

CTCP Giống bò sữa Mộc Châu

Thương hiệu gần 70 năm tuổi tái sinh

22/05/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

Dòng sản phẩm mới cao cấp Mộc Châu Creamery kì vọng phục hồi mảng sữa thương hiệu của MCM

Cuối 2025, MCM công bố chiến lược phát triển thương hiệu Mộc Châu Creamery (MCC) với định vị phân khúc cao cấp, gắn liền với câu chuyện di sản gần 70 năm nghề sữa tại vùng Tây Bắc. Theo đó, MCC được đầu tư kỹ lưỡng cho hình ảnh, mẫu mã và câu chuyện thương hiệu, kỳ vọng đóng góp 30%-40% doanh thu mảng sữa thương hiệu vào 2028F và dần trở thành dòng sản phẩm chủ lực của MCM.

KQKD 1Q2026 tích cực, phản ánh khởi đầu lạc quan của dòng sản phẩm mới

Trong 1Q2026, doanh thu và LNST của MCM đạt lần lượt 742 tỷ VNĐ (+25.4% YoY) và 80 tỷ VNĐ (+68% YoY). Mảng sữa thương hiệu là động lực chính với doanh thu tăng 26% YoY, trong khi doanh thu sữa nguyên liệu (bán cho VNM) tăng 9% YoY. Nhờ cơ cấu dịch chuyển sang mảng sữa thương hiệu, biên gộp của MCM cải thiện 400 bps so với 1Q2025.

Hai dự án thuộc tổ hợp “Thiên đường Sữa Mộc Châu” bước tới giai đoạn vận hành

Trang trại bò sữa mới, quy mô 4,000 con, sẽ đi vào hoạt động từ 2Q2026, kì vọng cung cấp thêm 20 nghìn tấn sữa/năm, tăng 25% so với quy mô hiện hữu và chủ yếu phục vụ cho dòng sản phẩm mới Mộc Châu Creamery. Chúng tôi ước tính trang trại sẽ vận hành tối đa công suất đàn vào năm 2028-2029.

Khai thác thị trường phía Nam với dự địa rộng lớn

MCM kì vọng tăng độ phủ kênh phân phối khoảng 5,000 điểm bán mới (+8%) trong 2026, tập trung ở các kênh hiện đại và khu vực phía Nam. Đây là thị trường tiềm năng nhất với nhu cầu tiêu dùng cao, năng động và ưa thích sản phẩm mới.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 35,700 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp FCFF và phương pháp so sánh với PE mục tiêu 12 lần, áp dụng trên EPS dự phóng năm 2026. Giá trị hợp lý của cổ phiếu là 35,700 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng tiềm năng tăng giá 24%.

MUA Lần đầu

Giá mục tiêu	35,700 VNĐ
Tăng/giảm (%)	24%
Giá hiện tại (22/5/2026)	VND 28,750
Giá mục tiêu đồng thuận	NA
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	3.1/0.1

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	31.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	1.0/0.0
Sở hữu nước ngoài (%)	0.0%
Cổ đông lớn	Vinamilk (VNM, 49%)

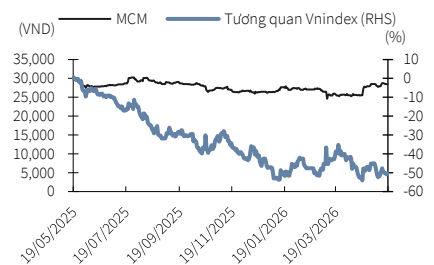
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	11.4	4.8	7.0	-4.4
Tương đối	5.3	-0.9	-9.9	-53.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	2,917	2,835	3,154	3,377
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	152	224	288	303
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VNĐ)	220	216	271	307
EPS (VNĐ)	1,999	1,961	2,464	2,793
Tăng trưởng EPS (%)	-41.3	-1.9	25.7	13.3
P/E (x)	14.3	14.5	11.6	10.2
P/B (x)	1.4	1.4	1.4	1.3
ROE (%)	9	9	12	13
Tỷ suất cổ tức (%)	7.0	7.0	7.0	7.0

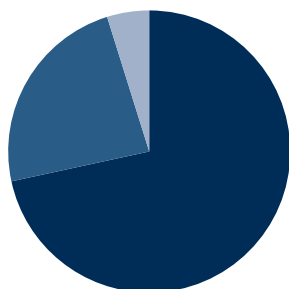
Nguồn: Fiiipro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2025

■ Sữa thương hiệu MCM ■ Bán cho VNM (chủ yếu là sữa thô) ■ Khác



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

MCM sở hữu lợi thế vùng chăn nuôi bò sữa có khí hậu thuận lợi, cho ra năng suất và chất lượng sữa cao với chi phí thấp. Tổng sản lượng sữa thương phẩm hàng năm của công ty đạt khoảng 82-85 nghìn tấn, chiếm 7%-8% sản lượng sữa bò toàn quốc. Sản phẩm Thương hiệu Mộc Châu Milk có độ nhận diện cao ở phía Bắc và có mặt gần 70 năm trên thị trường.

Điểm nhấn đầu tư

Thương hiệu Mộc Châu Creamery kỳ vọng giúp tăng trưởng kép doanh thu mảng sữa thương hiệu riêng từ 10%/năm trong 2026-2030, qua đó cải thiện biên gộp chung lên mức 32%-33%.

Dự án “Thiên Đường Sữa Mộc Châu” đến giai đoạn vận hành và dự kiến tối ưu công suất vào 2028, tăng sản lượng lên khoảng 25%.

Tỷ suất cổ tức dài hạn hấp dẫn. Dòng tiền ổn định và tài chính vững mạnh giúp duy trì tỷ suất tối thiểu 7% trên thị giá hiện tại.

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

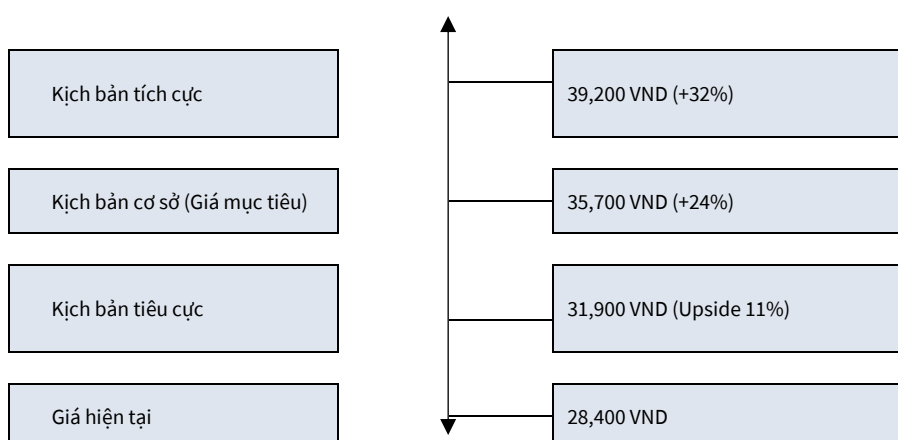
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Doanh thu	3,154	3,377	NA	NA	NA	NA	NA	NA
EBIT	224	288	NA	NA	NA	NA	NA	NA
LNST công ty mẹ	271	307	NA	NA	NA	NA	NA	NA

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Kịch bản cơ sở (2026)

- 1) LNST 2026 đạt 271 tỷ VND, +26% YoY
- 2) CAGR LNST đạt 14.5%/năm trong 2025-2030
- 3) SG&A ổn định ở mức 23% doanh thu

Kịch bản tích cực:

- 1) LNST 2026 đạt 294 tỷ VND, +36% YoY
- 2) CAGR LNST đạt 18%/năm trong 2025-2030
- 3) SG&A ổn định ở mức 23% doanh thu

Kịch bản tiêu cực

- 1) LNST 2026 đạt 246 tỷ VND, +14% YoY
- 2) CAGR LNST đạt 9%/năm trong 2025-2030
- 3) SG&A ổn định ở mức 23% doanh thu

Tổng quan doanh nghiệp

MCM là công ty sữa đầu tiên trong nước

CTCP Giống bò sữa Mộc Châu (MCM) được thành lập vào năm 1958 và là doanh nghiệp đầu tiên của ngành sữa Việt Nam, có lịch sử 68 năm sản xuất và kinh doanh các sản phẩm sữa. Thương hiệu sữa Mộc Châu Milk rất được ưa chuộng tại khu vực miền Bắc và từng chiếm 23% thị phần tại đây vào năm 2021.

Bảng 1. Lịch sử hình thành, quá trình phát triển

1958	• Tiền thân là Nông trường Quân đội Mộc Châu được thành lập, là đơn vị đầu tiên khai mở ngành sữa công nghiệp tại Việt Nam
1976	• Nhận món quà từ nhân dân Cuba do Chủ tịch Fidel Castro trao tặng gồm 884 con bò sữa
1985	• Bước vào giai đoạn phát triển vượt trội, với quy mô 2,800 con bò và sản xuất được 3,200 tấn sữa
2001	• Triển khai "Quỹ bảo hiểm vật nuôi" giúp nông dân yên tâm đầu tư, mở rộng chăn nuôi.
2005	• Chuyển đổi mô hình quản lý từ doanh nghiệp nhà nước sang Công ty Cổ phần
2010 - 2014	• Khánh thành các 3 Trung tâm bò giống quy mô lớn và Nhà máy thức ăn chăn nuôi tổng hợp (TMR) đầu tiên tại Việt Nam
2016 - 2017	• Nhà nước thoái vốn 100%. MCM bắt đầu quá trình tái định vị để vươn tầm thành thương hiệu quốc gia
2019	• Vinamilk chính thức thu tóm và trở thành công ty mẹ của MCM
2020 - 2021	• Cổ phiếu MCM chính thức giao dịch trên sàn UPCOM. Bắt đầu triển khai các dự án chăn nuôi bò sữa công nghệ cao.
2022	• Khởi công đại dự án "Tổ hợp Thiên đường sữa Mộc Châu"
2024	• Chuyển sàn thành công và chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE)
2025	• Ra mắt thương hiệu mới thuộc phân khúc cao cấp "Mộc Châu Creamery", đánh dấu bước chuyển mình chiến lược nhằm tái định vị sản phẩm và giảm cạnh tranh trực tiếp với công ty mẹ





Nguồn: MCM, KBSV

Cơ cấu doanh thu

Hiện cơ cấu doanh thu của MCM bao gồm 3 mảng chính:

- Sữa thương hiệu Mộc Châu Milk:** Đây là mảng kinh doanh cốt lõi, chiếm khoảng 60%-80% doanh thu trong 2020-2025 và biên lợi nhuận gộp cao nhất, ước đạt 35%-40%. Hai sản phẩm chính là sữa tươi đóng hộp và sữa chua ăn.
- Sữa nguyên liệu:** Cung cấp cho công ty mẹ Vinamilk (HOSE: VNM, công ty sữa lớn nhất Việt Nam), chiếm 20%-25% doanh thu. Biên gộp của mảng này thấp hơn, đạt từ 10%-20%.
- Thức ăn chăn nuôi và khác:** Cung cấp thức ăn chăn nuôi và dịch vụ thú y cho nông hộ, chiếm ~5%-10% doanh thu và có biên gộp thấp từ 5%-10%.

Bảng 2. Các sản phẩm sữa thương hiệu Mộc Châu Milk

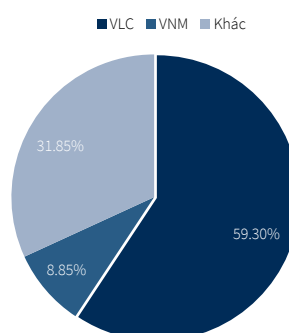
Dòng sản phẩm	Kích cỡ và giá bán lẻ tham khảo	Mẫu mã sản phẩm
Sữa tiệt trùng	<ul style="list-style-type: none"> Hộp 180 ml: 8,000-12,000 VNĐ Chai 1 lít: 34,000-40,000 VNĐ Đa dạng các hương vị trái cây 	
Sữa thanh trùng	<ul style="list-style-type: none"> Hộp 450 ml: 20,000 VNĐ – 30,000 VNĐ/hộp Hộp 880 ml: 40,000 VNĐ – 46,000 VNĐ/ Hộp Hộp 900 ml: trên 44,000 VNĐ/hộp 	
Sữa chua	<ul style="list-style-type: none"> Hộp 100 ml: 6,000 – 8,000 VNĐ/ hộp Đa dạng các hương vị trái cây 	
Sản phẩm khác	<ul style="list-style-type: none"> Hộp bơ 100 gr: 30,000 VNĐ/hộp Bánh sữa 200g: 30,000 – 34,000 VNĐ/hộp 	

Nguồn: KBSV tổng hợp

Cơ cấu sở hữu

Thông qua công ty con Vilico (HOSE: VLC, VNM sở hữu 68.94%), Vinamilk hoàn thành thương vụ đầu tư MCM vào năm 2020 và hiện nắm giữ trực tiếp/gián tiếp 49% cổ phần. Sau thương vụ, ban lãnh đạo VNM tham gia các vị trí chủ chốt trong HĐQT MCM, giúp cải thiện quản trị và định hướng kinh doanh dài hạn. Đáng chú ý, bà Mai Kiều Liên — Tổng Giám Đốc VNM — đồng thời giữ vai trò Chủ tịch HĐQT MCM. Điều này khiến các hoạt động kinh doanh và định hướng phát triển của MCM bị chi phối bởi VNM.

Biểu đồ 3. Cơ cấu cổ đông của MCM



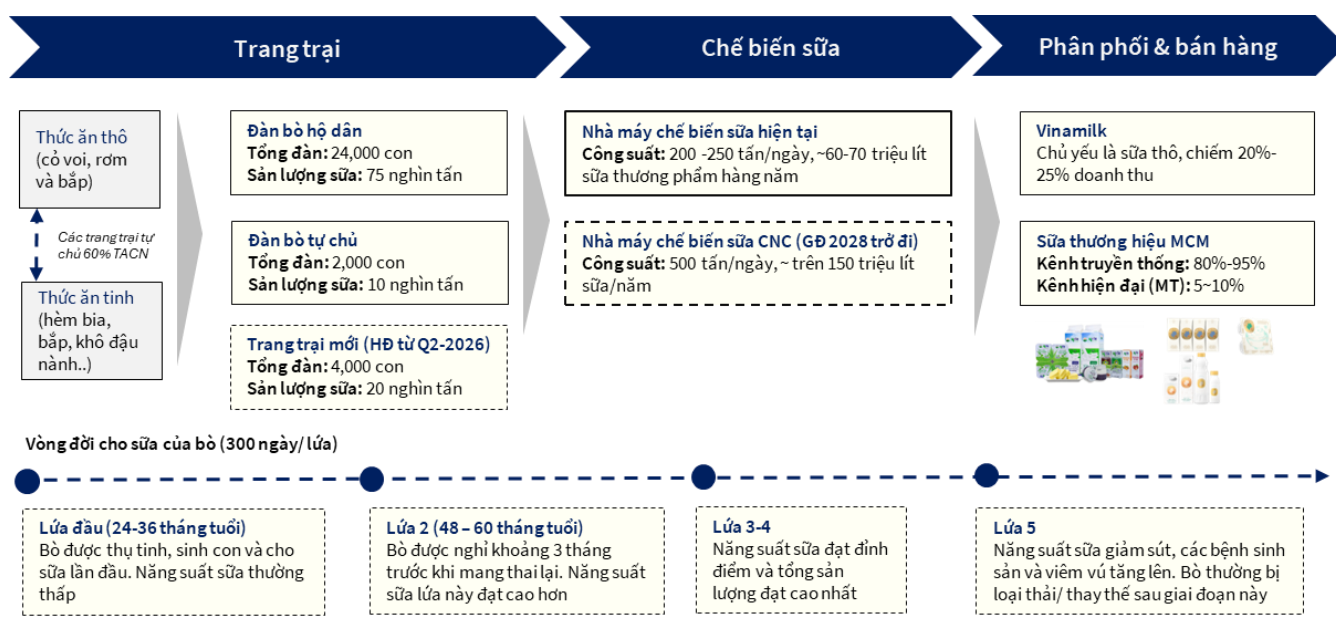
Nguồn: MCM

Hoạt động kinh doanh

Chuỗi giá trị khép kín giúp tối ưu chi phí

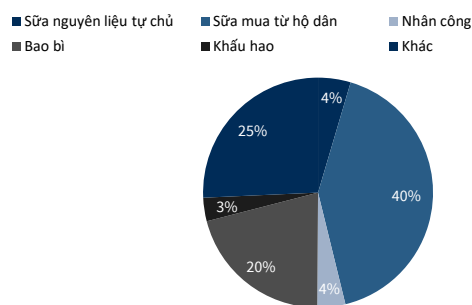
Hiện MCM sở hữu và vận hành 2 nhà máy chế biến sữa, 3 trung tâm chăn nuôi bò và 1 nhà máy thức ăn chăn nuôi. Tổng đàn bò sữa của doanh nghiệp dao động quanh 26,500 con, chiếm 8% đàn bò cả nước, trong đó, công ty tự chủ 2,000 con và liên kết với hệ thống nông hộ địa phương, quy mô ~ 24,500 con. Công ty đảm nhiệm cung cấp các dịch vụ thú y, giống tinh, TACN, và thu mua nguyên liệu, giúp các hộ dân yên tâm trong việc đầu tư vào trang trại và duy trì hoạt động nuôi bò. Mô hình liên kết giúp giảm chi phí đầu tư đất, chuồng trại, đàn bò, và cho phép doanh nghiệp tập trung hơn vào khâu chế biến sản phẩm sữa và quảng cáo, bán hàng.

Bảng 4. Mô hình kinh doanh của MCM



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 5. Cơ cấu chi phí sản xuất



Nguồn: KBSV ước tính

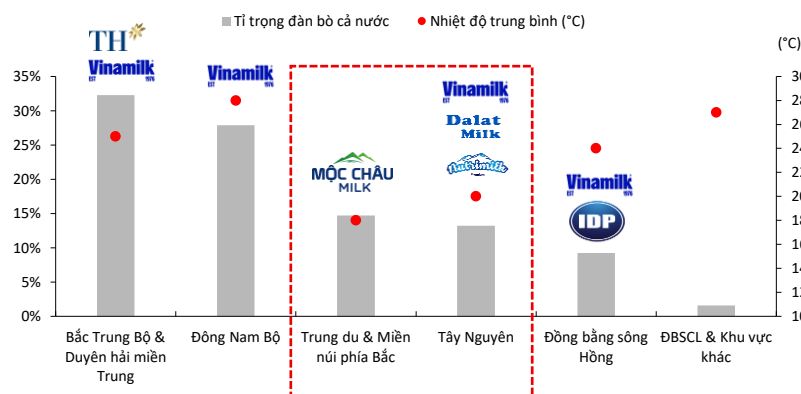
MCM sở hữu vùng chăn nuôi bò sữa lý tưởng

Cao Nguyên Mộc Châu là vùng có điều kiện thổ nhưỡng lý tưởng cho chăn nuôi bò với nhiệt độ trung bình từ 15 – 25 độ C. Nhờ khí hậu cao nguyên, bò ít sử dụng năng lượng để giữ nhiệt, chỉ tiêu thụ 50% lượng thức ăn để duy trì hoạt động cơ thể trong khi con số này ở các vùng nhiệt đới khác là 75%. Phần thức ăn hấp thụ còn lại của bò là dành chuyển hóa sữa, giúp giảm chi phí thức ăn trên mỗi lít sữa thương phẩm. Ngoài ra, khí hậu thuận lợi giúp giảm chi phí đầu tư vào các thiết bị làm mát cho các trang trại, so với các vùng nuôi bò trọng điểm khác trên toàn quốc. Về TACN, hầu hết các trang trại có khả năng tự chủ cao, ~60% nguyên liệu thức ăn như cỏ voi và ngô sinh khối, được trồng từ diện tích đất chăn nuôi, giúp tối ưu chi phí nuôi bò. Điều này hạn chế tác động của giá nguyên liệu trên thị trường lên chi phí sản xuất hàng năm của doanh nghiệp.

Điều kiện tự nhiên thuận lợi giúp chăn nuôi bò sữa tại khu vực miền núi phía bắc (Mộc Châu, Ba Vì) và Tây Nguyên (Đà Lạt và Pleiku) cho **năng suất cao, chất lượng sữa tốt và chi phí vận hành thấp.**

Mặt khác, khu vực Bắc Trung Bộ & Duyên Hải Miền Trung và Đông Nam Bộ có diện tích đất liền thửa lớn hơn, phù hợp để các doanh nghiệp lớn (TH, VNM) xây **siêu trang trại, ứng dụng công nghệ hiện đại và duy trì năng suất sữa cao.**

Biểu đồ 6. Phân bố đàn bò các doanh nghiệp theo vị trí địa lý

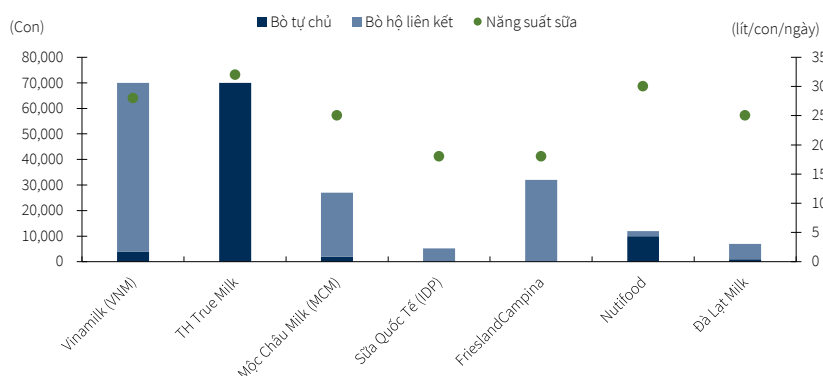


Nguồn: KBSV tổng hợp

MCM còn nhiều dư địa cải thiện năng suất sữa

Mặc dù sở hữu địa lý thuận lợi hơn hầu hết khu vực khác, năng suất sữa trang trại của MCM chỉ đạt 25 lít/con/ngày, cao hơn mức trung bình cả nước là 18 lít/con/ngày, nhưng thấp hơn so với đối thủ cạnh tranh như TH True Milk (32 lít/con/ngày) và VNM (28 lít/con/ngày). Chúng tôi cho rằng điều này đến từ việc TH và VNM đầu tư nhiều vào các siêu trang trại quy mô lớn, sử dụng giống bò thuần chủng Holstein cao sản và ứng dụng công nghệ tiên tiến trong chăn nuôi, giúp duy trì năng suất cao. Ngược lại, MCM dựa nhiều hơn vào mô hình liên kết với nông hộ, với đàn bò lai tạo địa phương, khiến năng suất sữa không đồng đều. Trong thời gian tới, MCM vẫn còn nhiều dư địa cải thiện năng suất và sản lượng sữa nhờ trang trại mới, đảm bảo nhu cầu cho hoạt động kinh doanh của công ty.

Biểu đồ 7. Quy mô đàn bò và năng suất của các doanh nghiệp lớn



Nguồn: KBSV tổng hợp, *Ghi chú: số liệu của VNM và TH không bao gồm công ty con là MCM và Đà Lạt Milk.

Danh mục sản phẩm trước đây của MCM chưa đa dạng

Nhìn chung, danh mục sản phẩm của MCM chưa được đầu tư phát triển và thiếu đa dạng, chủ yếu tập trung vào các sản phẩm truyền thống như sữa nước và sữa chua. Trong khi đó, các đối thủ có quy mô lớn hơn như Vinamilk, TH, FrieslandCampina... tập trung vào nghiên cứu phát triển, mở rộng danh mục sản phẩm đa dạng, đáp ứng được các nhu cầu khác nhau của người tiêu dùng như sữa đặc, sữa chua uống, sữa cao đậm, sữa không lactose,... Mặt khác, các sản phẩm phát triển mới của MCM như sữa đặc, bơ, bánh sữa có quy mô nhỏ, thiếu lợi thế cạnh tranh và chưa đóng góp nhiều vào doanh thu.

Các sản phẩm khác của MCM như sữa đặc, bơ và bánh sữa có thị phần khá hạn chế.

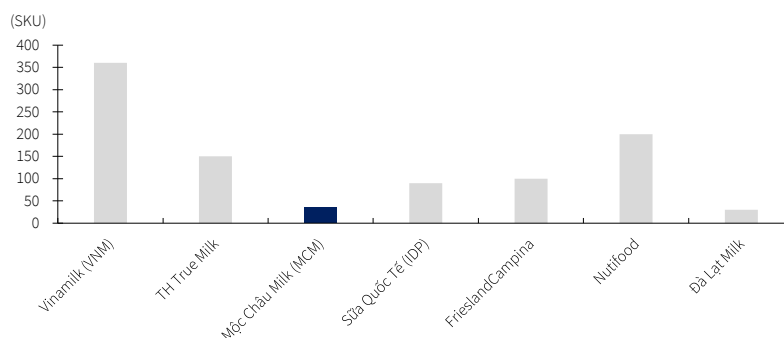
Biểu đồ 8. Danh mục sữa của các doanh nghiệp hàng đầu khá đa dạng

Thương hiệu	VNM	TH	MCM	IDP	FrieslandCampina	Nutifood
Sữa nước	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Sữa đặc	✓		✓		✓	✓
Sữa chua	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Sữa bột	✓	✓			✓	✓
Khác (sữa hạt, nước khác)	✓	✓	✓			✓

Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp

Số lượng SKU của MCM chỉ ở mức 40 sản phẩm, tương đối thấp so với ngành

Biểu đồ 9. Số lượng SKU của các doanh nghiệp hàng đầu



Nguồn: Euromonitor, Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp

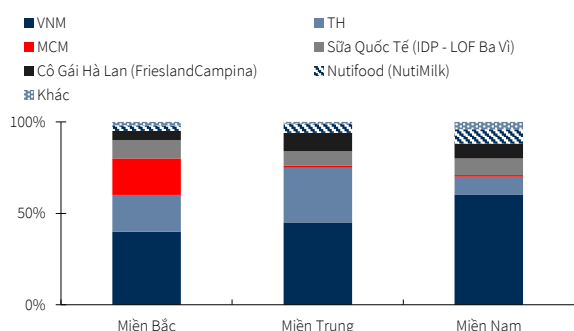
Thị phần cao ở miền Bắc

Mặc dù chỉ chiếm khoảng 2% toàn thị trường, MCM chiếm tới 18%-20% thị phần tại miền Bắc, và lên tới 40% tại một số khu vực miền núi phía Bắc, nhờ chiến lược giá thấp. Ở thị trường miền Nam, doanh nghiệp có sự hiện diện hạn chế, chỉ chiếm khoảng 1%-3% thị phần sữa tại đây. Điều này phần nào cho thấy sự hạn chế về đầu tư về quy mô sản lượng, thương hiệu và quảng cáo của MCM so với các đối thủ cạnh tranh. Số lượng điểm bán của doanh nghiệp trên toàn quốc đạt khoảng 60 nghìn điểm, chỉ bằng 1/3 so với công ty mẹ VNM và kém xa so với các đối thủ lớn.

Các sản phẩm có định vị bình dân, phù hợp với thị trường truyền thống

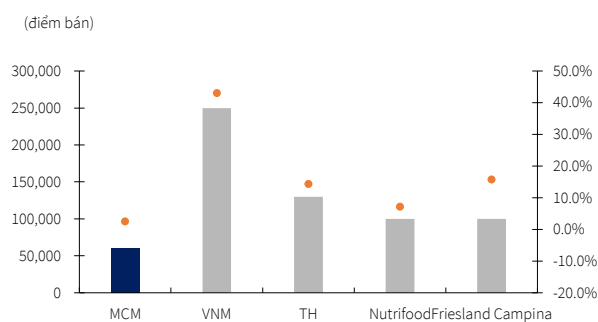
Trong quá khứ, MCM thâm nhập thị trường nhờ lợi thế giá (thấp hơn đối thủ 5%-15%) và mạng lưới phân phối phủ dày khu vực nông thôn phía Bắc. Tuy nhiên sau khi về với VNM (2020), chiến lược giá rẻ của MCM cạnh tranh trực tiếp với phân khúc bình dân của công ty mẹ, khiến MCM không còn được ưu tiên mở rộng để tránh trùng lặp sản phẩm trong hệ thống. Nhằm tái thiết lập động lực tăng trưởng và giải quyết xung đột vị thế, MCM thực hiện chiến lược tái định vị thông qua dòng sản phẩm mới Mộc Châu Creamery nhằm dịch chuyển lên phân khúc cao cấp, xây dựng câu chuyện thương hiệu về nguồn sữa tươi thảo nguyên để tạo sự khác biệt so với các dòng sản phẩm chủ lực của VNM ([chi tiết ở phần dưới](#)).

Biểu đồ 10. Thị phần của các doanh nghiệp tại các vùng miền



Nguồn: Euromonitor, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 11. Thị phần và số lượng điểm bán trên toàn quốc



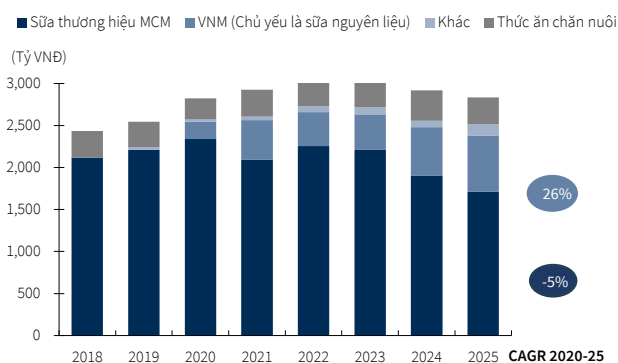
Nguồn: Euromonitor, KBSV tổng hợp và ước tính

Sữa tươi nguyên liệu bán cho công ty mẹ là động lực tăng trưởng chính từ 2020 đến nay

Trong 2020-2025, tổng doanh thu của MCM tăng trưởng thấp, đạt CAGR 0.1%/năm, chủ yếu do nhu cầu ngành sữa bão hòa và các sản phẩm của MCM không duy trì được lợi thế cạnh tranh. Cụ thể, từng mảng kinh doanh lần lượt:

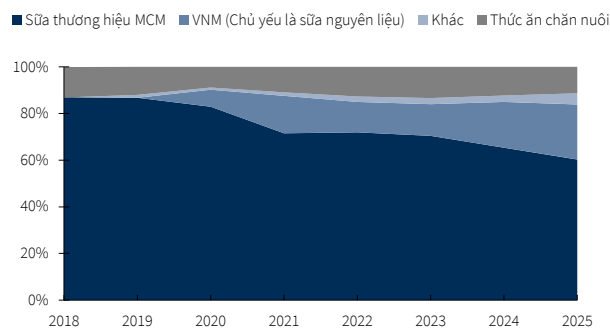
- **Sữa thương hiệu MCM:** CAGR doanh thu 2020-2025 đạt -5%/năm.
- **Sữa bán cho công ty mẹ:** CAGR doanh thu 2020-2025 đạt +26%/năm.

Biểu đồ 12. Cơ cấu doanh thu của MCM (Tỷ VNĐ)



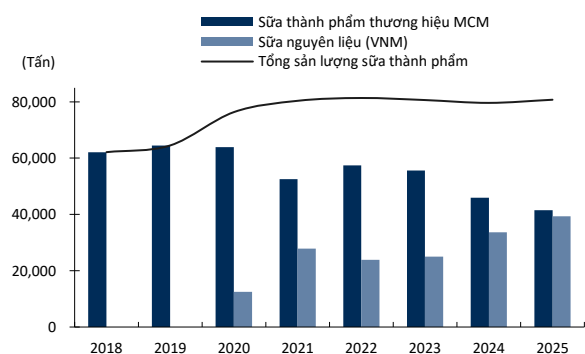
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 13. Cơ cấu doanh thu của MCM (%)



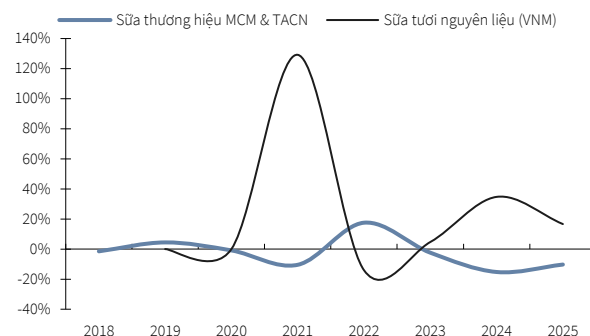
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

Biểu đồ 14. Ước tính sản lượng sữa thành phẩm của MCM



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 15. Tăng trưởng doanh thu hai mảng (% YoY)

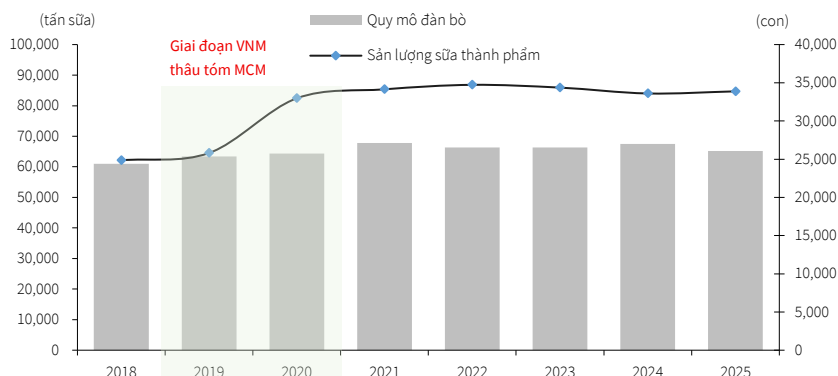


Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

Mặt khác, kinh nghiệm quản trị của VNM đã giúp MCM tối ưu chi phí, thắt chặt quy trình thu mua sữa nguyên liệu, giúp sản lượng sữa thô ước tăng 28% sau khi VNM tham gia điều hành.

Biểu đồ 16. Sản lượng sữa thành phẩm bán ra (bao gồm sữa thương hiệu và sữa thô)

Mặc dù quy mô đàn bò không thay đổi quá nhiều, sản lượng sữa thành phẩm bán ra ước đạt 82 nghìn tấn trong 2020 (+28% YoY) so với khoảng 62 nghìn tấn trong 2019, chủ yếu do (1) Thiết lập quy trình thu mua sữa nguyên liệu chặt chẽ hơn (2) Thúc đẩy bán sữa nguyên liệu dư thừa cho VNM. Điều này giúp gia tăng sản lượng bán hàng và tối ưu hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

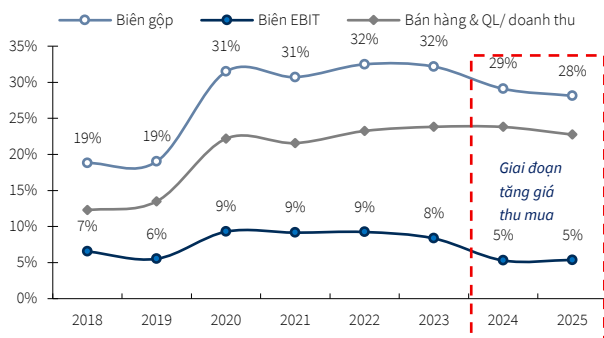


Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp

Biên lợi nhuận giảm từ 2024 do tăng giá thu mua và nền kinh tế suy yếu

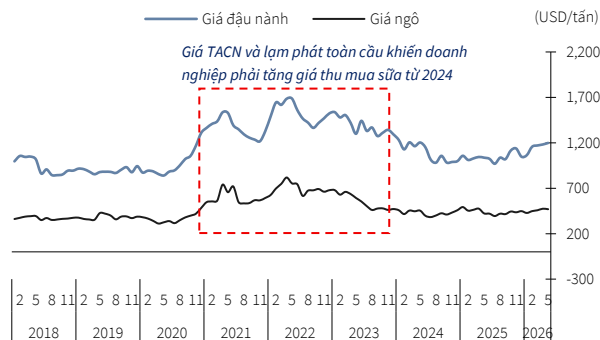
Trong 2024, giá thu mua sữa nguyên liệu của hộ dân được điều chỉnh tăng khoảng 7%-8%, nhằm khuyến khích nông hộ duy trì hoạt động trong bối cảnh lạm phát cao trên toàn cầu trong 2023 bào mòn biên lợi nhuận trang trại. Với chi phí thu mua chiếm khoảng 40% giá vốn, điều này khiến biên gộp của MCM giảm từ 32% trong 2023 xuống 29% trong 2024, do doanh nghiệp đã không thể tăng giá bán để bù đắp chi phí khi nhu cầu toàn ngành suy yếu.

Biểu đồ 17. Biên lợi nhuận của MCM sụt giảm mạnh nhất trong 2024



Nguồn: MCM

Biểu đồ 18. Giá ngô và đậu nành tham chiếu

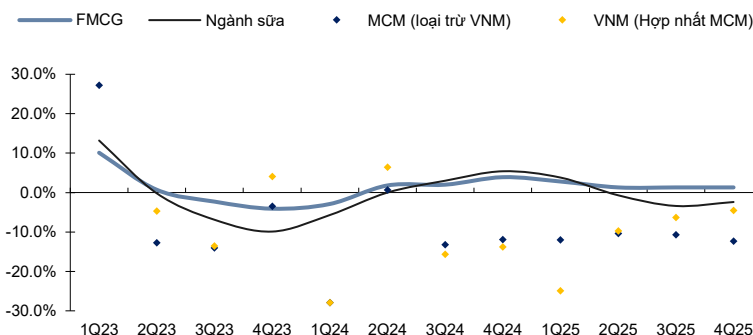


Nguồn: CBOT, Investing

Trong 2024/2025, kinh tế suy yếu và nhu cầu sữa bão hòa khiến tổng doanh thu ngành sữa tiếp tục suy giảm lần lượt -0.3%/-2.4% YoY trong 2024/2025.

Ngành sữa bước vào giai đoạn tăng trưởng thấp, từ -1% đến 3%/năm do tiêu thụ sữa đạt điểm bão hòa.

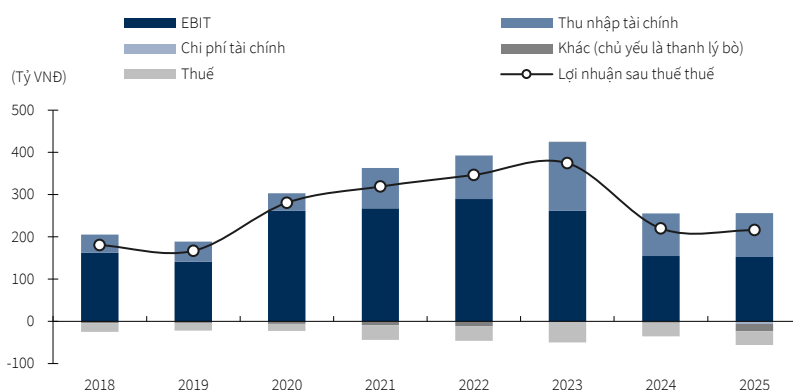
Biểu đồ 19. Tăng trưởng doanh thu ngành sữa và các doanh nghiệp



Nguồn: Nielsen IQ, VNM

Thu nhập tài chính chiếm 30%-40% lợi nhuận trước thuế trong 3 năm gần đây, chủ yếu đến từ việc các dự án chậm tiến độ khiến MCM chưa thể giải ngân mà chủ yếu tận dụng đầu tư tiền gửi ngắn hạn. Trong khi đó, mảng kinh doanh sữa cốt lõi lại suy giảm lợi nhuận

Biểu đồ 20. Bóc tách đóng góp LNST của MCM



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp

Cập nhật KQKD 1Q2026

Phục hồi tích cực nhờ đẩy mạnh thương hiệu Mộc Châu Creamery

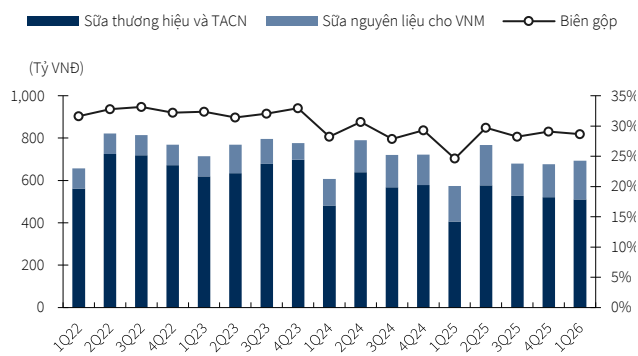
Hiệu quả hoạt động phục hồi khá tích cực trong 1Q2026, sau khi MCM đang đẩy mạnh các chương trình tiếp thị & xây dựng thương hiệu mới Mộc Châu Creamery. Chúng tôi cho **nhu cầu nhập thử** của các đại lý đã hỗ trợ mức tăng trưởng doanh thu 26% YoY của mảng sữa thương hiệu. Mức độ thành công của chiến lược tái định vị với thương hiệu Mộc Châu Creamery cần được đánh giá chi tiết hơn trong các quý tiếp theo.

Bảng 21. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	4Q2025	1Q2025	1Q2026	+/-%YoY	+/-%QoQ	Chú thích
Doanh thu	743	591	742	25%	0%	
Sữa thương hiệu MCM & TACN	578	406	510	26%	-12%	Doanh thu thương hiệu Mộc Châu tăng trưởng tốt trong quý đầu năm, phản ánh nhu cầu cải thiện sau chiến dịch tái định vị và mức nền thấp cùng kì – thời điểm VNM thực hiện tái cấu trúc kênh phân phối truyền thống (GT). MCC hiện chiếm 5% tổng doanh thu.
Sữa nguyên liệu	145	168	184	9%	27%	Doanh thu bán cho VNM tiếp tục tăng trưởng mạnh, phần lớn là sữa tươi nguyên liệu. Đóng góp của các sản phẩm MCM không đáng kể
Khác	20	17	48	174%	136%	
Lợi nhuận gộp	218	145	212	46%	-2%	Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh mẽ khi nhu cầu phục hồi, cơ cấu sản phẩm thương hiệu MCM cải thiện rõ ràng
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>29.3%</i>	<i>24.6%</i>	<i>28.6%</i>	<i>+403bps</i>	<i>-66bps</i>	
Thu nhập tài chính	25	24	25	3%	-1%	
Chi phí tài chính	(1)	(1)	(0)	-73%	-74%	MCM đã trả hết nợ vay ngắn hạn trong quý 1-2026
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-	-	-	0%	NA	
SG&A	165	113	147	31%	-10%	
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>22.1%</i>	<i>19.1%</i>	<i>19.9%</i>	<i>+81bps</i>	<i>-228bps</i>	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	77	56	90	61%	16%	
Thu nhập khác	2	(1)	1	+205%	-33%	
Lợi nhuận trước thuế	79	55	91	67%	15%	
Lợi nhuận sau thuế	64	48	80	68%	25%	
LNST công ty mẹ	64	48	80	68%	25%	
<i>Biên LNST</i>	<i>8.6%</i>	<i>8.1%</i>	<i>10.8%</i>	<i>272bps</i>	<i>217bps</i>	Tổng hợp, biên LNST phục hồi chủ yếu nhờ sự cải thiện ở cơ cấu doanh thu sang sữa thương hiệu MCM, đem lại biên gộp tốt hơn.

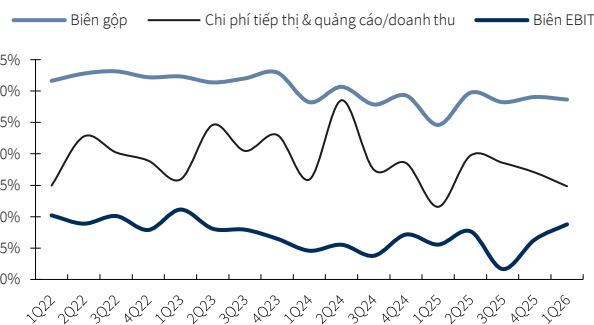
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 22. Biên lợi nhuận phục hồi nhờ doanh thu tăng trưởng



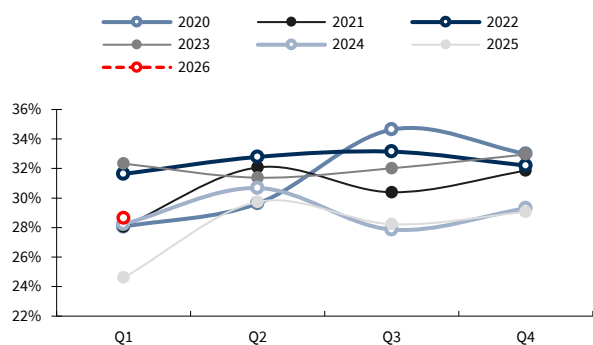
Nguồn: Truyền thông doanh nghiệp

Biểu đồ 23. Hiệu quả tiếp thị đang có dấu hiệu cải thiện



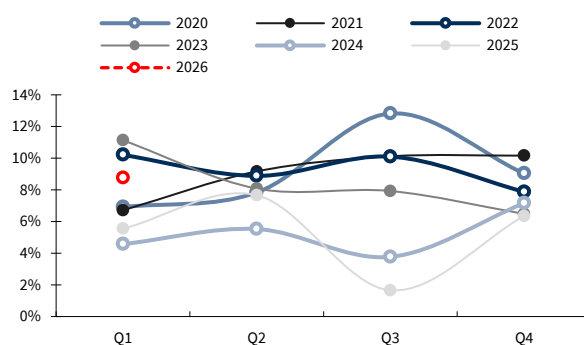
Nguồn: Truyền thông doanh nghiệp

Biểu đồ 24. Biên lợi nhuận gộp theo quý trong 2020-2025



Nguồn: MCM, KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 25. Biên lợi nhuận hoạt động EBIT (không bao gồm tài chính) theo quý trong 2020-2025



Nguồn: MCM, KBSV tổng hợp và tính toán

Điểm nhấn đầu tư

1. Đầu tư xây dựng thương hiệu cao cấp Mộc Châu Creamery

Mộc Châu Creamery mở ra hướng đi mới cho MCM

Nhận diện mới xây dựng xung quanh hình ảnh chuỗi giá trị “**Vành đai sữa**”: nơi đặt các trang trại và nhà máy tại cao nguyên Mộc Châu

Cuối 2025, MCM công bố thương hiệu chiến lược “Mộc Châu Creamery” với định vị là ở phân khúc sữa cao cấp nhất. Mộc Châu Creamery (MCC) được xây dựng với hình ảnh sản phẩm sữa đơn nguồn, di sản với gần 70 năm phát triển tại Mộc Châu. Chiến lược tái định vị xây dựng hình ảnh thương hiệu sản phẩm cao cấp và giảm cạnh tranh trực tiếp với công ty mẹ. Khác với cách làm cũ, thương hiệu MCC được đầu tư tốt hơn về **nhận diện thương hiệu và giá trị cao cấp**, so với **thương hiệu sữa bình dân** của MCM trước đây.

Biểu đồ 26. Thay đổi nhận diện thương hiệu của Mộc Châu Milk



Logo cũ



Logo mới

Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 27. Dòng sản phẩm Mộc Châu Creamery mới

Các sản phẩm được thiết kế lại theo gam màu mới, đồng bộ, bắt mắt và có phần khác biệt với hầu hết các thương hiệu sữa trên thị trường. Nhận diện thị giác của MCM đã được đồng bộ hóa với tông màu chủ đạo là trắng, kem và nâu, khơi gợi hình ảnh dòng sữa nguyên bản và di sản thảo nguyên. Sự lột xác về thiết kế bao bì kỳ vọng **giúp tạo hiệu ứng nổi bật trên kệ hàng, tăng khả năng thu hút người tiêu dùng** và là **điều kiện tiên quyết cho mở rộng tại kênh phân phối bán lẻ hiện đại**.



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

Biểu đồ 28. Một số điểm nhấn trong chiến lược tái định vị thương hiệu của Mộc Châu Creamery



Nguồn: KBSV tổng hợp

Cao cấp hóa giúp mở rộng sang kênh hiện đại

Sản phẩm cải tiến để phù hợp với các hệ thống bán lẻ lớn, gia tăng sức hút với tệp khách hàng từ trung lưu đến cao cấp. Điểm sáng là MCC đã đưa được sản phẩm vào hai chuỗi siêu thị lớn là Lotte và Coop Mart, bên cạnh chuỗi cửa hàng VNM, cho thấy chiến lược thương hiệu đang được thực thi vẫn đang đi đúng hướng. BLĐ đặt mục tiêu tăng 5,000 điểm bán (+8%) trong 2026 và tiếp tục mở rộng trong các năm sau.

Biểu đồ 29. Gian hàng của Vinamilk - Mộc Châu Milk tại Lotte



Nguồn: KBSV thu thập

Mở rộng sang miền Nam là chiến lược trọng tâm sắp tới

Theo nghiên cứu của Nielsen IQ, người tiêu dùng miền Nam có hành vi mua sắm khác biệt và cá nhân hóa, có mức độ sẵn sàng cho các sản phẩm mới gấp đôi khu vực miền Bắc. Vì vậy, chiến lược mở rộng tại Miền Nam cho thương hiệu MCC là tương đối hợp lý. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là thị trường tăng trưởng tốt nhất trong thời gian tới của MCM.

Với thương hiệu mới cao cấp, MCM đặt mục tiêu thâm nhập vào thị trường miền Nam - khu vực này được đánh giá là tiềm năng nhất với nhu cầu tiêu dùng cao, năng động và luôn rộng mở với các thương hiệu/sản phẩm mới.

Biểu đồ 30. Nghiên cứu về thói quen tiêu dùng hai khu vực chính

Tiêu chí phân tích	Miền Bắc	Miền Nam
Lòng trung thành thương hiệu	Cao. Có xu hướng gắn bó lâu dài với các nhãn hiệu quen thuộc, uy tín	Thấp. Dễ dàng thay đổi nếu tìm thấy một sản phẩm khác có đề xuất giá trị tốt hơn hoặc thú vị hơn.
Mức độ tiên phong dùng thử	Thấp. E ngại rủi ro, khá chậm trong việc tiếp nhận xu hướng mới	Cao. <i>Rất cởi mở, tò mò và sẵn sàng thử nghiệm các sản phẩm/hương vị mới lạ</i>
Yếu tố chi phối quyết định mua sắm	Tính tập thể. Quyết định mua bị ảnh hưởng lớn bởi ý kiến người khác	Tính cá nhân. Mua sắm dựa trên sở thích và nhu cầu trải nghiệm cá nhân
Hành vi mua sắm đặc trưng	Có kế hoạch. Cân nhắc kỹ lưỡng. Tuy nhiên, họ sẵn sàng trả giá cao hơn	Mua sắm tùy hứng. Ra quyết định nhanh và dễ bị thu hút bởi <i>bao bì bắt mắt, thông điệp truyền thông sáng tạo và đa dạng</i>

Nguồn: Nielsen IQ

Với lợi thế hệ thống phân phối rộng hơn 250 nghìn điểm bán của VNM, MCM có nhiều tiềm năng chiếm thêm thị phần tại các khu vực này, cũng như trên toàn quốc, bù đắp cho tăng trưởng thấp của ngành sữa nói chung.

2. Sản lượng bước vào giai đoạn tăng trưởng

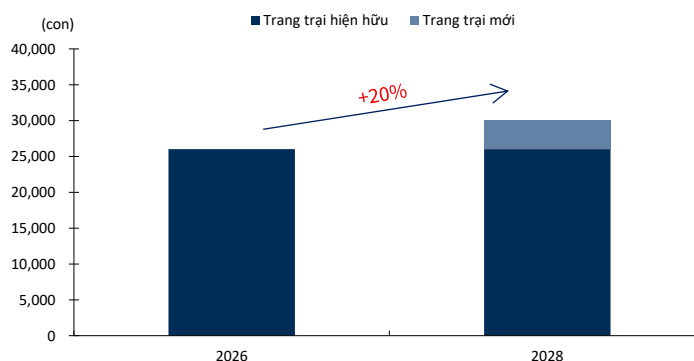
Trang trại mới đi vào hoạt động từ quý 2-2026

Tổ hợp dự án “thiên đường sữa Mộc Châu”, được kỳ vọng tạo động lực tăng trưởng dài hạn với quy mô:

- **Trang trại mới:** quy mô 4,000 con, ~ 20% quy mô đàn hiện hữu
- **Nhà máy chế biến Sữa Công nghệ cao:** sản xuất 500 tấn sữa/ngày, gấp đôi hiện hữu
- **Khu du lịch sinh thái:** Kết hợp trải nghiệm nông nghiệp và khám phá văn hóa bản địa

Chúng tôi kỳ vọng trang trại mới sẽ có thể tăng đàn từ Q3-2026 và đạt mức tối đa quy mô đàn từ 2028, ứng dụng công nghệ chăn nuôi hiện đại và sử dụng giống bò thuần cao sản, đem lại năng suất cao ~ 30 - 32 lít/con/ngày. Toàn bộ sản lượng trang trại mới sẽ nhằm phục vụ thương hiệu mới Mộc Châu Creamery. Chúng tôi dự báo sản lượng sữa thô tăng ít nhất 5%/năm trong 2026-2030.

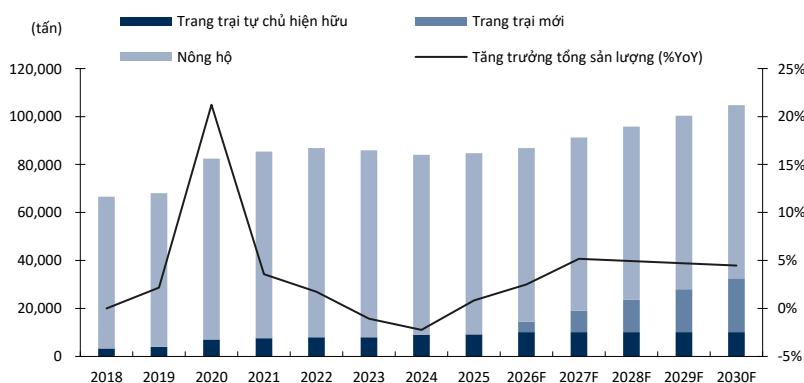
Biểu đồ 31. Quy mô trang trại bò sữa



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Dự án mới dự kiến cung cấp 20 nghìn tấn sữa nguyên liệu, tăng khoảng 25% sản lượng so với trang trại hiện hữu, ~ 82 nghìn tấn

Biểu đồ 32. Quy mô hiện tại và dự phóng sản lượng các trang trại



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Nhà máy chế biến mới còn chậm tiến độ

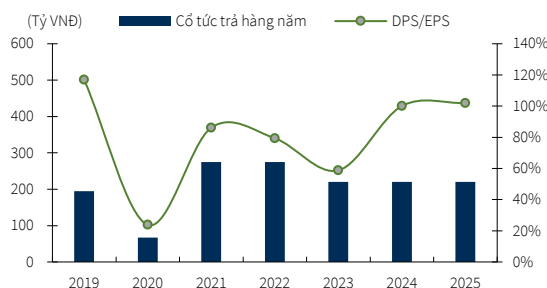
Về nhà máy mới, MCM cho biết dự án đã hoàn thành GPMB 82%, chủ yếu còn vướng mắc đền bù với các hộ dân. Chúng tôi ước tính nhà máy có thể đi vào hoạt động sớm nhất từ 2028, cho phép doanh nghiệp mở rộng sang các ngành hàng mới có giá trị gia tăng cao như sữa chua uống, sữa đặc, bơ và phô mai. Tuy vậy, chúng tôi chưa đưa nhà máy chế biến sữa mới vào mô hình tài chính do tiến độ vận hành còn phụ thuộc vào sản lượng tiêu thụ. *Nhà máy mới có công suất lớn gấp đôi hiện hữu, đòi hỏi gia tăng quy mô đàn bò tương tự trong tương lai.*

3. Tài chính khỏe mạnh giúp duy trì tỉ suất cổ tức cao

Tỉ suất cổ tức đạt 7% thị giá

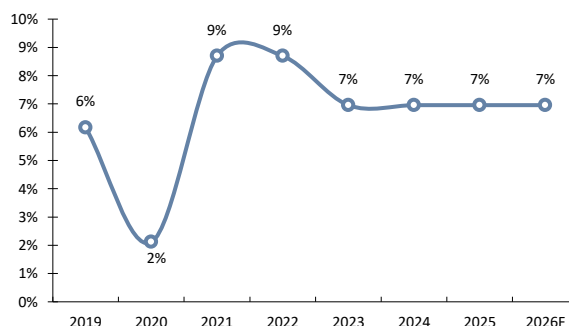
Với nền tảng tài chính mạnh mẽ, không có nợ vay và dòng tiền ổn định, MCM có thể duy trì được tỉ suất cổ tức cao, đạt quanh mức 2,000 VNĐ/ cổ phiếu, ~ 220 tỷ/năm trong thời gian tới. So với giá hiện tại, tỉ suất cổ tức đạt 7%, tương đối hấp dẫn trong dài hạn. Chúng tôi kì vọng doanh nghiệp sẽ gia tăng mức cổ tức khi lợi nhuận dự báo tăng trưởng ổn định.

Biểu đồ 28. Cổ tức hàng năm của MCM



Nguồn: KBSV ước tính và dự phóng

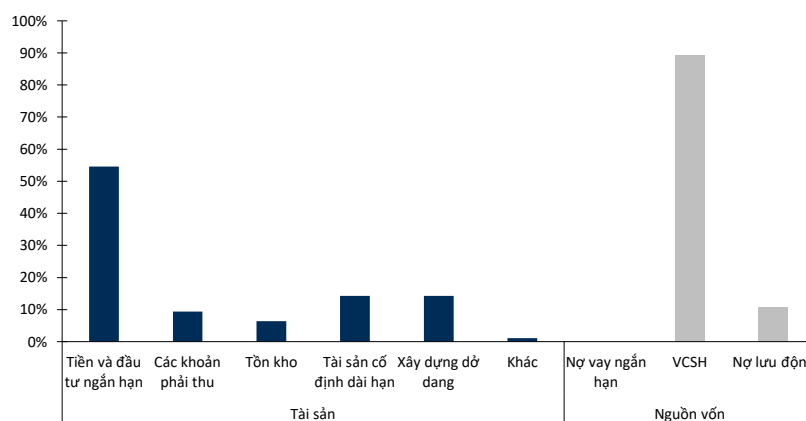
Biểu đồ 29. Tỉ suất cổ tức hàng năm so với giá hiện tại



Nguồn: KBSV ước tính và dự phóng

Cơ cấu tài chính khỏe mạnh cho phép MCM duy trì tỉ suất cổ tức cao. Chúng tôi giả định công ty sẽ tăng vay nợ trong thời gian tới, tài trợ cho hai dự án trang trại mới và nhà máy sữa công nghệ cao. Mặc dù vậy, dòng tiền bền vững dự kiến sẽ cho phép công ty duy trì tỉ suất cổ tức từ 2,000-2,500 VNĐ/cổ phiếu.

Biểu đồ 30. Cơ cấu tài sản và nguồn vốn



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tổng hợp

Dự phóng KQKD

Bảng 31. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,835	3,154	11%	3,377	7%	
Thương hiệu MC và TACN	2,030	2,288	13%	2,490	9%	Chủ yếu chúng tôi dự phóng doanh thu phục hồi mạnh mẽ 13% YoY trong 2026 nhờ: (1) Giá bán trung bình cải thiện với đóng góp từ cơ cấu sản phẩm mới, giúp doanh thu sửa thương hiệu tăng 20% YoY so với mức nền thấp. (2) TACN đóng góp khoảng 350 tỷ và tăng trưởng thấp.
Sữa nguyên liệu	668	699	5%	720	3%	Doanh thu VNM tăng trưởng chủ yếu đến từ giá định sản lượng sửa thô tăng 3%-5%/năm.
Khác	137	167	22%	167	0%	
Lợi nhuận gộp	797	953	20%	1,055	11%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>28.1%</i>	<i>30.2%</i>	<i>210bps</i>	<i>31.2%</i>	<i>104bps</i>	Biên gộp kì vọng phục hồi tốt, tiếp đà trong quý 1-26, nhờ cơ cấu dịch chuyển sang các mặt hàng cao cấp. Chúng tôi dự phóng MCC đóng góp 30% doanh thu vào 2027
Thu nhập tài chính	104	104	1%	91	-13%	Chủ yếu do tăng đầu tư vào dự án mới và duy trì tỉ suất cổ tức cao
Chi phí tài chính	(6)	(13)	112%	(21)	69%	Tăng nợ vay cho dự án trang trại mới và hoạt động tiếp thị
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-	-	-	-	-	
SG&A	(645)	(729)	13%	(767)	5%	
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>-22.7%</i>	<i>-23.1%</i>	<i>+37bps</i>	<i>-22.7%</i>	<i>+40bps</i>	Chỉ đầu tư cho hoạt động tiếp thị duy trì tăng trưởng cao trong bối cảnh tung ra các sản phẩm mới trong 2026/27 Biên SG&A giảm trong 2027 do kì vọng tăng trưởng tốt từ sửa thương hiệu có giá bán cao hơn, giúp doanh thu tăng nhanh hơn chi phí
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	250	316	26%	358	13%	
Thu nhập khác	(17)	-	-100%	-	-	
Lợi nhuận trước thuế	233	316	35%	358	13%	LNTT cải thiện nhờ doanh thu sửa thương hiệu tăng trưởng tốt giúp gia tăng biên gộp, trong khi chi phí bán hàng được quản lý chặt chẽ.
Lợi nhuận sau thuế	216	271	26%	307	13%	
LNST công ty mẹ	216	271	26%	307	13%	
<i>Biên LNST</i>	<i>7.6%</i>	<i>8.6%</i>	<i>99bps</i>	<i>9.1%</i>	<i>50bps</i>	

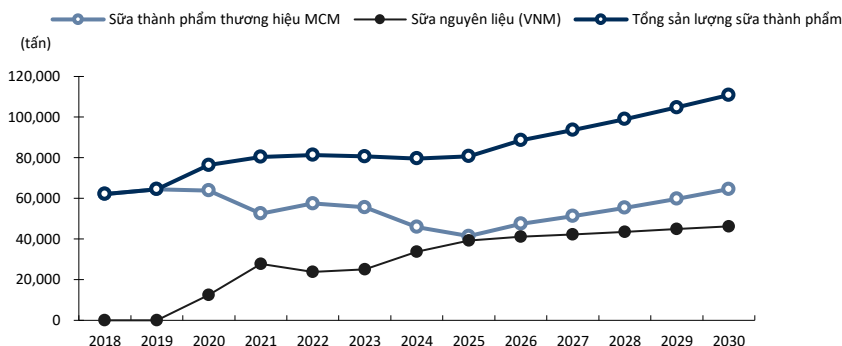
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Mảng sửa thương hiệu dự kiến tăng trưởng 10%/năm trong 2025-2030

KBSV dự phóng doanh thu mảng sửa thương hiệu riêng của MCM tăng lần lượt 15%/10%/10%/10%/10% trong 2026-2030, chủ yếu đến từ cải thiện sản lượng 15% trong 2026 và CAGR 8%/năm trong giai đoạn 2026-2030. Với cơ cấu sản phẩm dịch chuyển sang mảng thương hiệu riêng, giá bán trung bình cải thiện 2% mỗi năm và biên gộp kì vọng cải thiện ổn định, tăng lên mức 33% trong 2030. Tổng hợp, chúng tôi dự phóng LNST của công ty mẹ MCM trong giai đoạn 2026-2030 đạt **271/307/340/378/425 tỷ VNĐ**, tương đương tăng trưởng hàng năm lần lượt **26%/13%/11%/11%/13% YoY**.

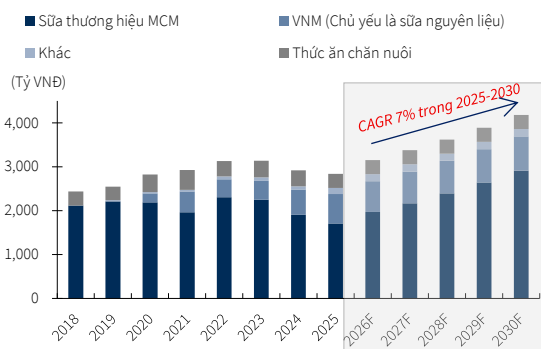
Biểu đồ 32. Dự phóng sản lượng tiêu thụ hai mảng kinh doanh chính

Biên gộp kì vọng phục hồi lên mức 31%-32% trong giai đoạn tới nhờ sản lượng sữa thương hiệu phục hồi.



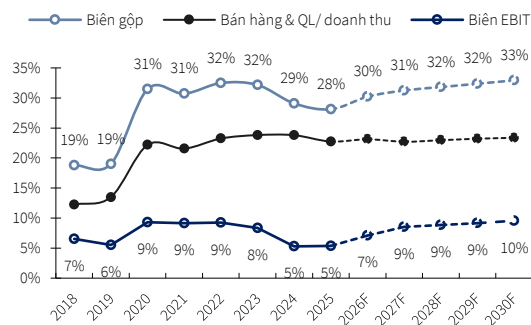
Nguồn: KBSV ước tính và dự phóng

Biểu đồ 33. Dự phóng tổng doanh thu 2026-2030



Nguồn: KBSV ước tính và dự phóng

Biểu đồ 34. Biên lợi nhuận mở rộng mạnh mẽ trong 2026-2030 nhờ cơ cấu doanh thu mảng sữa thương hiệu tăng



Nguồn: KBSV ước tính và dự phóng

Định giá

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu
35,700 VNĐ/cổ phiếu**

Giá cổ phiếu của MCM sụt giảm 53% trong 1 năm qua, phản ánh đà sụt giảm mạnh về LNST trong 2025 do đánh mất thị phần và gia tăng chi phí hoạt động trong bối cảnh ngành cạnh tranh cao. So với quá khứ, MCM đang giao dịch định giá hấp dẫn với P/E và P/B lần lượt là 12.7x và 1.3x, thấp hơn lần lượt -9% và -31% mức trung bình 5 năm quá khứ (P/E 14x và P/B 1.9x). Mặt khác, chúng tôi cho rằng đây là thời gian thích hợp để đầu tư cổ phiếu MCM do:

- (1) Thương hiệu cao cấp mới được quảng bá cho thấy MCM đang được tập trung phát triển hơn sau;
- (2) Công ty mẹ VNM hoàn thành chiến lược thương hiệu, giúp giảm rủi ro cạnh tranh trực tiếp trong hoạt động tiếp thị;
- (3) Quy mô điểm bán và sản lượng dự báo đến giai đoạn mở rộng tích cực từ 2026.

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu MCM bằng hai phương pháp:

- (1) **Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF** với giá mục tiêu là 42,000 VNĐ/cổ phiếu.
- (2) **Phương pháp so sánh với PE** mục tiêu là 12 lần áp dụng trên EPS dự phóng năm 2026, điều mà chúng tôi cho rằng là hợp lý dựa trên tăng trưởng LNST trong 2027 đạt 13%, tương đương PEG là 1.0. Giá mục tiêu của phương pháp này là 29,580 VNĐ/cổ phiếu.

Với tỉ trọng 50-50 cho hai phương pháp, giá mục tiêu là 35,700 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá ~24%. Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MCM.

Biểu đồ 35. Tổng hợp giả định và định giá

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LNST	271	307	340	378	425
Khiên thuế	13	21	23	24	26
Khấu hao và hao mòn	115	124	134	140	137
Thay đổi vốn lưu động	(98)	(30)	(75)	(38)	(91)
Đầu tư TSCĐ	(480)	(92)	(92)	(92)	(92)
Dòng tiền tự do FCFF	(180)	331	329	412	405

Nguồn: KBSV tính toán

Biểu đồ 36. Tổng hợp giả định và định giá

Giả định chính	Giá trị	Chỉ tiêu	Giá trị
Beta	1.00	Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền 2025-2029 (Tỷ VNĐ)	830
Lãi suất phi rủi ro	5%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	2,347
Phân bù rủi ro	8%	Tổng giá trị hiện tại (Tỷ VNĐ)	3,177
Chi phí vốn chủ	12%	Tiền ròng (Tỷ VNĐ)	1,440
Chi phí lãi vay	6%	Cổ đông không kiểm soát (Tỷ VNĐ)	0
Tăng trưởng dài hạn	2%	Giá trị VCSH (tỷ VNĐ)	4,617
WACC	12%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	110
		Giá trị VCSH/ cổ phiếu (VNĐ)	41,969

Nguồn: KBSV tính toán

Biểu đồ 37. So sánh với các công ty sữa hàng đầu khu vực

Doanh nghiệp (Mã CK)	Quốc gia	Vốn hóa (Triệu USD)	P/E Hiện tại (x)	P/E Trung bình 5 năm (x)	P/B (x)	ROE (%)
Vinamilk (VNM)	Việt Nam	5,100	14	18	4.4	28
Inner Mongolia Yili (600887)	Trung Quốc	23,500	14.5	22	3.8	19.5
Mengniu Dairy (2319)	Hồng Kông	8,000	38	24.5	1	4
Meiji Holdings (2269)	Nhật Bản	5,800	29	16.5	1	5
Ultrajaya Milk (ULTJ)	Indonesia	1,250	15	16	2.8	18.5
Dutch Lady Milk (DLADY)	Malaysia	420	22.5	25	5.5	45
Fraser & Neave (F99)	Singapore	1,500	12.5	14	0.7	5.5
Trung bình Ngành	-	6,510	21	19	2.9	17.8
Trung vị ngành	-	5,100	15	18	3	19
Mộc Châu Milk (MCM)	Việt Nam	130	12.6	16	1.4	10.5
Mộc Châu Milk (MCM) Dự phóng 2026	Việt Nam	130	11.5	16	1.3	12

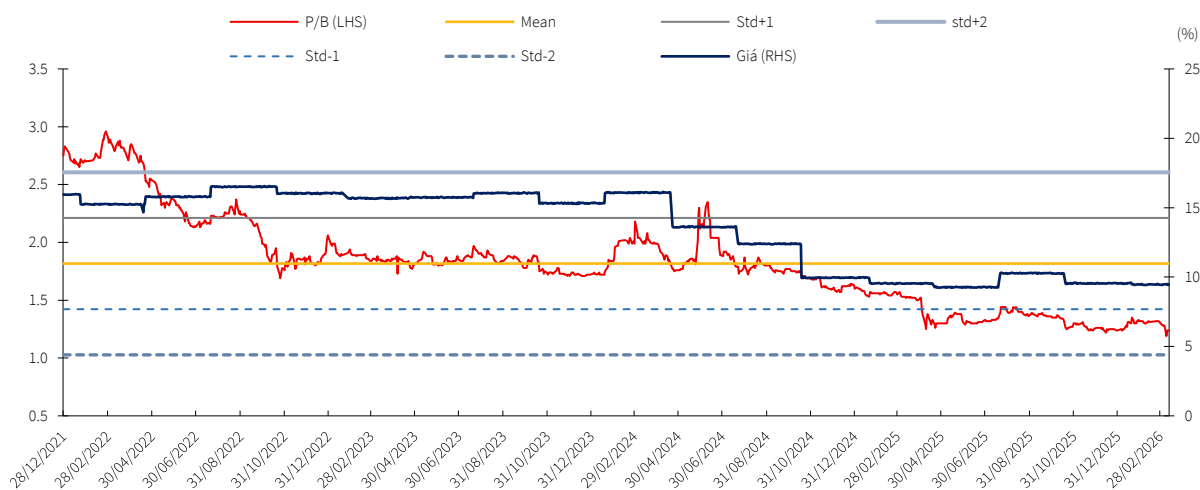
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 38. Phân tích độ nhạy phương pháp FCFV về giá cổ phiếu dựa trên lãi suất & tăng trưởng dài hạn

Tăng trưởng dài hạn	Lãi suất chiết khấu					
	10%	11%	12%	13%	14%	15%
0%	44,817	41,400	38,573	36,196	34,171	34,171
1%	47,757	43,711	40,424	37,703	35,415	35,415
2%	51,451	46,547	42,653	39,490	36,870	36,870
3%	56,232	50,109	45,389	41,641	38,595	38,595
4%	62,662	54,720	48,826	44,281	40,671	40,671
5%	71,771	60,921	53,274	47,597	43,220	43,220
6%	85,673	69,705	59,256	51,890	46,421	46,421

Nguồn: KBSV ước tính và dự phóng

Biểu đồ 39. Tương quan ROE và P/B của MCM trong 5 năm gần nhất



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Rủi ro

Rủi ro chiến dịch tái định vị thương hiệu không thành công

Đầu tư nâng cấp từ hình ảnh bình dân lên "Mộc Châu Creamery" đòi hỏi sự gia tăng về chi phí bán hàng, marketing và thay đổi bao bì. Nếu câu chuyện thương hiệu mới không đủ sức thuyết phục người tiêu dùng chấp nhận mức giá bán cao hơn, doanh thu và thị phần không tăng trưởng tương xứng, có thể khiến hiệu quả kinh doanh và lợi nhuận không đạt kỳ vọng.

Gia tăng bán sữa nguyên liệu cho công ty mẹ với giá trị gia tăng thấp hơn

Nhu cầu tiêu thụ sữa nguyên liệu của VNM ngày càng tăng, đòi hỏi MCM phải phân bổ sữa nguyên liệu cho công ty mẹ. Việc gia tăng tỷ trọng bán nguyên liệu thô – mảng kinh doanh có giá trị gia tăng và tỷ suất sinh lời thấp hơn rất nhiều so với bán lẻ thành phẩm FMCG – sẽ trực tiếp kéo lùi biên lợi nhuận gộp hợp nhất của doanh nghiệp. Đồng thời, phân bổ quá nhiều sữa nguyên liệu cho VNM cũng hạn chế khả năng tăng trưởng của mảng kinh doanh cốt lõi.

Nhu cầu sữa yếu khiến cạnh tranh ngày càng gay gắt

Việc MCM tung ra các dòng sản phẩm cao cấp giữa bối cảnh kinh tế vĩ mô phục hồi chậm là một thách thức lớn. Khi thu nhập khả dụng bị thắt chặt, người tiêu dùng có xu hướng thắt lưng buộc bụng và ưu tiên các sản phẩm cơ bản, giá rẻ. Điều này có thể khiến nhu cầu tiêu thụ tại phân khúc cao cấp mục tiêu của MCM yếu hơn đáng kể so với dự kiến, làm chậm lại tiến trình thu hồi vốn và điểm rơi lợi nhuận của toàn bộ cụm dự án mới. Ngoài ra, điều này cũng khiến các thương hiệu sữa gia tăng chi phí quảng cáo, chiết khấu và hỗ trợ bán hàng cho đại lý, tạo cuộc chiến giá. Điều này có thể khiến tăng trưởng của MCM không đáp ứng được kỳ vọng.

Các dự án mới chậm tiến độ

Hai dự án Trang trại và nhà máy sẽ phụ thuộc vào mức độ thành công của thương hiệu Mộc Châu Creamery. Trong đó, tiến độ GPMB của nhà máy đã đạt 82%, nhưng vẫn chưa chắc chắn vào thời điểm đầu tư và vận hành cụ thể. Với nhà máy mới, ước tính lượng đàn bò cần để đáp ứng công suất 500 tấn/ngày là 40,000 – 50,000 con, gấp đôi quy mô hiện tại. Vì vậy, nếu nhu cầu đầu ra không tăng trưởng tương ứng, các trang trại và nhà máy sẽ có thể tiếp tục bị chậm tiến độ, ảnh hưởng đến hiệu suất sinh lời của toàn doanh nghiệp.

PHỤ LỤC

MCM – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2024A-2027

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ) (Báo cáo chuẩn)	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần	2,917	2,835	3,154	3,377
Giá vốn hàng bán	2,068	2,038	2,201	2,322
Lãi gộp	849	797	953	1,055
Thu nhập tài chính	101	104	104	91
Chi phí tài chính	-6	-13	-21	-23
Trong đó: Chi phí lãi vay	-6	-13	-21	-23
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	657	607	684	722
Chi phí quản lý doanh nghiệp	37	38	45	45
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	262	269	350	402
Thu nhập khác	10	5	11	16
Chi phí khác	-13	-10	-20	-27
Thu nhập khác, ròng	-3	-6	-9	-11
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-17	-2	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	252	233	316	358
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-32	-33	-44	-50
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	220	216	271	307
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	220	216	271	307
Chỉ số hoạt động				
	2024	2025	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29.1%	28.1%	30.2%	31.2%
Tỷ suất EBITDA	7.6%	7.8%	10.1%	11.5%
Tỷ suất EBIT	5.3%	5.4%	7.1%	8.5%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	8.6%	8.2%	10.0%	10.6%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	9.0%	9.5%	11.1%	11.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.5%	7.6%	8.6%	9.1%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (VNĐ)	2024	2025	2026F	2027F
Lãi trước thuế	252	233	316	358
Khấu hao TSCĐ	67	69	115	124
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-91	-94	-104	-91
Chi phí lãi vay	1	6	13	21
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	229	215	338	412
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	33	32	-50	-21
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-9	-39	-7	-11
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-4	10	-4	11
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	0	8	2	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế	-52	-61	-97	-80
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản	196	165	183	311
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài	-93	-174	-480	-92
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	7	6	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,028	-1,749	0	-98
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành c	1,868	1,896	201	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các d	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	153	93	104	91
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-94	72	-174	-100
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	129	285	302	321
Tiền trả các khoản đi vay	-30	-317	-67	-302
Cổ tức đã trả	-220	-220	-220	-220
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-121	-252	15	-201
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-19	-15	23	10
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	55	36	37	60
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	36	21	60	71

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ) (Báo cáo chuẩn)	2024	2025	2026F	2027F
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	2,687	2,680	2,925	3,033
Tài sản ngắn hạn	2,115	1,915	1,794	1,934
Tiền và tương đương tiền	36	37	60	71
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,603	1,431	1,230	1,328
Các khoản phải thu	287	248	298	319
Hàng tồn kho, ròng	172	187	194	205
Tài sản dài hạn	572	765	1,131	1,099
Phải thu dài hạn	0	0	0	0
Tài sản cố định	367	358	966	917
Tài sản dở dang dài hạn	187	374	62	62
Đầu tư dài hạn	0	25	25	25
Lợi thế thương mại	18	8	8	8
NỢ PHẢI TRẢ	381	401	621	673
Nợ ngắn hạn	378	397	618	670
Phải trả người bán	165	198	194	205
Người mua trả tiền trước	3	4	4	4
Vay ngắn hạn	99	67	302	321
Nợ dài hạn	4	3	3	3
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	4	3	3	3
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Vay dài hạn	0	0	0	0
VỐN CHỦ SỞ HỮU	2,305	2,279	2,303	2,360
Vốn góp	1,100	1,100	1,100	1,100
Thặng dư vốn cổ phần	817	817	817	817
Lãi chưa phân phối	239	213	237	294
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	149	149	149	149
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

Chỉ số chính (x, %, VNĐ)				
Chỉ số định giá				
P/E	14.4	14.7	11.7	10.3
P/E pha loãng	14.4	14.7	11.7	10.3
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3
P/S	1.1	1.1	1.0	0.9
P/Tangible Book	1.4	1.4	1.4	1.3
P/Cash Flow	-166.9	-213.4	134.6	303.3
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	14.7	14.6	10.8	9.0
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	21.1	21.2	15.5	12.1
Hiệu quả quản lý				
ROE%	9%	9%	12%	13%
ROA%	8%	8%	10%	10%
ROIC%	9%	9%	11%	12%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.1	0.1
Tỷ suất thanh toán nhanh	4.3	3.7	2.1	2.1
Tỷ suất thanh toán hiện thời	5.6	4.8	2.9	2.9
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.2	0.3	0.3
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.1	0.1
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.2	0.3	0.3
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.2	0.2
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.2	0.2	0.3	0.3
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.2	0.2
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	9	11	11	11
Hệ số quay vòng HTK	12	11	11	11
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	15	11	11	11

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Phường Ngọc Hà, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1&2, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Phường Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.