

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)

Sóng lớn nội địa dẫn qua nhưng phát sinh biến số Trung Đông

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	Q4-FY25	Q3-FY25	+/- qoq	Q4-FY24	+/- yoy
Doanh thu thuần	17.034	16.953	0,5%	15.477	10,1%
LNST-CĐM	2.840	2.527	12,4%	2.124	33,7%
LNST & lãi vay	3.158	3.048	3,6%	2.304	37,1%
Tỷ suất LNST & lãi vay	18,5%	18,0%	56bps	14,9%	365bps

Nguồn: VNM, CTCK Rong Viet

FY25: Kết quả kinh doanh kịp về đích sau biến động kênh phân phối lớn ở Q1

- Mặc dù trải qua một năm nhiều biến động về cấu trúc kênh phân phối truyền thống (GT) nhưng cả năm 2025, VNM vẫn đạt doanh thu thuần 63.646 tỷ đồng (+3,0% YoY), gần như phù hợp kế hoạch Công ty & kỳ vọng chuyên viên. Thị trường nội địa khởi đầu chậm với Q1 (-12,9% YoY) nhưng dần phục hồi ở các quý sau (Q2 +0,6% YoY, Q3 +4,4% YoY, Q4 +7,8% YoY) nhờ chiến lược tái cấu trúc sản phẩm tốt dựa trên “áo mới kênh GT” vận hành hiệu quả từ sau Q1. Trong khi thị trường nước ngoài (+15,5% YoY) tiếp tục mở rộng thị phần ở Trung Đông, Campuchia, châu Phi nhờ khách quan từ bối cảnh thị trường/ý chí mở rộng của chính VNM.
- LNST công ty mẹ đạt 9.410 tỷ đồng (đi ngang), gần như phù hợp kế hoạch Công ty, tương đương biên LN ròng 14,8% (-42bps YoY). VNM gặp bất lợi về giá bột sữa nguyên liệu cao, phát sinh CP dự phòng ở CTLK lớn (195 tỷ đồng) nhưng nhờ quản trị chi phí quảng cáo, khuyến mãi, trưng bày tốt hơn kỳ vọng, đặc biệt trong Q4-2025, đẩy LNST cao hơn 7% kỳ vọng chuyên viên.
- VNM duy trì quản trị vốn lưu động ổn định trong 15 năm qua nhờ mô hình sản xuất đã trưởng thành, với số ngày phải thu/phải trả gần như không đổi. Điểm khác biệt lớn nhất năm 2025 là số ngày tồn kho tăng lên 67 ngày (từ mức trung bình 55-60 ngày) chủ yếu do (1) tăng nhập nguyên vật liệu (+12% YoY về giá trị) để tận dụng giá rẻ nửa cuối năm cho mùa vụ 2026, và (2) hệ quả từ việc mở rộng số lượng SKUs (120 SKUs năm 2024, 100 SKUs năm 2025), dẫn đến kỳ lưu chuyển tiền mặt tăng nhẹ lên 55 ngày cuối năm 2025 – đây hoàn toàn là chủ đích chiến lược về tồn kho thay vì suy giảm năng lực quản trị vốn lưu động.

Triển vọng FY26-27: Sóng lớn nội địa dẫn qua nhưng phát sinh biến số tại Trung Đông

- Sau hai năm “âm thầm” rèn dũa vũ khí ở hầu hết các chiến lược kinh doanh như SKUs bắt xu hướng (đạm A2, sữa tươi từ bò, bao bì phù hợp thị hiếu), kênh phân phối (GT – tái cấu trúc, MT – tăng hợp tác siêu thị, mở cửa hàng tự doanh, TMĐT – lập kênh Tiktok, Shopee), VNM dự kiến bắt đầu “hái quả” từ năm 2026-27 với mức tăng trưởng doanh thu nội địa +5,0% YoY vượt trung bình ngành tại thị trường nội địa.
- Với nhiều tín hiệu tích cực khác cũng được phát đi từ nửa cuối 2025 như giá bột sữa nguyên liệu giảm, hiệu quả ROI chiến dịch chi quảng cáo/chiết khấu, tăng trưởng cao ở mảng nước ngoài, chúng tôi cho rằng VNM có thể đạt được mức tăng trưởng hai chữ số về LNST năm 2026. Tuy nhiên, “xung đột địa chính trị tại thị trường xuất khẩu top1” – Trung Đông khiến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận có thể kém khả quan hơn kỳ vọng của chúng tôi.
- Phản ánh rủi ro bất ổn tại Trung Đông, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST Cty Mẹ của VNM cho 2026/27F lần lượt đạt 65.325/69.203 tỷ đồng (+2,6%/+5,9% YoY) và 9.691/10.134 tỷ đồng (+3,0%/+4,6% YoY). EPS tương ứng lần lượt là 4.650/ 4.850 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

VNM sẽ bắt đầu “hái trái ngọt” tại thị trường nội địa sau 4 năm nỗ lực tái cấu trúc toàn diện chiến lược kinh doanh. Tuy nhiên, thành quả này có thể bị che mờ bởi những nghi ngờ về tăng trưởng thị trường Trung Đông trong bối cảnh chiến tranh Mỹ - Iran khó hạ nhiệt sớm. **Nếu điểm nghẽn này được giải quyết sớm sẽ mở ra tiềm năng tăng dự phóng cho VNM.**

Sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh (P/E) với trọng số 50:50, chúng tôi duy trì giá trị hợp lý của cổ phiếu VNM là **68.400 đồng/cổ phiếu** tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 14,8x và 14,1x. Kết hợp mức cổ tức tiền mặt kỳ vọng 12 tháng là 4.350 đồng/cp, **tổng mức sinh lời kỳ vọng là 20%** dựa trên giá đóng cửa ngày 27/03/2026. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** dành cho VNM khi giá cổ phiếu điều chỉnh 15% trong 1 tháng qua.

MUA +20%

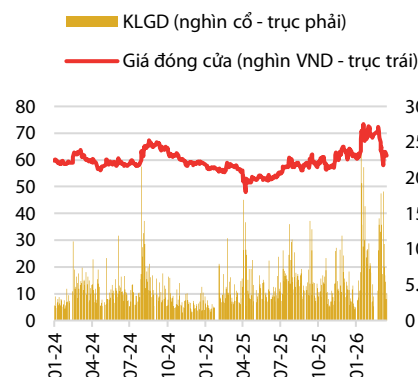
Giá thị trường (VND)	61.500
Giá mục tiêu (VND)	68.400
Cổ tức tiền kỳ vọng 12 tháng tới	VND 4.350

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	129.159
SLCPDLH (triệu CP)	2.090
KLGD bình quân 20 phiên ('000 CP)	7.631
Free Float (%)	40,0
Giá cao nhất 52 tuần	73.400
Giá thấp nhất 52 tuần	47.900
Beta	0,5

	FY2025	Hiện tại
EPS	4.503	4.503
Tăng trưởng EPS (%)	0,2	8,2
P/E	15,9	16,1
P/B	4,9	4,9
EV/EBITDA	14,8	12,7
ROE (%)	29,9	29,9

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Tổng Công ty Đầu tư & kinh doanh vốn Nhà nước	36,0
F&N Dairy Investment PTE LTD	22,3
Platinum Victory PTE LTD	2,5
Bà Mai Kiều Liên - TVHĐQT	0,3
Khác	38,9
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	51,5

Nguyễn Bảo Hưng

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

hung.nb@vdsc.com.vn

KẾT QUẢ KINH DOANH FY25: KIP VỀ ĐÍCH MẶC CHO XÁO TRỘN LỚN Ở KÊNH CHỦ LỰC ĐẦU NĂM

Một năm nhiều biến động về cấu trúc kênh phân phối truyền thống (GT) nhưng VNM khép lại năm 2025 vẫn đạt doanh thu thuần 63.646 tỷ đồng (+3,0% YoY), gần như phù hợp kế hoạch Công ty & kỳ vọng chuyên viên. Cụ thể:

- **Doanh thu nội địa**, đạt 50.964 tỷ đồng (đi ngang YoY), trên kỳ vọng chuyên viên 2%. VNM khởi đầu “rất chậm” ở thị trường này với tăng trưởng YoY về doanh thu ở Q1 âm kỷ lục 12,9% YoY do thực hiện tái cấu trúc toàn diện kênh GT (~80% doanh thu), gây nhiều lo lắng về hiệu quả kinh doanh của đội ngũ/cấu trúc hoạt động dưới nền tảng phân phối mới (*). Tuy nhiên, tăng trưởng YoY của ba quý liền sau xóa tan nghi ngờ trên (Q2 +0,6% YoY, Q3 +4,4% YoY, Q4 +7,8%), hàm ý sự gia tăng thị phần ấn tượng trong ngành nhờ vào chiến lược tung & tái tung 100 SKUs xuyên suốt năm, đặc biệt xu hướng đậm A2 (tổng doanh thu sản phẩm, nổi bật có Greenfarm & bột sữa đậm A2, tăng trưởng 3 chữ số, chiếm ~10,0% doanh thu thuần) trên nền tảng phân phối mới này.

Mức cải thiện doanh thu nội địa tốt từ sau Q1 cũng đóng góp từ các kênh phân phối khác như (1) kênh siêu thị hiện đại (MT) & TMĐT cũng duy trì tăng trưởng 2 chữ số YoY, (2) chuỗi cửa hàng “Giấc mơ sữa Việt” duy trì đà mở rộng mạnh mẽ, đạt 819 cửa hàng, có thể chiếm ~10,0% doanh thu thuần của VNM theo ước tính chúng tôi.

Nhấn mạnh thêm, VNM đã đi trước thị trường một bước trong việc tái cấu trúc kênh truyền thống, nhằm giảm phụ thuộc vào hệ thống sĩ vốn không chuẩn chỉnh về thuế, hóa đơn đầu vào, tự phát trong quy trình hoạt động, thiếu hợp tác “sâu” với hãng. Mặc dù hy sinh doanh thu ngắn hạn do thị trường bách hóa Việt Nam phụ thuộc lớn vào hệ thống sĩ này nhưng mở ra cơ hội tăng trưởng bền vững trung-dài hạn. Sau khi VNM hoàn tất dự án này, nhiều quy định, nghị định liên quan đến chuẩn chỉnh HĐKD của kênh truyền thống (đặc biệt hệ kinh doanh), càng đẩy nhanh tính cấp thiết của việc tái cấu trúc kênh này với nhiều doanh nghiệp theo chân VNM thực hiện như MCH, QNS, SAB. [\(Tham khảo báo cáo triển vọng ngành 2026: tiểu dùng – hồ mọt thêm cánh\)](#)

- **Doanh thu nước ngoài**, đạt 12.682 tỷ đồng (+15,5% YoY), gần như phù hợp kỳ vọng chuyên viên, cấu thành từ tăng trưởng cao tại thị trường chủ lực Trung Đông (+25,4% YoY) với dòng sữa bột và sữa đặc và khai phá được một vài thị trường đang phát triển, mức độ cạnh chưa cao tại châu Á & châu Phi. Hai chi nhánh Driftwood và AngkorMilk tăng trưởng doanh thu khá tốt (+4,8% YoY), đặc biệt là AngkorMilk (tăng trưởng hai chữ số) khi được sự hỗ trợ của Chính Phủ trong đề án đẩy mạnh xuất khẩu sang Campuchia & hưởng lợi từ cuộc xung đột giữa Thái Lan – Campuchia từ Q3-2025.

LNST Cty Mẹ đạt 9.410 tỷ đồng (đi ngang YoY), gần như phù hợp kế hoạch Công ty nhưng cao hơn 7% kỳ vọng chuyên viên, tương đương biên LN ròng 14,8% (-42bps YoY), chủ yếu do chi phí quảng cáo, khuyến mãi, trưng bày giảm mạnh hơn dự kiến. Các điểm nhấn chính bao gồm:

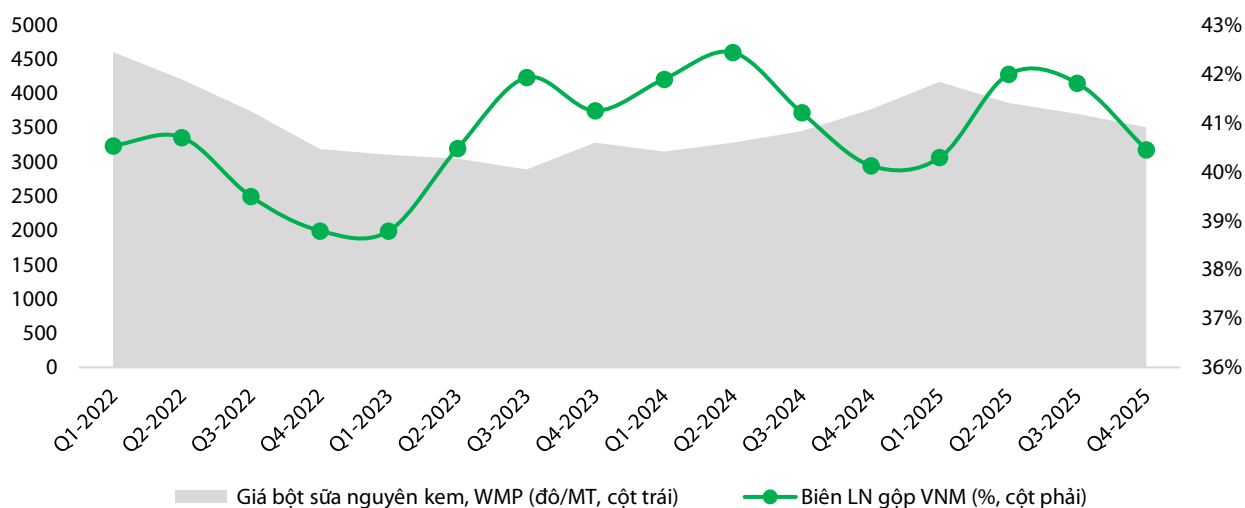
- **Biên LN gộp** đạt 41,2% (-24bps YoY) ghi nhận suy giảm ở hầu hết các thị trường. Mặc dù giá bột sữa nguyên liệu bắt đầu giảm từ đầu Q3-2025, VNM không cải thiện biên LN gộp nội địa (41,2%, -6bps YoY) do thường có xu hướng chốt giá nguyên liệu trước 6-9 tháng nên hầu hết NVL sử dụng ở năm 2025 được chốt giá vào nửa đầu 2025. Ở mảng nước ngoài, điểm chú ý nằm ở việc giảm mạnh của thị trường xuất khẩu (54,1%, -567bps YoY) mặc cho hưởng lợi tỷ giá tăng (+3,6% YoY) do các hoạt động ưu đãi giá bán để tăng thị phần ở các thị trường này, theo quan điểm chúng tôi.
- **CPBH&QLDN/Doanh thu thuần** đạt 24,4% (-15bps YoY). Chi phí quảng cáo, trưng bày, chiết khấu (tỷ trọng lớn nhất) có tỷ lệ trên doanh thu giảm 20bps YoY, đạt 16,7% có thể đến từ hiệu quả ROI ở các chiến dịch quảng cáo, chiết khấu đặc biệt trong Q4-2025.
- **VNM cũng ghi nhận khoản lỗ công ty liên kết/doanh 195 tỷ đồng** (sv lỗ 32 tỷ đồng năm ngoái) trong Q3-2025 do công ty thực hiện trích lập một khoản chi phí dự phòng một lần. Điều này góp phần kìm hãm lợi nhuận VNM năm nay.

Bảng 1: KQKD 2025 của VNM (tỷ đồng)

Đơn vị: Tỷ đồng	FY25	+/-YoY	%Kế hoạch 2025	%Dự phóng 2025 của VDS
Doanh thu thuần	63.646	3,0%	99%	101%
Giá vốn hàng bán	-37.436	3,4%		
Lợi nhuận gộp	26.209	2,4%		
Chi phí bán hàng và quản lý	-15.546	2,4%		
EBIT	10.664	2,5%		
Thu nhập tài chính	1.497	-5,6%		
Chi phí tài chính	350	-18,2%		
LN từ CTLK/LD	-151	-183 tỷ đồng		
Thu nhập khác (ròng)	-10	-272,5%		
LNTT	11.650	0,4%		
LNST - CDM	9.410	0,2%	97%	107%
Biên LN gộp	41,2%	-24bps		
CPBH&QLDN/D.thu thuần	24,4%	-15bps		
Biên LN ròng	14,8%	-42bps		
Doanh thu theo mảng (tỷ đồng)	FY25	+/-YoY	%Kế hoạch 2025	%Dự phóng 2025 của VDS
Nội địa	50.964	0,3%		102%
Nước ngoài	12.682	15,5%		99%
Xuất khẩu	7.105	25,4%		95%
Chi nhánh nước ngoài	5.576	4,8%		103%
Biên LN gộp theo mảng	FY25	+/-YoY	%Kế hoạch 2025	%Dự phóng 2025 của VDS
Nội địa	41,2%	-6bps		
Nước ngoài	41,0%	-104bps		
Xuất khẩu	54,1%	-567bps		
Chi nhánh nước ngoài	24,3%	+114bps		

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

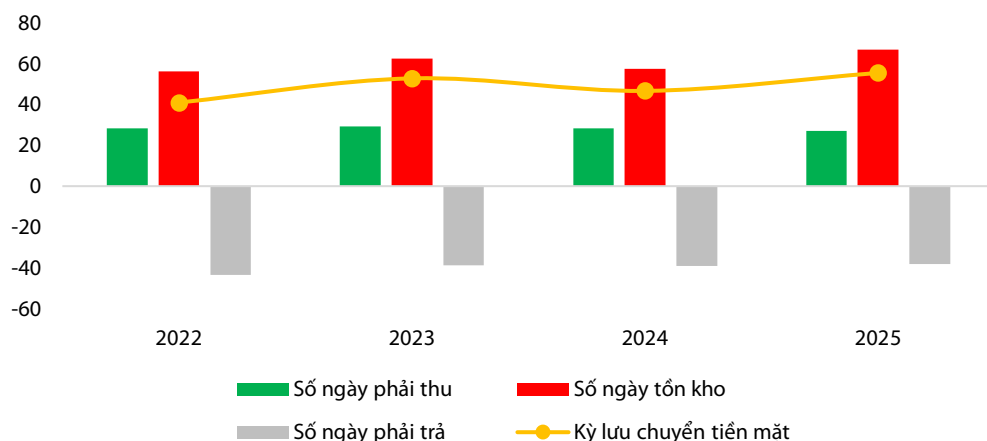
Hình 1: Tương quan giá bột sữa nguyên liệu và biên LN gộp VNM



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Xét về năng lực quản trị vốn lưu động, do 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, điển hình như số ngày phải thu duy trì ~28 ngày, số ngày phải trả duy trì ~40 ngày. Điểm khác biệt nhiều nhất trong năm 2025 đến từ biến động tăng số ngày tồn kho lên 67 ngày từ mức trung bình (55-60 ngày) do hai điểm chính theo quan điểm chúng tôi: (1) tăng nhập NVL (+12,0% YoY) nhằm tận dụng giá NVL rẻ nửa cuối 2025 cho mùa vụ 2026, (2) hệ quả của số lượng SKUs nở rộng với 120 SKUs năm 2024, 100 SKUs năm 2025. Do đó, kỳ lưu chuyển tiền mặt gia tăng nhẹ lên mức 55 ngày cuối năm 2025 hoàn toàn theo chủ đích doanh nghiệp về lượng tồn kho thay vì năng lực quản trị vốn lưu động kém hơn.

Hình 2: Năng lực quản trị vốn lưu động của VNM (ngày)



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Hiệu suất sinh lời gia tăng là thành quả của tối ưu chi phí chặt chẽ hơn ở các Công ty con

Như đã đề cập, mô hình kinh doanh của VNM là mô hình sản xuất đã đi vào ổn định chục năm qua trong một ngành nghề bão hòa (sữa), nên quản trị các chỉ số về vòng quay tài sản và đòn bẩy tài chính rất chặt chẽ ở mức lần lượt 1,2x và 1,5x. Do vậy, biên lợi nhuận ròng cải thiện là động lực chính giúp ROE mở rộng trong giai đoạn 2023 – 25. Trong đó, chúng tôi nhận thấy nguyên nhân chính đến từ vị VNM tinh chỉnh thành công các chiến lược sản xuất/bán hàng như số lượng SKUs, giá bán, khách hàng mục tiêu đối với các công ty con ở nước ngoài (Driftwood, Angkormilk), nội địa (Mộc Châu) từ sau Covid-19 với biên LN gộp cải thiện đáng kể (Bảng 3) trong bối cảnh các chỉ số quản trị chi phí khác như biên LN gộp nội địa hay CPBH & QLDN/D.thu thuần không thay đổi nhiều.

Cho năm 2026, ROE của VNM dự kiến cải thiện nhẹ lên 27,8% chủ yếu nhờ vòng quay tài sản tăng từ 1,17x lên 1,23x khi doanh thu nội địa VNM quay trở lại pha tăng trưởng sau 4 năm đi ngang trên nền tảng tài sản không cần đầu tư thêm (các dự án trọng điểm đã hoàn thành như tổ hợp chăn nuôi – chế biến thị bò Vinabeef, Thiên đường sữa Mộc Châu) và bắt đầu khấu hao. Chúng tôi cho rằng VNM sẽ không gia tăng đòn bẩy tài chính (giữ ổn định ~1,5x) bởi:

- Ngành sữa nội địa Việt Nam & thị phần VNM đã bước vào giai đoạn trưởng thành (mature phase), tăng trưởng chủ yếu từ đổi mới sản phẩm và tối ưu kênh phân phối chứ không phải mở rộng quy mô mạnh mẽ.
- Lãi suất vay đã tăng 100-150 bps YoY, làm chi phí vốn cao hơn, trong khi Vinamilk vẫn duy trì cấu trúc vốn an toàn (nợ thấp).
- Ngoài ra, việc đẩy mạnh hoạt động kinh doanh nước ngoài (đặc biệt thị trường Trung Đông – tâm điểm tăng trưởng trước đây) khó bùng nổ như kỳ vọng ban đầu do các xung đột địa chính trị kéo dài từ đầu tháng 3/2025, ảnh hưởng đến xuất khẩu và chuỗi cung ứng.

Bảng 2: Phân tích DUPONT cho hiệu suất sinh lời của VNM

	2022	2023	2024	2025	2026F
ROE	24,8%	26,2%	26,4%	26,6%	27,8%
Trong đó:					
<i>Biên LN ròng</i>	14,2%	14,7%	15,2%	14,8%	14,8%
<i>Vòng quay tài sản</i>	1,18	1,19	1,15	1,17	1,23
<i>Đòn bẩy tài chính</i>	1,48	1,49	1,51	1,53	1,53

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Biên LN gộp của VNM theo mảng (%)

	2022	2023	2024	2025	2026F
Nội địa	40,5%	41,3%	41,3%	41,2%	41,5%
Công ty mẹ	42,2%	42,5%	42,7%	42,1%	42,4%
Công ty con	9,1%	19,8%	17,2%	22,2%	22,2%
Nước ngoài	36,1%	37,4%	42,0%	41,0%	38,5%
Xuất khẩu	53,5%	54,6%	59,8%	54,1%	53,1%
Chi nhánh nước ngoài	17,1%	19,1%	23,1%	24,3%	24,3%
Tổng VNM	39,9%	40,7%	41,4%	41,2%	41,0%

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

TRIỂN VỌNG NĂM 2026-2027 – SÓNG LỚN NỘI ĐỊA DẪN QUA NHƯNG PHÁT SINH RỦI RO KINH DOANH TẠI TRUNG ĐÔNG

Sau hai năm “âm thầm” rèn dũa vũ khí ở hầu hết các chiến lược kinh doanh: SKUs bắt xu hướng (đạm A2, sữa tươi từ bò, bao bì phù hợp thị hiếu), kênh phân phối (GT – tái cấu trúc, MT – tăng hợp tác siêu thị, mở cửa hàng tự doanh, TMĐT – lập kênh Tiktok, Shopee), **VNM dự kiến bắt đầu “hái quả” từ năm 2026-27 với mức tăng trưởng 5,0% YoY vượt trung bình ngành tại thị trường nội địa.**

Với nhiều tín hiệu tích cực khác cũng được phát đi từ nửa cuối 2025 như giá bột sữa nguyên liệu giảm, hiệu quả ROI chiến dịch chi quảng cáo/chiết khấu, tăng trưởng cao ở mảng nước ngoài, chúng tôi cho rằng VNM có thể đạt được mức tăng trưởng hai chữ số về LNST năm 2026. **Tuy nhiên, “xung đột địa chính trị tại thị trường xuất khẩu top1” – Trung Đông khiến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận có thể kém khả quan hơn kỳ vọng của chúng tôi.**

Bảng 4: Dự phóng doanh thu VNM theo mảng (tỷ đồng)

	2026F	2027F	Diễn giải dự phóng cho 2026
Nội địa	53.632	56.527	Theo QĐ 309/QĐ-TTg, giai đoạn đến năm 2030, ngành đặt mục tiêu tăng trưởng bình quân 12 - 14%/năm. Mặc dù vậy, chúng tôi thận trọng cho tăng trưởng tổng ngành ở mức 3-4%/năm thông qua tỷ lệ sinh về mức thấp và giới hạn chi tiêu cho sữa ở Việt Nam đạt mức cao tại châu Á. (50kg/người, theo FAO). Chúng tôi cho rằng VNM sẽ đạt mức tăng trưởng cao hơn trung bình ngành nhờ mở rộng thị phần sữa bột, sữa nước khi mà Công ty đã thực hiện chiến lược tung & tái tung 250 SKUs giai đoạn 2024-25, đặc biệt xu hướng đạm A2, sữa tươi Greenfarm trên một nền tảng phân phối tái cấu trúc hiệu quả thể hiện ở ba quý gần nhất như đã đề cập.
Tăng trưởng YoY	5,2%	5,4%	
Xuất khẩu	5.784	6.391	Ở năm 2026, chúng tôi đặt kịch bản cơ sở doanh thu xuất khẩu giảm mạnh 18,6% YoY dựa trên KQKD mảng này năm 2022 (-21,2% YoY) – năm gần nhất xảy ra biến động địa chính trị khu vực Trung Đông (chiếm 70-80% doanh thu xuất khẩu của VNM, theo ước tính chúng tôi, dự kiến giảm 40,0-50,0% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi dự báo đà tăng trưởng hai chữ số ở mảng xuất khẩu quay trở lại từ năm 2027 khi chiến tranh Trung Đông hạ nhiệt. Lưu ý, biến số xung đột Trung Đông trở thành cả rủi ro giảm/tăng dự phóng cho VNM ở thời gian tới, cần được theo dõi sát sao.
Tăng trưởng YoY	-18,6%	10,5%	
Chi nhánh nước ngoài	5.909	6.285	Duy trì mức tăng trưởng cao 6,0-6,5% YoY nhờ các động lực tăng trưởng xuất hiện từ 2025 ở AngkorMilk vẫn duy trì mạnh mẽ liên quan đến sự hỗ trợ của Chính Phủ trong để án đẩy mạnh xuất khẩu sang Campuchia & hưởng lợi từ cuộc xung đột giữa Thái Lan – Campuchia từ Q3-2025.
Tăng trưởng YoY	6,0%	6,4%	
Tổng doanh thu	65.325	69.203	
Tăng trưởng YoY	2,6%	5,9%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Dự phóng thị phần VNM theo mảng (%)

	Cơ cấu giá trị thị trường các sản phẩm từ sữa tại Việt Nam	Thị phần VNM					
		2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Sữa trẻ em (chủ yếu sữa bột)	24,3%	19,9%	20,2%	21,3%	23,1%	23,6%	24,1%
Phô mai	1,9%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Sữa nước	43,3%	42,3%	39,7%	38,7%	37,9%	38,0%	38,2%
Sữa chua	19,3%	59,9%	58,1%	58,5%	58,9%	59,1%	59,3%
Sữa đặc	6,7%	82,2%	82,3%	83,3%	83,3%	83,3%	83,3%
Sữa thực vật	3,8%	15,9%	16,7%	15,7%	15,9%	16,1%	16,3%

Nguồn: Euromonitor, CTCK Rông Việt

Bảng 6: Dự phóng Kết quả kinh doanh của VNM giai đoạn 2026-27

Đơn vị: tỷ đồng	2026F	2027F	Giải định
Doanh thu	65.325	69.203	Tăng trưởng YoY cho 2026/27F lần lượt 5,3%/6,1% với động lực từ khôi phục thị phần sữa nước/bột/chua như đề cập trên. Biến số "xung đột Trung Đông" trở thành điểm mở với kịch bản cơ sở "tăng trưởng âm 40,0-50,0% YoY" năm 2026, trước khi quay trở lại tăng trưởng 10,0% YoY năm 2027, vẫn thấp hơn mức 15-25% trước đó.
Nội địa	53.632	56.527	
Xuất khẩu	5.784	6.391	
Chi nhánh nước ngoài	5.909	6.285	
Lợi nhuận gộp	26.767	28.265	Ở nội địa, VNM dự kiến hưởng lợi từ giá bột sữa nguyên liệu thấp nhưng bù trừ bởi việc đẩy mạnh kinh doanh nhiều SKUs mới, có giá vốn cao hơn (như sữa tươi từ bò) hay chưa tối ưu công suất sản xuất. Do vậy, biên LN gộp mảng này dự kiến chỉ cải thiện nhẹ 10bps YoY cho 2026/27F. Ở nước ngoài, chúng tôi ước tính biên LN gộp giảm 245bps YoY do tỷ trọng doanh thu xuất khẩu (vốn biên cao, trên 50,0%) giảm từ 56% năm 2025 xuống ~50% năm 2026/27F. Tổng hợp lại, chúng tôi ước tính biên LNG của VNM suy giảm nhẹ 20bps YoY/năm cho 2026/27F.
Chi phí bán hàng & quản lý	-16.159	-17.104	
LNTT và lãi vay	10.608	11.161	Dự phóng chi phí vận chuyển/tiện ích liên quan đến cước vận tải/dầu tăng từ T3-2026. Qua đó, CPBH&QLDN/D.thu thuần gia tăng thêm 30bps YoY/năm giai đoạn 2026/27F.
Doanh thu tài chính	1.718	1.786	
Chi phí tài chính	408	401	Chi phí tài chính dự kiến tăng 30,7% YoY cho năm 2026 do mức lãi suất vay tăng 100-150bps YoY nhưng lại được bù trừ bởi hoạt động đầu tư tài chính với lãi ĐTTC ngắn hạn của VNM +22,3% YoY.
Lãi (lỗ) từ công ty LDLK	32	32	Không còn phát sinh khoản lỗ 195 tỷ đồng từ việc trích chi phí dự phòng một lần ở CTLK như 2025, hỗ trợ tổng LNST của VNM ở giai đoạn 2026/27F.
LNTT	11.993	12.543	
Chi phí thuế TNDN	-2.296	-2.402	
LNST công ty mẹ	9.693	10.137	Tổng hợp lại, do biên LN ròng không cải thiện, tăng trưởng YoY LNST chỉ tương đương mức tăng doanh thu cho 2026/27F lần lượt 3,0%/4,6%.
EPS (VND)	4.638	4.850	
Chỉ số tài chính			
Tăng trưởng YoY cho doanh thu	2,6%	5,9%	
Tăng trưởng YoY cho LNST	3,0%	4,6%	
Biên LN gộp	41,0%	40,8%	
CPBH&QLDN/D.thu thuần	24,7%	24,7%	
Biên LN ròng	14,8%	14,6%	

Nguồn: CTCK Rông Việt

ĐỊNH GIÁ

So với báo cáo ngành phát hành ngày 13/01/2026, dự phóng doanh thu/lợi nhuận VNM giai đoạn 2026/27F của chúng tôi gần như không đổi. Do vậy, chúng tôi duy trì giá mục tiêu một năm tới **68.400 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 14,8x và 14,1x. Kết hợp với mức cổ tức tiền mặt 4.350 đồng/cổ phiếu (tương ứng tỷ suất cổ tức 7,5%/năm), chúng tôi nâng khuyến nghị lên **MUA** đối với VNM sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh 15% trong tháng qua.

Về các giả định định giá theo phương pháp FCFF, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), beta 1,0 (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 8,15% (điều chỉnh theo Damodaran thay vì 10,0% trước đó), tỷ trọng vốn vay 18% (không đổi), và chi phí nợ vay trước thuế 4,0% (tăng từ 3,0% trước đó), exit EVEBITDA 10,5x (không đổi). Theo đó, giả định WACC duy trì 10,6% (không đổi).

Về giả định định giá theo phương pháp so sánh PE, chúng tôi duy trì mức PE 16,0x (không thay đổi) – tương ứng với kịch bản nâng hạng thị trường, đã được đề cập trước đây trong [báo cáo định giá VNM: Thuyền to nỗ lực vượt sóng lớn](#). Chúng tôi nhấn mạnh về kịch bản nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2026, 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.

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	10,6%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu dụng	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	118.059
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,2%	+ Tiền mặt & khoản đầu tư tại ngày định giá	23.150
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	- Nợ	10.477
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	8,2%	Giá trị vốn chủ sở hữu	130.731
Beta	1,0	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	2.089,96
Exit EV/EBITDA	9,5	Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (đồng)	62.300

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của VNM trên mỗi Cổ phiếu theo phương pháp FCFF (đồng/cổ phiếu)

WACC	Exit EV/EBITDA					
	8,5		9,5	10,5	11,5	12,5
	8,6%	59.710	63.985	68.259	72.534	76.808
	9,6%	57.219	61.270	65.320	69.371	73.422
	10,6%	54.871	58.712	62.552	66.392	70.233
	11,6%	52.657	56.300	59.943	63.586	67.228
	12,6%	50.568	54.025	57.482	60.939	64.396

Nguồn: CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP PE

Bảng chỉ số tài chính của các Công ty cùng ngành với VNM (triệu đô)

Công ty	Vốn hóa (triệu đô)	Doanh thu thuần 2025 (triệu đô)	PE trượt 2025 (x)	PB trượt 2025 (x)	EVEBITDA trượt 2025 (x)
Inner Mongolian Yili Group (Trung Quốc)	25.884	16.081	21,5	3,4	17,5
China Mengniu dairy (Trung Quốc)	7.430	12.317	13,1	1,3	12,5
Morinaga Milk Industry (Nhật Bản)	2.121	3.684	29,1	1,2	7,8
Yakult Honsha (Nhật Bản)	5.199	3.280	16,3	1,3	8,2
Fraser & Neave Holdings Bhd (Malaysia)	3.209	1.197	25,3	3,3	14,5
Vinamilk (Việt Nam)	4.865	2.448	15,2	4,2	9,1
Trung bình ngành sản xuất sữa			18,9	2,3	10,8

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của VNM trên mỗi Cổ phiếu theo P/E (đồng/cổ phiếu)

EPS (VND)	P/E						
			14,0	15,0	16,0	17,0	18,0
	2026F	4.637	64.920	69.557	74.194	78.831	83.469
	2027F	4.849	67.883	72.731	77.580	82.429	87.278

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VNM

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VNM (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF (5 năm, WACC: 10,6%, Exit EVEBITDA 9,5x)	50%	62.600
PE (EPS 2026F, PE 16,0x)	50%	74.200
Tổng VNM	100%	68.400
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		4.350
P/E mục tiêu 2026F		14,8

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Phụ lục

Bảng 7: Kết quả kinh doanh Q4-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4-2025	Q3-2025	+/-QoQ	Q4-2024	+/-YoY
Doanh thu thuần	17.034	16.953	0,5%	15.477	10,1%
Nội địa	13.846	13.494	2,6%	12.843	7,8%
Xuất khẩu	1.579	2.019	-21,8%	1.253	26,0%
Chi nhánh nước ngoài	1.609	1.440	11,7%	1.382	16,4%
Lợi nhuận gộp	6.890	7.087	-2,8%	6.210	11,0%
CPBH&QLDN	-3.732	-4.040	-7,6%	-3.906	-4,4%
LN trước thuế và lãi vay	3.158	3.048	3,6%	2.304	37,1%
Lợi nhuận từ CTLKLD	24	-194	-112,3%	23	2,5%
Lợi nhuận tài chính ròng	251	304	-17,6%	255	-1,5%
Lợi nhuận khác	44	-32	-237,3%	61	-28,2%
Lợi nhuận trước thuế	3.433	3.126	9,8%	2.643	29,9%
Thuế TNDN	-650	-615	5,6%	-497	30,9%
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	-13	-16	-18,9%	23	-156,9%
LNST Cty Mẹ	2.840	2.527	12,4%	2.124	33,7%

Nguồn: VNM, CTCK Rông Việt

Bảng 8: Phân tích HĐKD Q4-2025

Chỉ tiêu	Q4-2025	Q3-2025	+/-QoQ	Q4-2024	+/-YoY
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	40,4%	41,8%	-136bps	40,1%	33bps
LNTT & lãi vay/Doanh thu	18,5%	18,0%	56bps	14,9%	365bps
TS lợi nhuận ròng	16,7%	14,9%	177bps	13,7%	295bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
Số ngày tồn kho	25	26	-1 ngày	28	-3 ngày
Số ngày phải thu	61	58	3 ngày	55	5 ngày
Số ngày phải trả	35	32	3 ngày	38	-3 ngày
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	55%	47%		52%	

Nguồn: VNM, CTCK Rông Việt

	tỷ đồng			
KQ HKKD	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	61.783	63.646	65.325	69.203
Giá vốn	36.192	37.436	38.557	40.938
Lãi gộp	25.590	26.209	26.767	28.265
Chi phí bán hàng	-13.358	-13.642	-14.212	-15.021
Chi phí quản lý	-1.828	-1.904	-1.948	-2.083
Thu nhập từ HĐTC	1.586	1.497	1.718	1.786
Chi phí tài chính	-428	-350	-408	-401
Lợi nhuận khác	6	-10	-10	-10
LN từ công ty liên kết	32	-151	32	32
Lợi nhuận trước thuế	11.600	11.650	11.993	12.544
Thuế TNDN	-2.147	-2.236	-2.297	-2.402
Lợi ích cổ đông thiểu số	61	3	5	8
Lợi nhuận sau thuế	9.392	9.410	9.691	10.134
LNTT & lãi vay	10.405	10.664	10.608	11.161

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	2,3	3,0	2,6	5,9
EBIT	6,6	3,7	-0,5	5,2
Lợi nhuận sau thuế	5,8	0,2	3,0	4,6
Tổng tài sản	4,5	-3,2	-0,4	1,5
Vốn chủ sở hữu	3,3	-4,7	2,3	2,3

Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp / Doanh thu	41,4	41,2	41,0	40,8
EBIT/ Doanh thu	16,8	16,8	16,2	16,1
LNST/ Doanh thu	15,2	14,8	14,8	14,6
ROA	17,1	17,7	18,2	18,8
ROE	26,0	27,3	27,5	28,1

Hiệu quả hoạt động				
Số ngày phải thu	37	35	34	32
Số ngày tồn kho	57	67	71	71
Số ngày phải trả	39	38	39	39

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	2,0	2,0	2,1	2,2
Nhanh	1,7	1,6	1,7	1,7

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	0,3	0,4	0,3	0,3
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,3	0,3	0,2	0,2
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,3	0,3	0,2	0,2

	tỷ đồng			
BẢNG CỎKT	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tiền	2.226	1.795	1.795	1.795
Đầu tư tài chính ngắn hạn	23.260	21.355	21.355	22.355
Các khoản phải thu	6.234	6.028	6.005	6.119
Tồn kho	5.687	6.839	7.500	7.963
Tài sản ngắn hạn khác	147	244	251	266
Tài sản cố định hữu hình	13.114	12.991	12.449	11.592
Tài sản cố định vô hình	1.030	1.031	950	901
Đầu tư tài chính dài hạn	1.373	957	850	850
Tài sản dài hạn khác	1.978	2.073	1.960	2.076
TỔNG TÀI SẢN	55.049	53.312	53.115	53.917
Tiền hàng phải trả & ứng trước	3.874	3.923	4.127	4.382
Vay và nợ ngắn hạn	9.115	9.394	8.212	7.941
Vay và nợ dài hạn	158	63	63	63
Khoản phải trả khác	5.727	5.449	5.449	5.449
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	680	953	953	953
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	18.875	18.829	17.852	17.835
Vốn đầu tư của CSH	20.400	20.153	20.153	20.153
Cổ phiếu quỹ	499	747	747	747
Lợi nhuận giữ lại	3.471	8.523	9.298	10.109
Khoản thu nhập khác	829	1.185	1.185	1.185
Quỹ đầu tư phát triển	7.079	79	79	79
TỔNG VỐN	36.174	34.483	35.263	36.082
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.896	3.798	3.803	3.810

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
EPS (đồng/cp)	4.494	4.503	4.637	4.849
P/E (x)	13,1	13,6	12,5	12,0
BV (đồng/cp)	17.309	16.499	16.873	17.264
P/B (x)	3,4	3,7	3,4	3,4
DPS (đồng/cp)	3.850	4.850	4.350	4.350
Tỷ suất cổ tức (%)	6,5	8,3	7,1	7,5

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	62.600	50	31.300
P/E	74.200	50	37.100
Giá mục tiêu (đồng/cp)			68.400

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 3-2026	68.400	MUA	Dài hạn
Tháng 1-2026	68.400	TÍCH LŨY	Dài hạn
Tháng 9-2025	65.100	TÍCH LŨY	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

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	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

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

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng

Đỗ Thạch Lam

Phó phòng

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

Phó phòng

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

Nguyễn Bảo Hưng

Trưởng bộ phận

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng
• Công nghệ & Viễn thông

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

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

Lê Ngọc Hiến

Chuyên viên Phân tích

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

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

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

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ
• Công nghệ & Viễn thông

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
🌐 www.vdsc.com.vn 📠 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, 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 Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 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 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



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

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. RongViet 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 RongViet 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 RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**