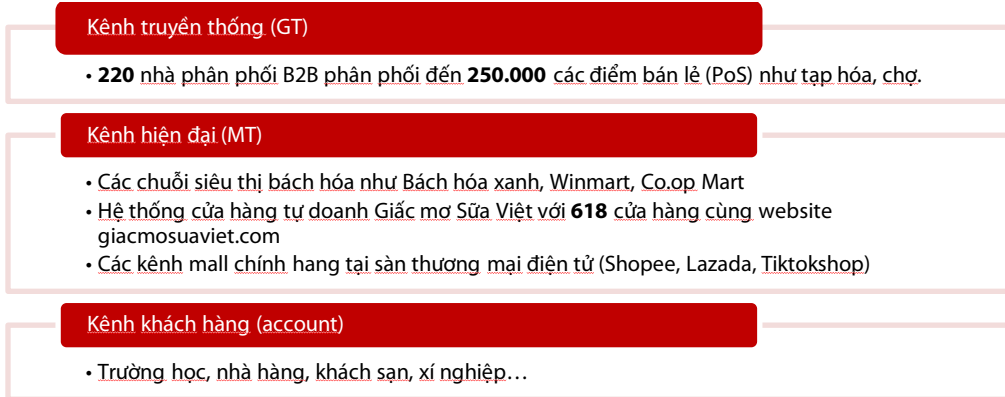
	Vinamilk	TH Truemilk	IDP	Nuti	Friesland Campina	Nestle	Abbott
Sữa nước	O	O	O	O	O	O	
Sữa bột	O	O		O	O	O	O
Sữa đặc	O			O	O	O	
Sữa chua	O	O	O	O	O	O	
Phô mai, kem, bơ	O	O		O		O	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

### Hệ thống phân phối

VNM đã hoàn thiện hệ thống phân phối, len lỏi ở tất cả vùng miền và kênh phân phối khả thi tại Việt Nam. Xét về số lượng, VNM cũng cho thấy lợi thế quy mô với số lượng cửa hàng chuyên doanh và điểm bán lẻ lớn nhất Việt Nam.

## Hình 22: Hệ thống phân phối của VNM



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 13: So sánh hệ thống phân phối giữa các hãng sữa**

Số lượng cửa hàng	Vinamilk	TH Truemilk	IDP	Nuti	Friesland Campina	Nestle	Vinasoy
Nhà phân phối	220	180	160	100	200	120	156
Điểm bán lẻ	250.000	130.000	N.A	60.000	100.000	N.A	142.000
Cửa hàng chuyên doanh	618	383	Không có	Không có	Không có	Không có	Không có

Nguồn: CTCK Rồng Việt

### **Bối cảnh quá khứ của doanh nghiệp (Quay lại trang 4)**

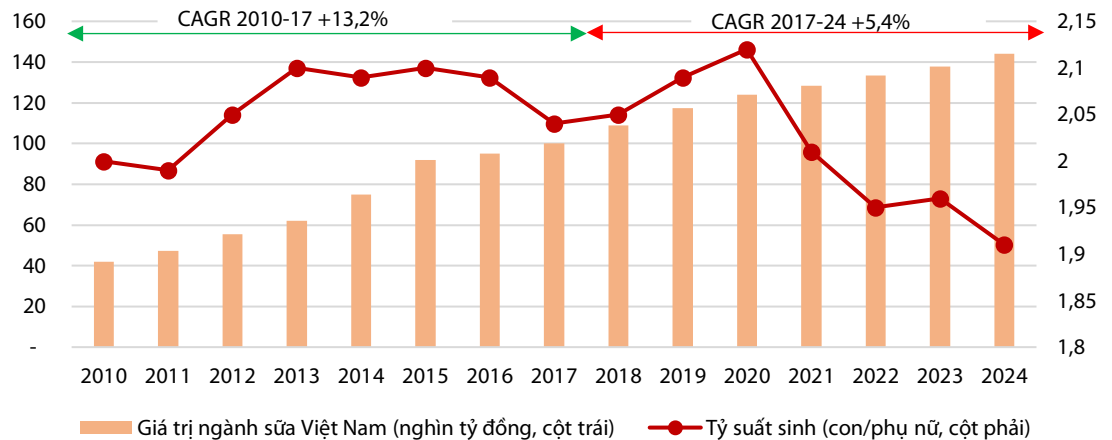
#### **Thị trường nội địa – thị trường chính, chiếm trên 80% cơ cấu doanh thu**

Từ giai đoạn 2010-17, thị trường ngành sữa có nhiều thuận lợi với tỷ lệ sinh tăng nhanh (Hình 23) giúp quy mô thị trường đạt CAGR 13,2%/năm, Vinamilk sử dụng những chiến lược “phù hợp thời thế” để đẩy nhanh thị phần tại nội địa (từ 34% lên 45%), giúp hãng sữa này đạt tăng trưởng CAGR cao hơn ngành 17,5%/năm trong cùng giai đoạn, những chiến lược này được chúng tôi mô tả xuyên suốt chuỗi giá trị như bên trên. Tại đây, chúng tôi tóm tắt lại những điểm chính sau:

- **Sử dụng đa dạng đầu vào nguyên liệu sữa** (sữa tươi từ trang trại tự vận hành, sữa tươi thu mua nông hộ, bột sữa nhập khẩu) giúp đảm bảo sản lượng sản xuất lớn, ổn định, không bị thiếu hụt theo vụ mùa hay công suất sản xuất thấp như các doanh nghiệp thuần sữa bò tươi khác.
- **Có hệ thống nhà máy đầy đủ dây chuyền sản xuất các mảng sữa với công suất lớn nhất cùng hệ thống phân phối lớn nhất Việt Nam, len lõi toàn quốc.** Do đó, sản phẩm Vinamilk áp đảo về sự hiện diện ở các kênh về số lượng.
- **Lan tỏa nhận diện thương hiệu dễ dàng toàn quốc** thông qua TVC quảng cáo độ nhận diện cao và chương trình sữa học đường nhờ là doanh nghiệp có yếu tố Nhà nước. (\*\*)

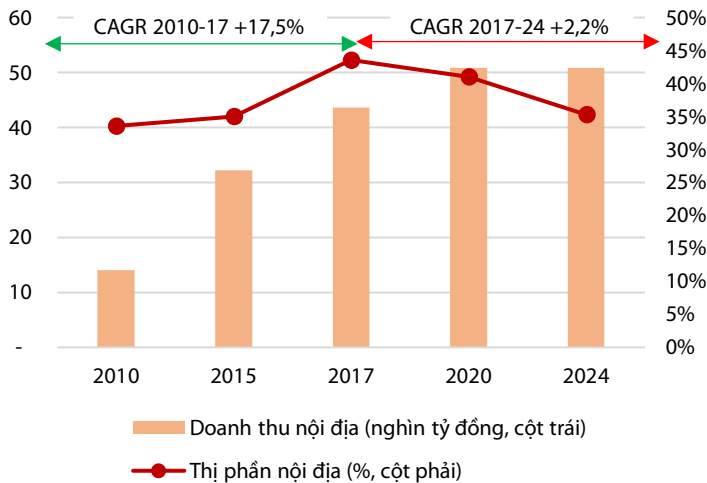
(\*\*) Năm 2016, chính phủ duyệt ban hành chương trình Sữa học đường nhằm cải thiện tình trạng dinh dưỡng và nâng cao thể chất, chiều cao cho trẻ em từ 2-12 tuổi thông qua hoạt động cung cấp sữa cho các bé tại trường học. Có 11 công ty sữa đã mua hồ sơ dự thầu nhưng cuối cùng chỉ có 3 doanh nghiệp tham gia vào cuộc đấu thầu là Vinamilk, TH True milk và công ty Thịnh Anh. Với vị thế và kinh nghiệm lâu năm, cùng với mức giá đấu thầu cực kỳ cạnh tranh là 6.286 đồng/hộp, Vinamilk đã trúng gói thầu đầu tiên trị giá hơn 3.828 tỉ đồng. Ngoài Hà Nội, sản phẩm của Vinamilk cũng được các đơn vị thực hiện chương trình Sữa học đường tại HCM, Đà Nẵng, Trà Vinh, Vĩnh Long, Kon Tum,... cùng nhiều tỉnh thành khác lựa chọn.

**Hình 23: Quy mô thị trường sữa Việt Nam qua các năm (nghìn tỷ đồng)**



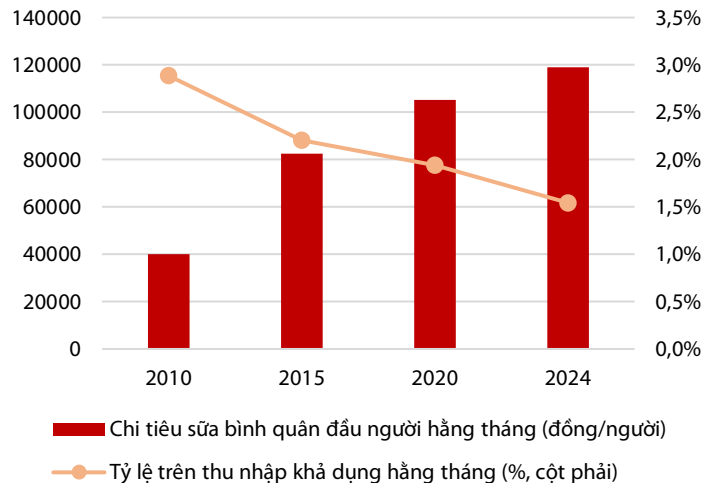
Nguồn: Euromonitor, Bộ Y Tế, CTCK Rồng Việt ước tính

**Hình 24: Doanh thu & thị phần của Vinamilk qua các thời kỳ**



Nguồn: VNM, Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 25: Chỉ tiêu cho các sản phẩm sữa chững lại theo thời gian, vào pha bão hòa**



Nguồn: Euromonitor, GSO VN, CTCK Rồng Việt

Tuy nhiên, bối cảnh ngành sữa và vị thế của VNM ở nội địa xoay chiều trong giai đoạn 2017-24. Thị trường sữa Việt Nam dẫn đi vào bão hòa với tăng trưởng giảm tốc, đạt 5,4%/năm do tăng trưởng dân số thấp (0,7%/năm, tỷ lệ sinh Việt Nam giảm dần qua các năm) và chi tiêu sữa trên đầu người ở mức giới hạn (Hình 25). Mức tăng trưởng dương trên chủ yếu đến từ xu hướng cao cấp hóa sử dụng sữa nhờ thu nhập khả dụng cải thiện thay vì tăng trưởng sức mua chung của ngành.

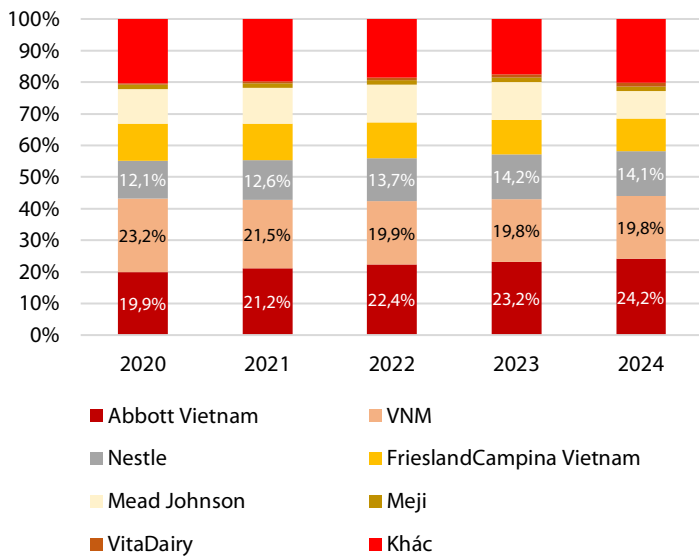
Doanh thu nội địa VNM giai đoạn này tăng trưởng thấp hơn ngành, đạt 2,2%/năm, do vị thế suy giảm trước cạnh tranh tăng từ các đối thủ mới trong ngoài nước, có chiến lược sản phẩm bắt kịp xu hướng tiêu dùng hơn. Cụ thể câu chuyện cạnh tranh ở từng thị trường:

- **Thị trường sữa bột:** Các bà mẹ hướng nhiều về các sản phẩm sữa bột quốc tế dựa trên nhận thức tiêu dùng sữa quốc tế sẽ tốt hơn cho con (xu hướng sinh ngoại), ví dụ Abbott, Nestle định hướng cao cấp và Vitadairy sữa non, tăng cường miễn dịch. Hai hãng này đã thâm nhập/mở rộng thị phần nhanh chóng sau Covid-19 (2020-22) – giai đoạn nhận thức sức khỏe lên cao. Điều này khiến sản phẩm sữa nội, phổ biến như Vinamilk, bị suy giảm thị phần.
- **Thị trường sữa nước:** Câu chuyện về xu hướng tiêu dùng sữa bò tươi ngày càng cao ở Việt Nam dẫn dắt thị phần của các hãng sữa như TH Truemilk, Dalat Milk (thuộc TH Truemilk), Long Thành gia tăng

nhau chóng 10 năm qua. Nhờ tìm đúng công thức phát triển trong ngành sữa nước, việc các hãng sữa này gia tăng công suất ổn định từng năm sẽ khiến VNM gặp khó trong việc ngăn chặn đà giảm thị phần nếu không đẩy mạnh dải sản phẩm này sớm – đây là bài toán thách thức cho VNM khi thời gian đầu tư dài và chi phí cơ hội đánh đổi về sản lượng đầu ra là lớn.

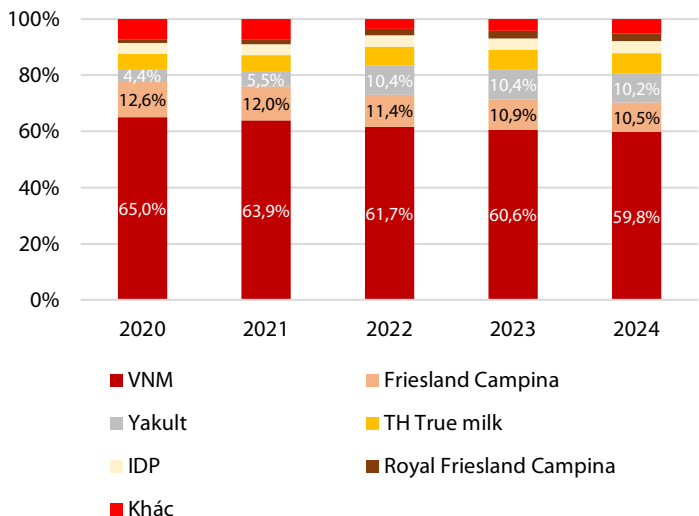
- **Thị trường sữa chua:** Chúng tôi nhìn nhận các sản phẩm này không có nhiều khác biệt trong nhận thức tiêu dùng giữa các hãng, hãng sữa dành kênh phân phối tốt nhờ chính sách chiết khấu, khuyến mãi mạnh sẽ dễ chiếm lĩnh thị trường. Trong nhiều năm gần đây, vị thế Vinamilk bị suy giảm do nhiều sự gia nhập của các đối thủ cạnh tranh lớn như Yakult, Friesland Campina (Betagen), TH Truemilk.
- Mặc dù VNM giặt được thị phần tốt ở mảng **sữa thực vật** (từ Vinasoy, Tân Hiệp Phát) và duy trì vị thế ngày càng cao ở mảng **sữa đặc** với các sản phẩm “đặc trưng” Ông Thọ và Ngôi Sao Phương Nam, tuy nhiên do miếng bánh hai mảng này nhỏ lại hoặc quy mô không lớn, nên không thể làm trụ đỡ tăng trưởng chung cho VNM. (Hình 31)

**Hình 26: Thị phần ngành sữa bột tại Việt Nam (%)**



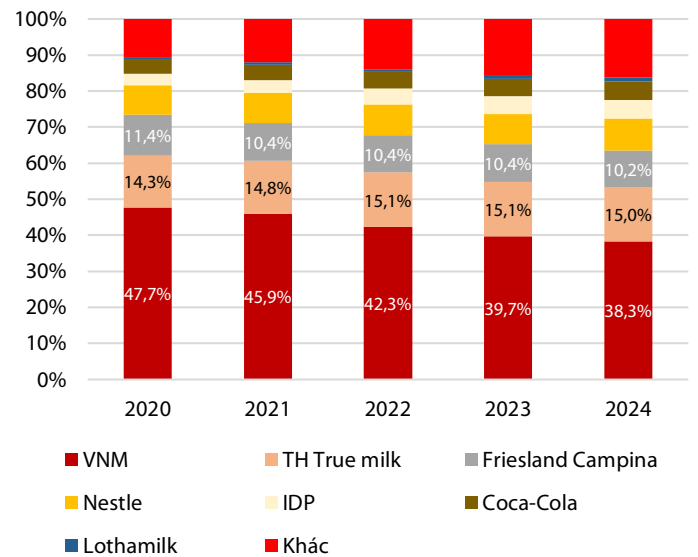
Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 28: Thị phần ngành sữa chua tại Việt Nam (%)**



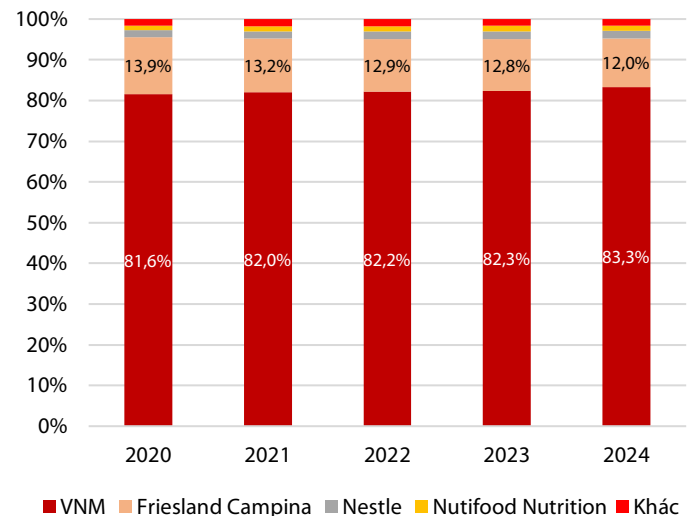
Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 27: Thị phần ngành sữa nước tại Việt Nam (%)**



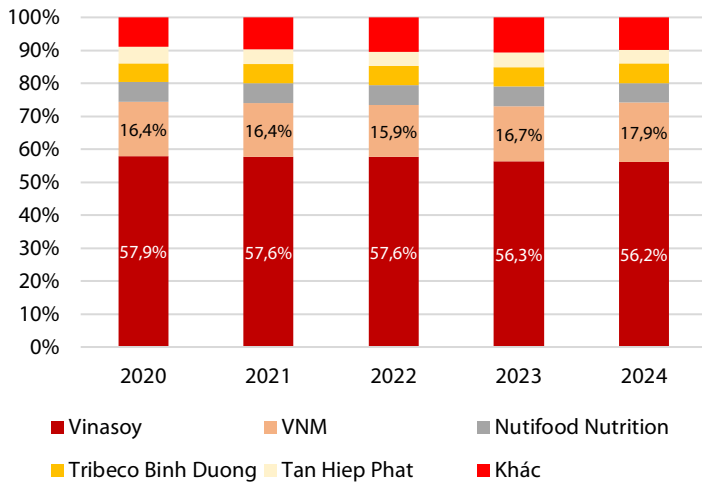
Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 29: Thị phần ngành sữa đặc tại Việt Nam (%)**



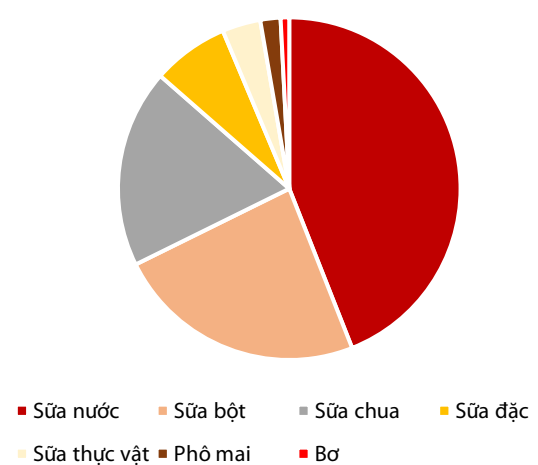
Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 30: Thị phần ngành sữa thực vật tại Việt Nam (%)**



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 31: Cơ cấu thị trường sữa Việt Nam theo mảng**



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Thị trường nước ngoài – tiềm năng nhưng khó khai thác, chiếm dưới 20% cơ cấu doanh thu ([Quay lại trang 4](#))**

**VNM thực hiện kinh doanh ở nước ngoài dưới hai hình thức: xuất khẩu và thành lập chi nhánh ở nước ngoài (Driftwood, Angkormilk).** Sữa đặc và sữa bột là các sản phẩm kinh doanh nước ngoài chính của Vinamilk.

Điểm nhấn chính trong suốt 15 năm kinh doanh nước ngoài của VNM chính là kinh doanh các sản phẩm phổ thông giá rẻ với hạn sử dụng lâu (sữa bột, sữa đặc) cho các quốc gia thu nhập thấp/trung bình với tỷ lệ sinh cao như Iraq, Campuchia.

Nhờ chinh phục hai thị trường này khi thị phần tăng nhanh (hiện đạt 21,2% ở Campuchia, 12,2% ở Iraq), doanh thu nước ngoài VNM đạt 2 chữ số trong giai đoạn đầu thâm nhập thị trường 2010-19. Tuy nhiên, việc không thâm nhập được mảng sữa khác ngoài sữa bột, đặc (như phô mai, chiếm 40% thị trường sữa Iraq) hay vấp phải cạnh tranh tăng từ các hãng sữa từ nội địa quốc gia đó (Almarai, Solico, Dlba, Dyar ở Iraq), quốc tế (như Abbott, Forrenta, Nestle ở Campuchia) khiến doanh thu thị trường nước ngoài của VNM giảm tốc đáng kể, tăng trưởng CAGR chỉ ở mức một chữ số ở giai đoạn 2019-24.

Thêm vào đó, việc thâm nhập của VNM sang các thị trường khác như Mỹ, Trung Quốc, Úc, New Zealand, Philippines đều gặp khó do lợi thế quy mô/nhận diện thương hiệu cực cao của các hãng sữa quốc tế lâu đời như Abbott, Nestle, Danone, Forrenta tại đây, nên VNM nhìn chung chưa tìm được chìa khóa tăng trưởng mới ở mảng nước ngoài trong bối cảnh các trụ cột tăng trưởng cũ (Iraq, Campuchia) chững lại.

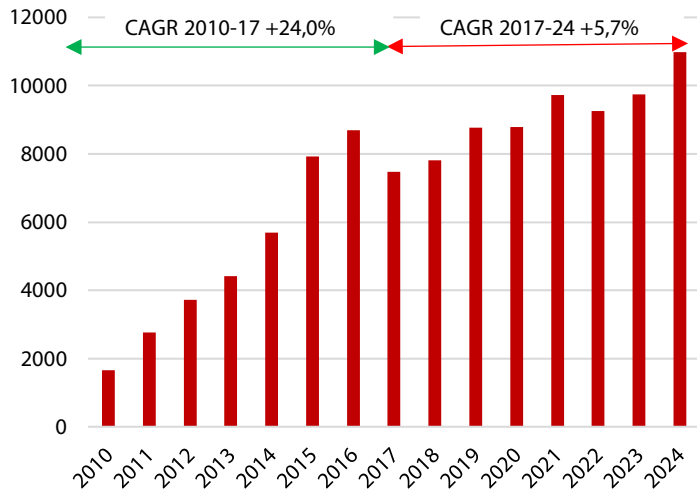
**Bảng 14: Mô tả hoạt động kinh doanh nước ngoài của VNM**

	Thị trường	Công ty quản lý	Sản phẩm, kênh phân phối
Xuất khẩu	Trung Đông (chủ yếu Iraq) là thị trường chính	Công ty mẹ Vinamilk	Sữa đặc, sữa bột
	Gần 60 quốc gia khác	Công ty mẹ Vinamilk	Tất cả các mảng
Chi nhánh nước ngoài	Campuchia	Angkor Milk	Chủ yếu sữa nước, sữa bột
	Philippines	Del Monte – Vinamilk	Hiện ngừng liên doanh với Del Monte
	Mỹ	Driftwood Dairy Holdings Corporation tại bang California	Tất cả các mảng sữa, phân phối tới trường học, nhà hàng, bệnh viện. Hiện VNM đang tiến hành đa dạng hóa kênh phân phối sang hướng B2C hơn từ năm 2024.

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

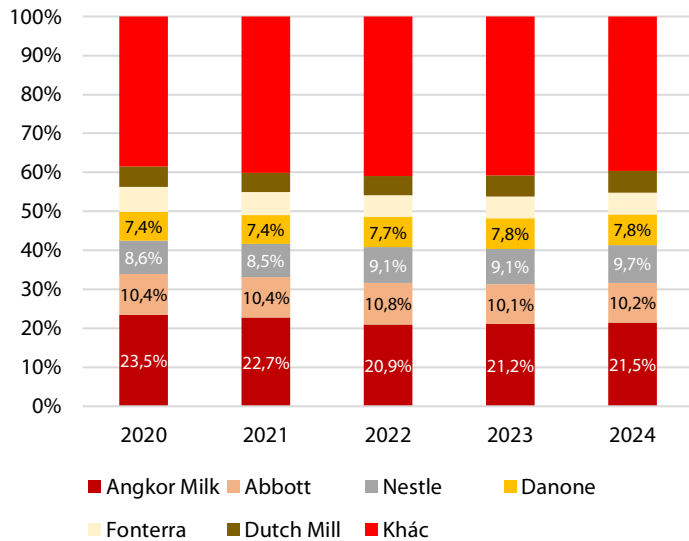


**Hình 32: Doanh thu xuất khẩu của VNM qua các năm (tỷ đồng)**



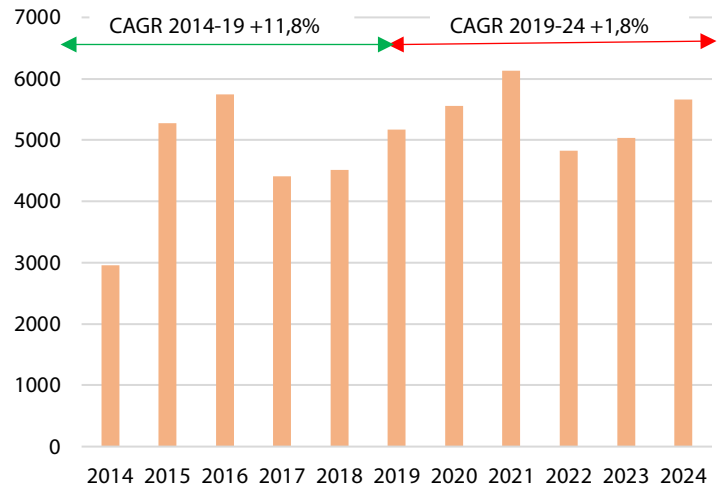
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 34: Thị phần ngành sữa tại Iraq (%)**



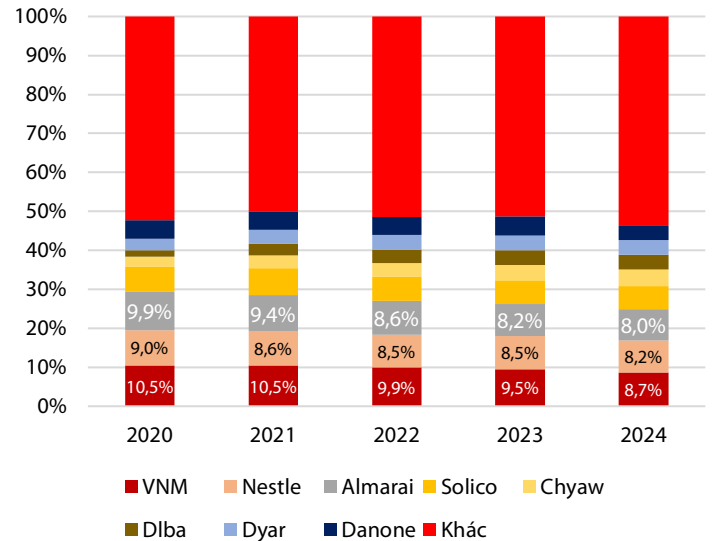
Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 33: Doanh thu chi nhánh nước ngoài của VNM qua các năm (tỷ đồng)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 35: Thị phần ngành sữa tại Campuchia (%)**



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Triển vọng tương lai (Quay lại trang 4)**

**Thị trường nội địa – thị trường chính, chiếm trên 80% cơ cấu doanh thu**

**Cho triển vọng 3-5 năm sắp tới, chúng tôi đang nhận thấy những chuyển động kém khả quan trong ngành sữa đối với VNM do:**

- (1) Miếng bánh sữa vào pha bão hòa trong dài hạn (tỷ lệ tăng trưởng CAGR 2024-29 thấp hơn 5%/năm, ngoại trừ mảng sữa chua), thông qua tỷ lệ sinh về mức thấp và giới hạn chi tiêu cho sữa ở Việt Nam đạt mức giới hạn (Hình 23, 36, 37),
- (2) Bức tranh cạnh tranh cho VNM vẫn ngột ngạt ở nội địa & nước ngoài.

**Chúng tôi tin rằng dự địa để cải thiện giá trị doanh thu ngành sữa là hạn chế** do mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người ngày càng cao so với các nước châu Á (Hình 36) và tỷ lệ sinh giảm ở Việt Nam (năm 2024 đạt mức thấp nhất trong tất cả các năm, 1,96 con/phụ nữ). Theo dự báo của Euromonitor, giá trị thị

trường sữa VN sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-29 là 3,0%/năm giảm so với CAGR giai đoạn 2018-24 (4,2%/năm), khi tốc độ tăng trưởng của hầu hết các tiểu ngành đều chậm lại. (Hình 32)

**Chúng tôi liệt kê các chiến lược phát triển của VNM ở giai đoạn sau 2023 và nhận thấy chưa nhiều chiến lược đột phá về sản phẩm, để tăng trưởng thị phần sữa từ mức rất cao của mình ở hiện tại. (~35%)**

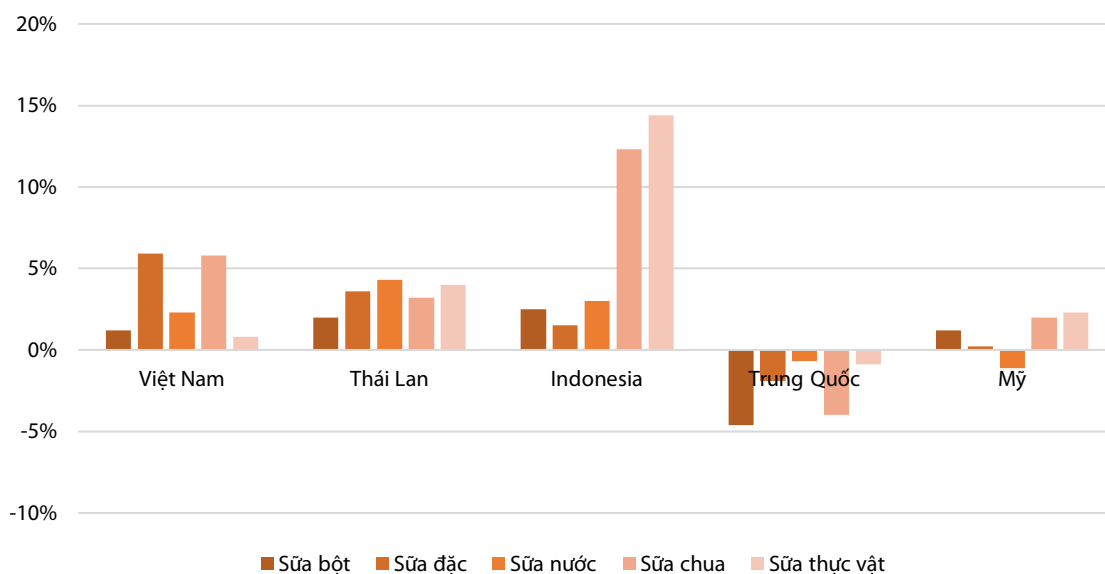
- **Chiến lược thay mới bao bì:** VNM thực hiện chiến lược thay mới bao bì từ T5-2023 đến T11-2024 cho 125 SKUs trên hầu hết các mảng sữa với kỳ vọng thay mới bộ nhận diện, kích thích “độ sẵn sàng mua hàng” của người tiêu dùng về sản phẩm Vinamilk. Tuy nhiên, môi trường cạnh tranh ngặt nghèo từ nhiều đối thủ, việc thay mới bao bì chỉ tạo hiệu ứng marketing trong ngắn hạn thay vì giúp VNM khôi phục thị phần bền vững khi dải sản phẩm của Công ty vẫn chưa nhiều tín hiệu đột phá.
- **Chiến lược chuyển đổi sang phân khúc sữa tươi chất lượng cao, 100% từ bò ở ngách sữa nước:** Vinamilk ra mắt các dòng sản phẩm GreenFarm, 100% Organic chất lượng cao từ 100% sữa tươi từ bò vào T12-2023, tuy nhiên các sản phẩm này có mức giá bán cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh (Bảng 15) và chưa phổ biến trên các kệ hàng so với những sản phẩm Vinamilk sữa tươi thông dụng khác, do đó chưa đóng góp quá nhiều vào KQKD VNM. (\*)

(\*) Tăng trưởng sản phẩm Greenfarm trong năm 2024 đạt 30% YoY từ nền thấp, cũng cho thấy chiến lược chuyển đổi sang ngách sữa tươi 100% từ bò là hợp thời thế, theo quan điểm chúng tôi.

- **Chiến lược tăng chiết khấu cho các nhà cung cấp:** VNM mạnh tay hơn trong chi chiết khấu, khuyến mãi thay vì chạy chiến dịch quảng cáo (hàm ý giảm chi phí marketing) nhưng do các đối thủ khác cũng sử dụng chiến lược này như một xu hướng trong ngành thực phẩm & đồ uống, nên độ hiệu quả chiến lược chỉ nằm ở giữ thị phần/giảm tốc mức độ sụt giảm thị phần của Vinamilk thay vì khôi phục thị phần trở lại.

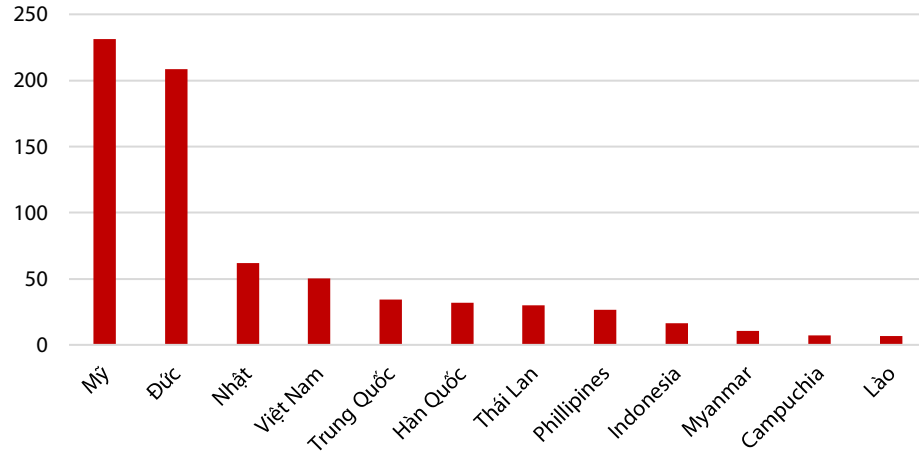
Do đó, chúng tôi dự báo Vinamilk sẽ tiếp đà suy giảm thị phần ở các mảng sữa nước, sữa chua, sữa bột nhưng tốc độ giảm sẽ ít hơn các năm tới khi VNM đẩy mạnh các chiến lược chuyển đổi dải sản phẩm và chiết khấu, khuyến mãi hơn. Ngược lại, VNM dự kiến giữ vững/gia tăng thị phần ở mảng đồ uống – sữa đặc, mảng có vị thế đang lên từ nền thị phần thấp – sữa thực vật.

**Hình 36: Dự phóng tốc độ tăng trưởng gộp hàng năm (CAGR) của doanh thu thuần của các mảng sữa theo quốc gia giai đoạn 2024-29 (%), theo Euromonitor**



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 37: Tiêu thụ sữa đầu người năm 2021 ở các quốc gia (kg/người)**



Nguồn: FAO, CTCK Rồng Việt. (\*) Lưu ý: Việt Nam tiêu thụ sữa hàng đầu trong các nước châu Á, vốn không coi “sữa là hàng thiết yếu” như các nước Eurozone/Mỹ.

**Bảng 15: Thị phần quá khứ và dự phóng của VNM trong thị trường sữa Việt Nam theo mảng (%)**

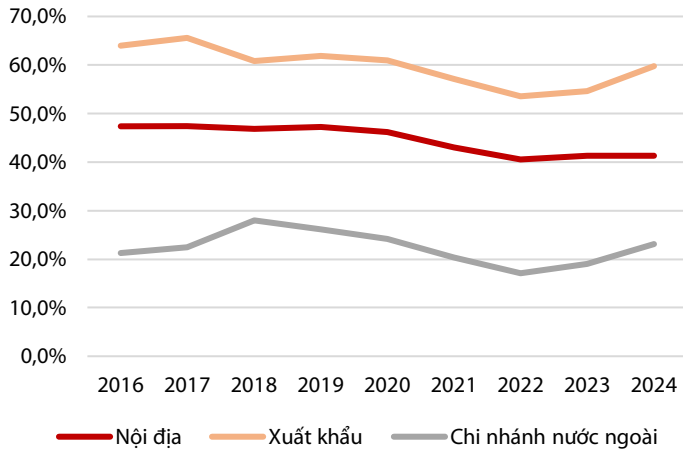
	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Sữa bột	23,2%	21,5%	19,9%	19,8%	19,8%	19,7%	19,6%	19,5%	19,4%	19,3%
Phô mai	3,0%	3,1%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Sữa nước	47,7%	45,9%	42,3%	39,7%	38,3%	37,6%	37,1%	36,7%	36,4%	36,3%
Sữa chua	65,0%	63,9%	61,7%	60,6%	59,8%	59,4%	59,0%	58,6%	58,2%	57,8%
Sữa đặc	81,6%	82,0%	82,2%	82,3%	83,3%	83,8%	83,8%	83,8%	83,8%	83,8%
Sữa thực vật	16,4%	16,4%	15,9%	16,7%	17,9%	18,9%	19,9%	20,9%	21,9%	22,9%

Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt ước tính

**Về phần cấu trúc chi phí, như đã đề cập, VNM dự kiến thu hẹp biên LN ròng về mức trung bình ngành khi phải giữ giá bán thấp & tăng chiết khấu, khuyến mãi trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt ở một thị trường dẫn nhập vị. ([Quay lại trang 5](#))**

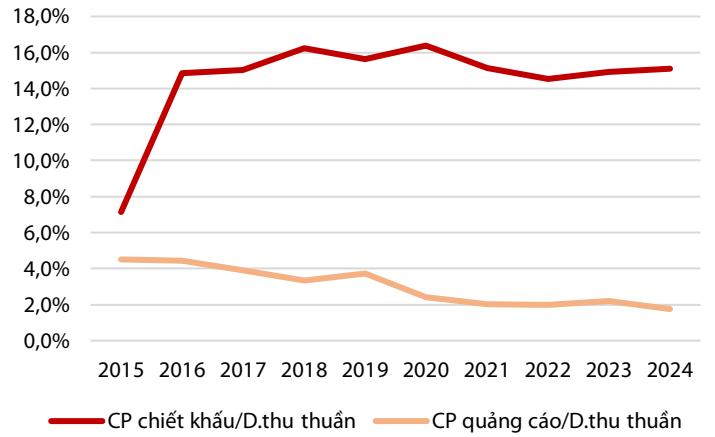
**Các yếu tố đầu vào bất lợi và xu hướng chuyển đổi dải sản phẩm sang sữa tươi từ bò (có biên thấp hơn) cũng sẽ là những tác nhân chính thu hẹp biên lợi nhuận VNM trong trung hạn.**

**Hình 38: Biên lợi nhuận gộp của VNM theo mảng (%)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 39: VNM tối ưu hoạt động marketing có ROI cao, dùng ngân sách từ HĐ này sang chi mạnh chiết khấu hơn các năm qua (%)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Bảng 16: Giá bán (VND) sữa Greenfarm nhìn chung vẫn cao hơn so với các loại sữa tươi 100% từ bò chất lượng cao khác**

	VNM	TH Truemilk	Dalatmilk	NutiMilk
Dạng thùng 48 hộp 110 ml	275.000	260.000	263.000	264.000
Dạng thùng 48 hộp 180 ml	415.000	409.000	375.000	400000

Nguồn: CTCK Rồng Việt thống kê trong ngày 27-02-2025 tại Bách hóa xanh.

## PHỤ LỤC 1 - CÁC CÔNG TY SẢN XUẤT SỮA TƯƠNG ĐỒNG

**Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng năm nhà sản xuất sữa có vị thế nội địa tương tự VNM làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.**

**Inner Mongolian Yili Group (Trung Quốc)** là một trong những công ty sản xuất sữa hàng đầu Trung Quốc, có trụ sở tại Hohhot, Nội Mông. Chuyên sản xuất và chế biến các sản phẩm từ sữa như sữa tươi, sữa chua, kem, và sữa bột, Yili nổi tiếng với các thương hiệu như "Yili", "Satine", và "Pro-Kido". Công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thượng Hải, được chính quyền Hohhot sở hữu một phần, và từng là nhà tài trợ chính thức cho Thế vận hội Bắc Kinh 2008 và Thế vận hội Mùa đông 2022. Năm 2021, Yili đứng đầu danh sách 100 công ty thực phẩm và đồ uống hàng đầu Trung Quốc.

**China Mengniu dairy (Trung Quốc)** là một trong những công ty sữa lớn nhất Trung Quốc, có trụ sở tại Hohhot, Nội Mông, cạnh tranh trực tiếp với Yili Group. Thành lập năm 1999, Mengniu chuyên sản xuất sữa tươi, sữa chua, kem, và sữa bột, với các thương hiệu nổi tiếng như "Mengniu", "Milk Deluxe", và "Future Star". Công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hồng Kông, có sự hậu thuẫn từ tập đoàn COFCO, và từng tài trợ cho Thế vận hội Bắc Kinh 2008 cùng FIFA World Cup 2018. Mengniu nổi bật nhờ chiến lược tiếp thị mạnh mẽ và mở rộng quốc tế.

**Morinaga Milk Industry (Nhật Bản)** là một công ty sữa lớn của Nhật Bản, trụ sở tại Tokyo, thành lập năm 1917. Chuyên sản xuất sữa tươi, sữa chua, kem, sữa bột và thực phẩm dinh dưỡng, Morinaga nổi tiếng với các sản phẩm như sữa bột trẻ em, cà phê đóng hộp "Mount Rainier" và bánh kẹo. Công ty tập trung vào chất lượng cao, an toàn thực phẩm và có mặt trên nhiều thị trường quốc tế.

**YAKULT HONSHA (Nhật Bản)** Yakult Honsha là công ty Nhật Bản trụ sở tại Tokyo, nổi tiếng với đồ uống sữa chua lên men Yakult chứa lợi khuẩn Lactobacillus. Thành lập năm 1935 bởi bác sĩ Minoru Shirota, Yakult tập trung vào sức khỏe đường ruột, phân phối sản phẩm tại hơn 40 quốc gia. Công ty niêm yết trên sàn Tokyo, mạnh về nghiên cứu vi sinh và marketing đơn giản nhưng hiệu quả.

**Fraser & Neave Holdings Bhd (Malaysia)** Fraser & Neave Holdings Bhd (F&NHB) là công ty hàng đầu Malaysia trong lĩnh vực thực phẩm và đồ uống, trụ sở tại Shah Alam. Thành lập năm 1883, F&NHB sản xuất và phân phối đồ uống (100PLUS, F&N Seasons), sản phẩm sữa (F&N Magnolia, Farmhouse), và thực phẩm, với doanh thu hàng năm khoảng 4 tỷ RM. Niêm yết trên Bursa Malaysia, công ty nổi tiếng với chất lượng sản phẩm halal, hoạt động tại Malaysia, Thái Lan, Brunei và xuất khẩu sang nhiều nước.

**Bảng 17: Các Công ty sản xuất sữa có vị thế nội địa tương đồng với VNM - Mức trung bình của ngành được tính từ 5 công ty nêu trên**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
<b>Số ngày phải thu</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	26,0x	26,4x	27,1x	26,8x	27,2x	27,9x	27,0x
Trung vị	23,3x	23,4x	24,3x	23,8x	25,4x	26,6x	24,0x
<b>Số ngày tồn kho</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	44,8x	46,5x	48,2x	47,3x	51,8x	54,6x	47,7x
Trung vị	41,4x	43,9x	44,4x	43,4x	51,3x	57,8x	44,2x
<b>Số ngày phải trả</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	124,6x	122,3x	120,6x	115,7x	124,2x	116,3x	121,5x
Trung vị	53,0x	55,9x	56,4x	53,2x	65,5x	59,7x	56,2x
<b>Biên LN gộp</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	40,5%	40,3%	39,3%	39,2%	39,3%	39,9%	39,6%
Trung vị	37,8%	37,5%	35,1%	34,7%	33,9%	35,0%	35,1%
<b>CPBH&amp;QLDN/DT thuần</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	32,1%	31,5%	31,1%	30,5%	30,4%	30,4%	30,8%
Trung vị	30,1%	29,3%	30,3%	29,4%	28,3%	28,7%	29,3%
<b>Biên LN ròng</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	5,4%	5,5%	5,5%	5,9%	6,1%	6,0%	5,7%
Trung vị	5,9%	6,3%	6,0%	6,8%	6,7%	6,6%	6,4%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
<b>EV/EBITDA</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	14,8x	15,4x	19,2x	19,8x	16,5x	13,2x	15,8x
Trung vị	14,9x	15,7x	16,6x	21,8x	17,5x	12,1x	15,8x
<b>P/E</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	29,1x	25,7x	22,6x	27,9x	28,0x	22,7x	19,8x
Trung vị	28,9x	25,2x	23,1x	29,1x	26,3x	22,1x	15,6x
<b>P/B</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	3,2x	2,8x	3,4x	3,9x	3,6x	3,1x	2,6x
Trung vị	2,9x	2,9x	3,5x	3,6x	3,8x	3,3x	2,6x
<b>P/S</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	1,5x	1,3x	1,5x	1,7x	1,9x	1,8x	1,5x
Trung vị	1,3x	1,3x	1,7x	1,9x	2,1x	1,5x	1,3x

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## PHỤ LỤC 2 – VNM TRONG CÂU CHUYỆN NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Như đã đề cập trong báo cáo chiến lược năm, TTCK Việt Nam đã giải quyết hai tiêu chí còn lại mà tổ chức FTSE yêu cầu để được nâng hạng. Do đó, FTSE có thể ghi nhận Việt Nam đủ điều kiện nâng hạng trong kỳ xem xét tháng 3/2025. ([Tham khảo báo cáo chiến lược năm 2025 – Dám cất cánh](#))

Việc nâng hạng thị trường Việt Nam (từ thị trường cận biên - Frontier Market lên thị trường mới nổi - Emerging Market theo phân loại của các tổ chức như FTSE Russell hay MSCI) mang lại nhiều lợi ích tiềm năng cho các công ty niêm yết như Vinamilk (VNM). Chúng tôi liệt kê một vài lợi ích quan trọng mà VNM có thể nhận được:

- **Thu hút vốn đầu tư nước ngoài:** Khi Việt Nam được nâng hạng, thị trường chứng khoán sẽ thu hút thêm dòng vốn từ các quỹ đầu tư lớn, đặc biệt là các quỹ ETFs chuyên đầu tư vào thị trường mới nổi. VNM, với vị thế là một trong những blue-chip hàng đầu trên sàn HOSE, có khả năng cao được các quỹ này rót vốn, từ đó tăng thanh khoản và giá trị cổ phiếu.
- **Tăng uy tín và khả năng tiếp cận vốn quốc tế:** Nâng hạng thị trường giúp nâng cao hình ảnh của Việt Nam trên bản đồ tài chính toàn cầu. Nhờ đó, VNM, một công ty đã có chiến lược xuất khẩu mạnh mẽ (hiện diện tại hơn 60 quốc gia), sẽ có cơ hội tăng uy tín thương hiệu, tạo điều kiện thuận lợi hơn khi vay vốn hoặc phát hành trái phiếu quốc tế với chi phí thấp hơn.
- **Cải thiện định giá cổ phiếu:** Sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài thường đi kèm với việc định giá cổ phiếu dựa trên chuẩn mực quốc tế. VNM, với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành hàng sữa của Việt Nam, có thể sẽ được tái định giá ở mức P/E cao hơn P/E của thị trường chung.

### Chúng tôi nhận thấy các thị trường mới nổi thường giao dịch ở mức P/E cao hơn thị trường cận biên.

- *Frontier Markets: P/E trung bình ~10-14 lần.*
- *Emerging Markets: P/E trung bình ~15-20 lần (tùy ngành và quốc gia). Ngành sữa và thực phẩm tiêu dùng nhanh (FMCG) ở các thị trường mới nổi thường có P/E dao động từ 18-25 lần, cao hơn mức 15-18 lần ở thị trường cận biên.*

Với VNM, là công ty đầu ngành sữa Việt Nam, P/E có thể được định lại từ mức hiện tại (~14 lần) lên mức tương đương với các công ty sữa lớn trong khu vực Emerging Market như chúng tôi đã nhắc đến: P/E trung bình 2017-23 của Inner Mongolia Yili Group (Trung Quốc) ~23 lần, Mengniu Dairy (Trung Quốc) ~25 lần, F&N Holdings (Malaysia) ~19 lần.

**Bảng 18: Tỷ trọng Top10 cổ phiếu trong rổ FTSE tính đến T1-2025**

FTSE	HPG	VHM	VCB	VIC	VNM	MSN	SSI	KDH	VJC	VRE	Khác
Tỷ trọng	13,85%	8,68%	8,62%	8,27%	7,60%	7,47%	5,45%	3,03%	2,69%	2,56%	31,78%
MSCI	HPG	VHM	VCB	VIC	VNM	MSN	SSI	KDH	VPB	DGC	Khác
Tỷ trọng	10,59%	7,66%	6,58%	5,90%	5,79%	5,60%	4,42%	2,86%	2,86%	2,64%	45,10%

*Nguồn: FTSE, MSCI, CTCK Rồng Việt*



**PHỤ LỤC 3 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29**

**Bảng 19: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (tỷ đồng) (Quay lại trang 4)**

DOANH THU THEO MẢNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
<b>Mảng nội địa</b>	<b>51.202</b>	<b>50.704</b>	<b>50.617</b>	<b>50.799</b>	<b>52.470</b>	<b>53.937</b>	<b>55.175</b>	<b>56.432</b>	<b>57.756</b>
Tăng trưởng YoY	0,7%	-1,0%	-0,2%	0,4%	3,3%	2,8%	2,3%	2,3%	2,3%
<b>Mảng nước ngoài</b>	<b>9.717</b>	<b>9.252</b>	<b>9.752</b>	<b>10.983</b>	<b>11.652</b>	<b>12.465</b>	<b>13.166</b>	<b>13.917</b>	<b>14.697</b>
Tăng trưởng YoY	10,5%	-4,8%	5,4%	12,6%	6,1%	7,0%	5,6%	5,7%	5,6%
Xuất khẩu	6.128	4.828	5.039	5.664	5.902	6.285	6.538	6.826	7.129
Tăng trưởng YoY	10,2%	-21,2%	4,4%	12,4%	4,2%	6,5%	4,0%	4,4%	4,4%
Chi nhánh ở nước ngoài	3.589	4.424	4.713	5.319	5.749	6.181	6.628	7.091	7.568
Tăng trưởng YoY	11,0%	23,3%	6,5%	12,9%	8,1%	7,5%	7,2%	7,0%	6,7%
<b>Tổng VNM</b>	<b>60.919</b>	<b>59.956</b>	<b>60.369</b>	<b>61.783</b>	<b>64.121</b>	<b>66.402</b>	<b>68.341</b>	<b>70.349</b>	<b>72.453</b>
Tăng trưởng YoY	2,2%	-1,6%	0,7%	2,3%	3,8%	3,6%	2,9%	2,9%	3,0%
TỶ TRỌNG DOANH THU	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Mảng nội địa	84,0%	84,6%	83,8%	82,2%	81,8%	81,2%	80,7%	80,2%	79,7%
Xuất khẩu	10,1%	8,1%	8,3%	9,2%	9,2%	9,5%	9,6%	9,7%	9,8%
Chi nhánh ở nước ngoài	5,9%	7,4%	7,8%	8,6%	9,0%	9,3%	9,7%	10,1%	10,4%

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt ước tính

**Bảng 20: Biên LN gộp dự phóng theo mảng (Quay lại trang 5)**

LỢI NHUẬN GỘP THEO MẢNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Mảng nội địa	22.047	20.555	20.893	20.975	21.366	21.799	22.039	22.275	22.525
Xuất khẩu	3.503	2.585	2.752	3.385	3.246	3.457	3.596	3.755	3.921
Chi nhánh ở nước ngoài	728	756	899	1.230	1.359	1.491	1.599	1.711	1.826
<b>Tổng VNM</b>	<b>26.278</b>	<b>23.897</b>	<b>24.545</b>	<b>25.590</b>	<b>25.970</b>	<b>26.747</b>	<b>27.234</b>	<b>27.740</b>	<b>28.272</b>
Tăng trưởng YoY	22,9%	15,4%	11,7%	-27,0%	25,8%	8,1%	8,4%	6,2%	5,3%
BIÊN LN GỘP THEO MẢNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Mảng nội địa	43,1%	40,5%	41,3%	41,3%	40,7%	40,4%	39,9%	39,5%	39,0%
Xuất khẩu	57,2%	53,5%	54,6%	59,8%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%
Chi nhánh ở nước ngoài	20,3%	17,1%	19,1%	23,1%	23,6%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%
<b>Tổng VNM</b>	<b>43,1%</b>	<b>39,9%</b>	<b>40,7%</b>	<b>41,4%</b>	<b>40,5%</b>	<b>40,3%</b>	<b>39,9%</b>	<b>39,4%</b>	<b>39,0%</b>

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt ước tính

**Bảng 21: Tỷ lệ CPBH&QLDN/Doanh thu thuần dự phóng (Quay lại trang 6)**

CPBH&QLDN/Doanh thu thuần	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
<b>Tổng VNM</b>	<b>23,8%</b>	<b>23,6%</b>	<b>24,5%</b>	<b>24,6%</b>	<b>24,7%</b>	<b>24,8%</b>	<b>24,9%</b>	<b>24,9%</b>	<b>25,0%</b>

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt ước tính

**Bảng 22: Biên lợi nhuận ròng dự phóng** (Quay lại trang 6)

LỢI NHUẬN RÒNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
<b>Tổng VNM</b>	<b>10.532</b>	<b>8.516</b>	<b>8.874</b>	<b>9.392</b>	<b>9.297</b>	<b>9.418</b>	<b>9.449</b>	<b>9.510</b>	<b>9.516</b>
Tăng trưởng YoY	-5,1%	-19,1%	4,2%	5,8%	-1,0%	1,3%	0,3%	0,7%	0,1%
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
<b>Tổng VNM</b>	<b>17,3%</b>	<b>14,2%</b>	<b>14,7%</b>	<b>15,2%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,2%</b>	<b>13,8%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,1%</b>

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt ước tính

**Bảng 23: Chỉ số hoạt động dự phóng** (Quay lại trang 7)

VỐN LƯU ĐỘNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Số ngày phải thu	35	37	39	37	38	39	38	38	38
Số ngày tồn kho	71	56	62	57	57	57	57	57	57
Số ngày phải trả	44	43	39	39	39	39	39	39	39

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt ước tính

**Bảng 24: Cổ tức tiền mặt hằng năm** (Quay lại trang 8)

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	3.600	5.250	2.950	3.850	4.090	4.140	4.160	4.180	4.190
Tỷ lệ chi trả cổ tức	68,7%	77,5%	95,7%	92,0%	92,0%	92,0%	92,0%	92,0%	92,0%
Tỷ suất cổ tức	3,3%	6,2%	3,8%	5,7%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,8%

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

## BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

## TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

**Nguyễn Thị Phương Lam**  
*Head of Research*  
lam.ntp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1313)

**Đỗ Thanh Tùng**  
*Manager*  
tung.dt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1521)  
• Ngân hàng  
• Công Nghệ

**Đỗ Thạch Lam**  
*Manager*  
lam.dt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)  
• BĐS dân dụng  
• Vật liệu xây dựng  
• BĐS Khu công nghiệp

**Lê Tự Quốc Hưng**  
*Manager*  
hung.ltq@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)  
• Chiến lược Thị trường  
• Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Thủy Quyên**  
*Senior Analyst*  
quyen.nt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)  
• Bán lẻ  
• Dược

**Trần Thị Hà My**  
*Senior Consultant*  
my.tth@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006  
• Kinh tế vĩ mô

**Cao Ngọc Quân**  
*Analyst*  
quan.cn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (2223)  
• Cảng biển  
• Hàng không  
• Dệt may

**Lê Ngọc Hiền**  
*Analyst*  
hien.ln@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)  
• Thủy sản  
• Phân bón

**Nguyễn Bảo Hưng**  
*Analyst*  
hung.nb@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)  
• Bán lẻ  
• Ô tô & Phụ tùng  
• Tiêu dùng

**Võ Nguyễn Vũ Toàn**  
*Analyst*  
toan.vnv@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)  
• Kinh tế vĩ mô

**Phạm Hữu Luân**  
*Analyst*  
luan.ph@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)  
• Bán lẻ

**Nguyễn Thị Quỳnh Giao**  
*Analyst*  
giao.ntq@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)  
• BĐS dân dụng  
• BĐS Khu công nghiệp

**Tô Hạnh Trang**  
*Analyst*  
trang.th@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006  
• Ngân hàng

**Lê Huỳnh Hương**  
*Analyst*  
huong.lh@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)  
• Dầu khí

**Nguyễn Đức Chính**  
*Analyst*  
chinh1.nd@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)  
• Tiện ích công cộng

**Trần Thị Ngọc Hà**  
*Assistant*  
ha.ttn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

**Phan Thị Phương Thảo**  
*Assistant*  
thao.ptp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon  
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM  
 ☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn  
 ☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn  
 MST 0304734965

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow  
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội  
 ☎ (+84) 24 6288 2006  
 ☎ (+84) 24 6288 2008

### CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,  
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa  
 ☎ (+84) 25 8382 0006  
 ☎ (+84) 25 8382 0008

### CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank  
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ  
 ☎ (+84) 29 2381 7578  
 ☎ (+84) 29 2381 8387

### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

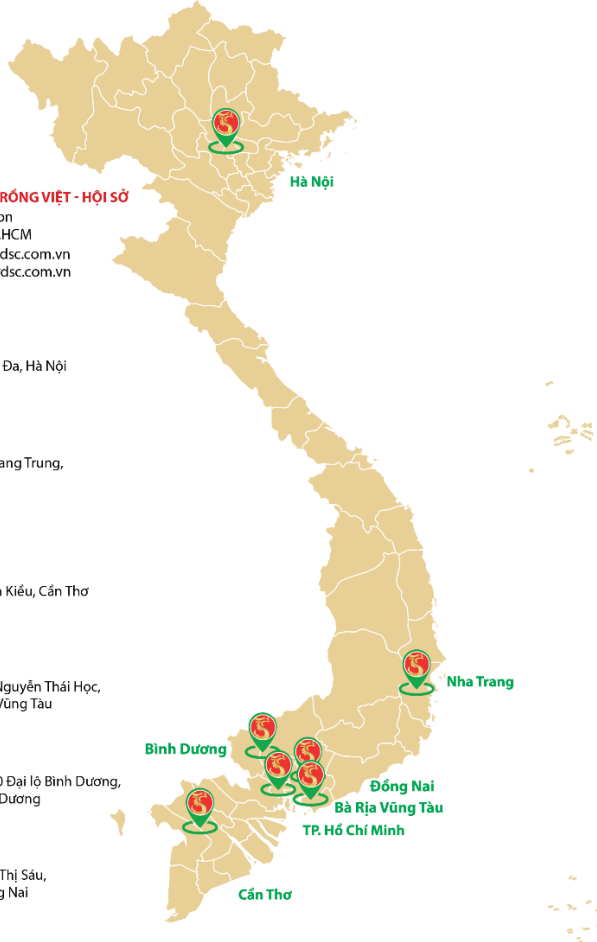
Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,  
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu  
 ☎ (+84) 25 4777 2006

### CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,  
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương  
 ☎ (+84) 27 4777 2006

### CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,  
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai  
 ☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**