

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

Hướng đến cột mốc lợi nhuận mới

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY26	Q1-FY26	+/- svqt	Q2-FY25	+/- svck
Doanh thu thuần	18.847	16.149	16,7%	16.725	12,7%
Lợi nhuận sau thuế	3.167	2.429	30,4%	2.475	28,0%
LNTT & lãi vay	3.580	2.711	32,0%	2.848	25,7%
LNTT & lãi vay/DT thuần	19,0%	16,8%	220bps	17,0%	196bps

Nguồn: VNM, CTCK Rống Việt

Q2-FY26: Vượt kỳ vọng nhờ hiệu quả quản lý chi phí đầu vào & bán hàng tốt hơn

- KQKD VNM Q2-2026 vượt kỳ vọng chuyên viên 16% với doanh thu thuần đạt 18.847 tỷ đồng (+12,5% svck), LNST Cty Mẹ 3.167 tỷ đồng (+28,0% svck) nhờ vào tăng trưởng doanh thu cao ở tất cả các mảng, chi phí đầu vào nhiều thuận lợi & hiệu quả cao hơn của các chiến dịch hỗ trợ bán hàng. Chi tiết hơn, biên lợi nhuận gộp đạt 43,5% (+83bps svqt, +170bps svck), cao hơn mức dự phóng 42,9% nhờ giá bột sữa nguyên liệu giảm khoảng 20,8% svck đi kèm chi phí sản xuất trên đơn vị giảm khi sản lượng bán ra vượt kỳ vọng và hiệu ứng tăng giá bán phản ánh rõ hơn. Đồng thời, tỷ lệ CPBH&QLDN/Doanh thu thuần ở mức 24,5% (-138bps svqt, -42bps svck), thấp hơn mức dự phóng 25,3%; dù chi phí quảng cáo, khuyến mãi và trưng bày đạt mức cao nhất lịch sử theo quý (3.131 tỷ đồng, tương đương 16,6% doanh thu), hiệu quả ROI vẫn tốt giúp kiểm soát chi phí trong bối cảnh ngành sữa còn ảm đạm.

Triển vọng FY26: Gia tăng thị phần ở tất cả các mảng kinh doanh

- LNST Cty Mẹ Q3-2026 dự kiến đạt 2.710 tỷ đồng (-14,4% svqt, +7,3% svck). Mức tăng trưởng dương so với cùng kỳ chủ yếu nhờ doanh thu nội địa cải thiện nhờ mở rộng thị phần và hiệu ứng tăng giá bán, cùng xuất khẩu và chi nhánh nước ngoài duy trì tăng trưởng hai chữ số. Tuy nhiên, lợi nhuận giảm so với quý trước do nền cao của Q2-2026 (mùa cao điểm), biên gộp thu hẹp 141bps svqt khi giá nguyên liệu không còn thuận lợi như nửa đầu năm, và chi phí bán hàng & quản lý vẫn duy trì ở mức cao nhằm hỗ trợ tăng trưởng trong bối cảnh ngành sữa tiếp tục tăng trưởng âm.
- 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 +6,4% svck 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.
- Do rủi ro gián đoạn kinh doanh tại Trung Đông giảm đi kèm hiệu quả cao hơn của các chiến dịch hỗ trợ bán hàng, chúng tôi tăng dự phóng doanh thu thuần năm 2026 của VNM đạt 70.842 tỷ đồng (+11,3% svck). LNST/EPS đạt 11.216 tỷ đồng (+19,2% svck) và 5.370 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

Chúng tôi tăng dự phóng LNST cho VNM giai đoạn 2026/27 lần lượt 9,1%/5,2% chủ yếu do hoạt động kinh doanh nước ngoài & hiệu quả các chiến dịch quảng cáo chiết khấu ở thị trường nội địa, có nhiều diễn biến tích cực hơn kỳ vọng. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh tăng 5% giá mục tiêu một năm tới của cổ phiếu VNM lên **70.100 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 13,1x và 12,9x. Kết hợp với cổ tức tiền mặt 4.350 đồng/cổ phiếu, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cho VNM.

MUA +25%

Giá thị trường (đồng)	59.700
Giá mục tiêu (đồng)	70.100

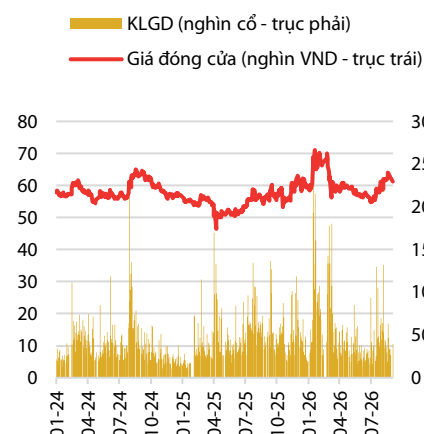
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 4.350

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	127.905
SLCPDLH (triệu CP)	2.090
KLGD bình quân 20 phiên ('000 CP)	3.618
Free Float (%)	49,8
Giá cao nhất 52 tuần	71.100
Giá thấp nhất 52 tuần	53.300
Beta	0,5

	FY25	Hiện tại
EPS	4.503	5.246
Tăng trưởng EPS (%)	0,2	27,9
P/E	13,7	13,2
P/B	4,2	4,1
EV/EBITDA	11,0	6,9
ROE (%)	29,9	30,8

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Tổng Công ty Đầu tư & kinh doanh vốn Nhà nước	36,0
F&N Dairy Investment PTE LTD	17,7
Platinum Victory PTE LTD	10,6
Bà Mai Kiều Liên - TVHĐQT	0,3
Khác	35,4
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	50,2

Phòng Phân tích Ngành Tiêu dùng

phantich@vdsc.com.vn

KQKD Q2-2026 vượt kỳ vọng nhờ hiệu quả quản lý chi phí đầu vào & bán hàng tốt hơn

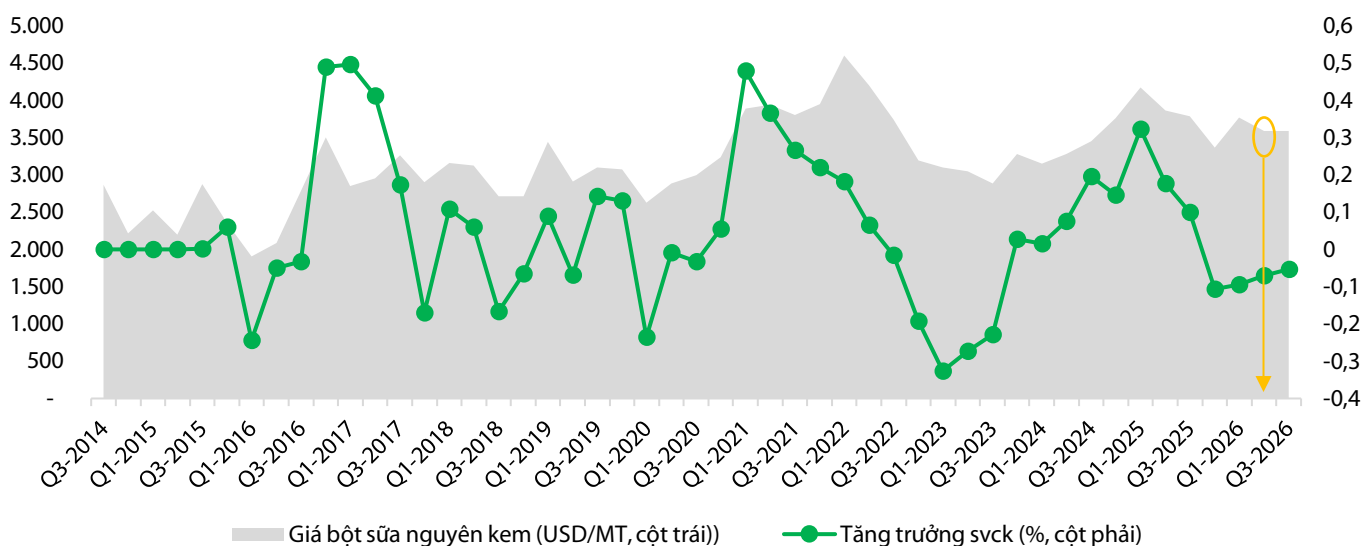
Doanh thu thuần đạt 18.847 tỷ đồng (+16,7% svqt, +12,5% svck) cao hơn 6% kỳ vọng chuyên viên nhờ mảng xuất khẩu hoạt động hiệu quả hơn dự phóng, trong đó:

- **Mảng nội địa**, đạt 14.516 tỷ đồng (+20,2% svqt, +6,5% svck) phù hợp kỳ vọng chuyên viên & có khả năng vượt trung bình ngành sữa ở quý này theo quan điểm chúng tôi (cập nhật sau). Ở quý này, chúng tôi tiếp tục cho rằng VNM có cải thiện tăng trưởng svck ở thị trường nội địa nhờ mở rộng thị phần nhờ làm mới hệ thống cửa hàng tự doanh, đẩy mạnh kênh MT/TMĐT (đang là xu hướng) đi kèm làm mới danh mục sản phẩm (về bộ nhận diện và ra mắt các dòng sữa cao cấp mới như Vinamilk Greenfarm/ Optimum A2 Pro+, Mộc Châu Creamery) ở cả VNM và MCM. Trong khi kênh GT (sau tái cấu trúc) duy trì doanh số ổn định tương tự cùng kỳ. Hiệu ứng tăng giá bán (tăng 3-4% ở Q1-2026) tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng doanh thu quý này tương tự Q1-2026. Lưu ý, mùa vụ tiêu thụ sữa cao Q2-3 trở lại, hỗ trợ tăng trưởng svqt tốt.
- **Mảng xuất khẩu**, đạt 2.664 tỷ đồng (+14,5% svqt, +41,2% svck), vượt kỳ vọng chuyên viên 18%. Sau khi linh hoạt chuyển đổi đường vận chuyển vào khu vực chủ lực Trung Đông (chiếm 70-80% tỷ trọng doanh thu thuần) giữa eo biển Hormuz & Jordan, VNM giữ tăng trưởng tích cực cho khu vực này, đặc biệt nhu cầu tích trữ sản phẩm thiết yếu như sữa vẫn cao khi chiến sự vẫn leo thang, theo quan điểm chúng tôi. Trong khi nhiều thị trường khác như Campuchia, Philippines, Hàn Quốc, Nhật Bản, Canada và Hoa Kỳ ghi nhận tăng trưởng tốt, góp phần đa dạng hóa cơ cấu doanh thu xuất khẩu của Công ty.
- **Mảng Công ty nước ngoài**, đạt 1.667 tỷ đồng (-4,3% svqt, +36,3% svck), vượt nhẹ 5% kỳ vọng chuyên viên nhờ Angkor Milk khả năng duy trì tăng trưởng mạnh (sẽ cập nhật sau). Angkormilk duy trì thị phần cao tại thị trường Campuchia khi “niềm tin thương hiệu” của người tiêu dùng tại Campuchia cho VNM đã gia tăng đáng kể trong các quý qua, theo quan điểm chúng tôi.

LNST Cty Mẹ đạt 3.167 tỷ đồng (+30,4% svqt, +28,0% svck), vượt kỳ vọng chuyên viên 16%, tương ứng biên LN ròng đạt 16,8% (+176bps svqt, +201bps svck) nhờ vào tăng trưởng doanh thu cao đã đề cập, chi phí đầu vào nhiều thuận lợi & hiệu quả cao hơn của các chiến dịch hỗ trợ bán hàng. Cụ thể:

- **Biên LN gộp**, đạt 43,5% (+83bps svqt, +170bps svck), cao hơn mức 42,9% dự phóng chúng tôi nhờ vào giá bột sữa nguyên liệu thuận lợi hơn (-20,8% svck, theo ước tính chúng tôi dựa trên mức giá cuối năm ngoái – thời điểm VNM chốt giá nguyên liệu cho nửa đầu 2026) & chi phí sản xuất trên mỗi đơn vị giảm đi khi sản lượng tiêu thụ gia tăng mạnh hơn kỳ vọng như đã đề cập. Hiệu ứng tăng giá bán cũng phản ánh rõ nét hơn lên biên lợi nhuận kỳ này hơn.
- **CPBH&QLDN / D.thu thuần**, đạt 24,5% (-138bps svqt, -42bps svck) thấp hơn kỳ vọng ban đầu của chúng tôi (25,3%). Hiệu quả đầu ra cao hơn như đã đề cập giúp tỷ lệ này được tiết giảm svck. VNM đạt mức chi cho quảng cáo, khuyến mãi, trưng bày cao nhất lịch sử hoạt động một quý, đạt 3.131 tỷ đồng (16,6% trên doanh thu thuần) nhưng đem lại hiệu quả ROI tốt, đặc biệt trong bối cảnh ngành sữa còn ảm đạm.
- Điểm ngược pha quý này đến từ **lợi nhuận tài chính thuần** ghi nhận tăng trưởng âm 42,6% svck, đạt 279 tỷ đồng do bối cảnh lãi suất vay kém thuận lợi hơn.

Hình 1: Diễn biến giá bột sữa nguyên liệu



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: KQKD của VNM ở Q2-2026

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-2026	Q1-2026	+/-svqt	Q2-2025	+/-svck
Doanh thu thuần	18.847	16.149	16,7%	16.725	12,7%
Nội địa	14.107	11.633	21,3%	13.107	7,6%
Nước ngoài	409	447	-8,5%	507	-19,4%
Xuất khẩu	2.664	2.326	14,5%	1.887	41,2%
Chi nhánh nước ngoài	1.667	1.743	-4,3%	1.223	36,3%
Lợi nhuận gộp	8.204	6.896	19,0%	7.022	16,8%
CPBH & QLDN	-4.625	-4.184	10,5%	-4.174	10,8%
LNTT & lãi vay	3.580	2.711	32,0%	2.848	25,7%
Lợi nhuận từ CTLKLD	51	48	4,2%	4	1243,2%
Lợi nhuận tài chính ròng	279	232	20,3%	267	4,6%
Lợi nhuận khác	-10	23	-143,4%	-23	-56,5%
Lợi nhuận trước thuế	3.899	3.014	29,4%	3.096	25,9%
Thuế TNDN	-715	-461	54,9%	-608	17,7%
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	17	-30	-158,9%	14	24,1%
LNST Cty Mẹ	3.167	2.429	30,4%	2.475	28,0%
Biên LN gộp	43,5%	42,7%	83bps	42,0%	154bps
CPBH&QLDN/D.thu thuần	24,5%	25,9%	-138bps	25,0%	-42bps
Biên LNTT và lãi vay	19,0%	16,8%	220bps	17,0%	196bps
Biên LN ròng	16,8%	15,0%	176bps	14,8%	201bps

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Dự phóng Q3-2026: Tiếp nối mùa vụ cao điểm ngành sữa với nền tảng kinh doanh vững vàng ở tất cả các mảng

Bảng 2: Dự phóng KQKD Q3-2026 của VNM

	Q3-2026	+/-svck	+/-svqt	Giải định
Doanh thu thuần	17.995	6,1%	-4,5%	
Vinamilk & Mocchau nội địa	13.592	5,0%	-3,7%	Ở quý này, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng VNM có cải thiện tăng trưởng svck ở thị trường nội địa nhờ mở rộng thị phần sau tái cấu trúc kênh truyền thống (GT) & danh mục sản phẩm (về bộ nhận diện và ra mắt các dòng sữa cao cấp mới như Vinamilk Greenfarm/ Optimum A2 Pro+, Mộc Châu Creamery) ở cả VNM và MCM. Hiệu ứng tăng giá bán tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng doanh thu quý này tương tự nửa đầu 2026. Tuy nhiên, do nền cao Q2-2026 (đã đề cập) khiến tăng trưởng svqt âm. Yếu tố thị trường cũng không hỗ trợ cho tăng trưởng svqt do cả Q2-3 đều là mùa cao điểm hàng năm ngành sữa.
Công ty con nội địa khác	409	-25,7%	0,0%	
Xuất khẩu	2.287	13,3%	-14,2%	
Chi nhánh nước ngoài	1.707	18,6%	2,4%	Việc linh hoạt chuyển đổi giữa đường vận tải Jordan và Hormuz đi kèm tình hình căng thẳng địa chính trị Trung Đông lắng dịu, chúng tôi giữ quan điểm tích cực cho tăng trưởng khu vực này, nhưng khó cao sv Q2 khi tình hình tích trữ hàng sớm ở Trung Đông có thể hạ nhiệt, theo quan điểm chúng tôi. <i>VNM cho biết, trong T7-2026, Công ty vẫn ghi nhận tăng trưởng hai chữ số svck ở mảng xuất khẩu.</i>
Lợi nhuận gộp	7.580	6,9%	-7,6%	Angkormilk duy trì thị phần cao tại thị trường Campuchia khi “niềm tin thương hiệu” của người tiêu dùng tại Campuchia cho VNM đã gia tăng đáng kể trong các quý qua. Tuy nhiên, khó đạt tăng trưởng svck cao như các quý trước vì nền cao doanh thu của chi nhánh này từ nửa cuối 2025.
CPBH&QLDN	-4.535	12,3%	-1,9%	Biên LN góp đi ngang svck và giảm tương đối (-141bps svqt) do không còn lợi thế nguyên liệu giá rẻ như nửa đầu 2026. <i>VNM cho biết Công ty đã chốt giá nguyên vật liệu đến khoảng T11-2026 (cao hơn sv nửa đầu năm 2026 liên quan đến giá bột sữa nguyên liệu), một số khác đã chốt đến hết năm 2026 (nhìn chung cao hơn giai đoạn đầu năm ngoại trừ giá đường), tuy nhiên, Công ty nỗ lực giữ biên lợi nhuận gộp nửa cuối 2026 ổn định hoặc chỉ biến động nhỏ so với nửa đầu năm nhờ mix sản phẩm tốt hơn.</i>
LN trước thuế và lãi vay	3.045	-0,1%	-14,9%	Thị trường sữa tăng trưởng âm năm quý liên tiếp, VNM phải duy trì khoản CPBH & QLDN trên 4.200 tỷ đồng/quý đều đặn và có xu hướng tăng dần nhằm vượt tăng trưởng chung của ngành, điều này cũng không ngoại lệ trong Q3-2026.
Lợi nhuận từ CTLKLD	48	-124,7%	-5,0%	Năm 2026 kỷ niệm 50 năm thành lập (cao điểm trong Q2-3) nên chi phí khuyến mãi, quảng cáo tăng cao nhưng đã được dự phòng nên không ảnh hưởng lớn tới kế hoạch năm.
Lợi nhuận tài chính ròng	285	-6,4%	2,2%	
Lợi nhuận khác	10			
Lợi nhuận trước thuế	3.388	8,4%	-13,1%	
Thuế TNDN	-664			
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	14			
LNST Cty Mẹ	2.710	7,3%	-14,4%	
Biên LN gộp	42,1%	14bps	-141bps	
CPBH&QLDN/D.thu thuần	25,2%	24bps	66bps	
Biên LNTT và lãi vay	16,9%	-11bps	-207bps	
Biên LN ròng	15,1%	26bps	-174bps	

Nguồn: VNM, CTCK Rống Việt

Định giá

Chúng tôi tăng dự phóng LNST cho VNM giai đoạn 2026/27F lần lượt 9,1%/5,2% chủ yếu do hoạt động kinh doanh nước ngoài & hiệu quả các chiến dịch quảng cáo chiết khấu ở thị trường nội địa, có nhiều diễn biến tích cực hơn kỳ vọng:

- Việc VNM tìm kiếm được chiến lược vận tải mới hạn chế ảnh hưởng từ tình trạng “đóng/mở” bất thường của eo biển Hormuz như đã đề cập đi kèm căng thẳng Trung Đông có dấu hiệu hạ nhiệt, nên chúng tôi tăng dự phóng 6,9%/3,9% cho doanh thu xuất khẩu năm 2026/27F. Ngoài ra, chúng tôi cũng thực hiện tăng dự phóng 3,5%/1,6% cho doanh thu chi nhánh nước ngoài năm 2026/27F nhờ việc mở rộng thị phần nhanh hơn kỳ vọng của Angkormilk tại thị trường Campuchia trước diễn biến phức tạp trong xung đột biên giới Thái Lan – Campuchia và bản thân VNM cũng đã chiếm được “niềm tin tiêu dùng” tại khu vực này mạnh mẽ hơn sau vài quý theo quan điểm chúng tôi.
- **Về biên LNTT & lãi vay**, chúng tôi tăng dự phóng thêm 138bps/62bps, đạt 17,6%/16,9% cho năm 2026/27F do nhìn thấy hiệu quả cao hơn từ các chiến dịch quảng cáo chiết khấu ở thị trường nội địa. Tận dụng xu thế siết chặt sữa lậu/giả, VNM đẩy mạnh hoạt động chiết khấu cho đại lý và quảng cáo (đạt mức cao nhất từng ghi nhận trong 6T) nhưng đổi lại lợi thế quy mô cao hơn, giúp tốc độ tăng trưởng doanh thu tốt hơn tăng trưởng các chi phí này. Ngoài ra, Công ty cũng thành công trong việc định vị lại thương hiệu thông qua cải tạo bao bì/đa dạng hương vị sản phẩm thuần sữa tươi hơn hay cải tạo & mở rộng hệ thống cửa hàng tự doanh (từ 800 điểm cuối 2025 lên 950 điểm nửa đầu 2026 và hướng tới 1.000 điểm cuối 2026) – đóng vai trò như kênh thử nghiệm sản phẩm và tạo điểm chạm thương hiệu thường xuyên, gần gũi hơn với người tiêu dùng. Đây đều hỗ trợ tăng doanh số “tự nhiên” đối với hãng mà không cần dùng các chi phí chiết khấu & quảng cáo lớn đi kèm.

Do tăng dự phóng LNST của VNM, chúng tôi điều chỉnh tăng 5% giá mục tiêu một năm tới của cổ phiếu VNM lên **70.100 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 13,1x và 12,9x. Kết hợp với cổ tức tiền mặt 4.350 đồng/cổ phiếu, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cho VNM.

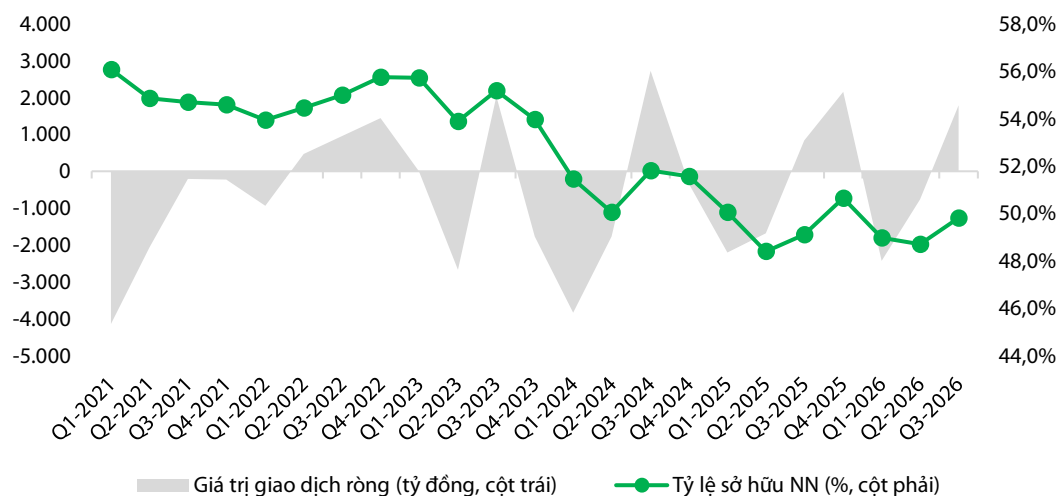
Về các giả định định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF), chúng tôi giữ nguyên tất cả chỉ số định giá so sánh ở các mô hình kinh doanh.

Bảng 3: Mô tả thay đổi dự phóng của VNM theo mảng (tỷ đồng)

	Thực tế	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% Thay đổi Dự phóng mới sv cũ	
	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	61.783	68.615	72.994	70.842	74.611	3,2%	2,2%
Vinamilk & Mocchau nội địa	47.930	51.269	54.036	52.681	55.172	2,8%	2,1%
Công ty con nội địa khác	2.869	2.363	2.491	2.363	2.491	0,0%	0,0%
Xuất khẩu	5.664	8.387	9.448	8.968	9.819	6,9%	3,9%
Chi nhánh nước ngoài	5.319	6.596	7.019	6.830	7.129	3,5%	1,6%
LNTT & lãi vay	10.405	11.149	11.862	12.491	12.590	12,0%	6,1%
Lợi nhuận tài chính ròng	1.157	1.292	1.365	1.104	1.333	-14,5%	-2,4%
LNST Cty Mẹ	9.392	10.283	10.851	11.216	11.414	9,1%	5,2%

Nguồn: VNM, CTCK Rong Viet

Hình 2: Tình hình giao dịch khối ngoại tại cổ phiếu VNM



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

(*) Trong kịch bản nâng hạng thị trường (vốn đã xảy ra), 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. Mặc dù vậy, nếu nhìn vào giao dịch khối ngoại của VNM trong các năm trở lại đây, hoạt động bán ròng chiếm ưu thế và tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại VNM cũng giảm nhanh chóng từ 56,1% ở 2021 xuống 49,0% ở cuối Q1-2026 và tăng nhẹ lên 49,8%. Xu hướng này phản ánh sự thận trọng kéo dài của dòng vốn quốc tế đối với các thị trường mới nổi trong bối cảnh đồng USD duy trì sức mạnh và các rủi ro địa chính trị vẫn chưa được giải quyết hoàn toàn.

ĐỊNH GIÁ BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	11,0%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu dụng	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	128.487
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,7%	+ Tiền mặt & khoản đầu tư tại ngày định giá	26.503
Lãi suất phi rủi ro	4,5%	- Nợ	8.455
Phân bù rủi ro vốn chủ sở hữu	8,2%	Giá trị vốn chủ sở hữu	146.536
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)	70.100

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: 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					
		7,5	8,5	9,5	10,5	11,5
	9,5%	64.009	68.682	73.355	78.029	82.702
	10,5%	62.132	66.615	71.098	75.580	80.063
	11,0%	61.315	65.715	70.114	74.514	78.914
	12,0%	59.563	63.786	68.008	72.231	76.453
	13,0%	57.892	61.946	66.000	70.054	74.108

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Chỉ số tài chính của các Công ty cùng ngành với VNM (triệu đô)

Công ty	Vốn hóa (triệu đô)	PE trượt nửa đầu 2026 (x)	PB trượt nửa đầu 2026 (x)	EVEBITDA nửa đầu 2026 (x)
Inner Mongolian Yili Group (Trung Quốc)	3.434	22,5	1,9	13,7
China Mengniu dairy (Trung Quốc)	9.234	40,6	1,5	9,6
Morinaga Milk Industry (Nhật Bản)	2.550	17,1	1,4	8,4
Yakult Honsha (Nhật Bản)	5.475	18,2	1,4	11,1
Fraser & Neave Holdings Bhd (Malaysia)	2.396	23,1	2,5	11,8
Vinamilk (Việt Nam)	5.029	13,3	4,1	7,8
Trung vị ngành sản xuất sữa		22,5	1,5	11,1

Nguồn: Bloomberg, 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: 11,0%, Exit EVEBITDA 9,5x)	100%	70.100
Tổng VNM	100%	70.100
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		4.350
P/E mục tiêu 2026F		13,1

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Phụ lục

Bảng 6: Kết quả kinh doanh Q2-2026 của VNM

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-2026	Q1-2026	+/-svqt	Q2-2025	+/-svck
Doanh thu thuần	18.847	16.149	16,7%	16.725	12,7%
Nội địa	14.516	12.080	20,2%	13.614	6,6%
Xuất khẩu	2.664	2.326	14,5%	1.887	41,2%
Chi nhánh nước ngoài	1.667	1.743	-4,3%	1.223	36,3%
Lợi nhuận gộp	8.204	6.896	19,0%	7.022	16,8%
CPBH&QLDN	-4.625	-4.184	10,5%	-4.174	10,8%
LN trước thuế và lãi vay	3.580	2.711	32,0%	2.848	25,7%
Lợi nhuận từ CTLKLD	51	48	4,2%	4	1243,2%
Lợi nhuận tài chính ròng	279	232	20,3%	267	4,6%
Lợi nhuận khác	-10	23		-23	
Lợi nhuận trước thuế	3.899	3.014	29,4%	3.096	25,9%
Thuế TNDN	-715	-461		-608	
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	17	-30		14	
LNST Cty Mẹ	3.167	2.429	30,4%	2.475	28,0%

Nguồn: VNM, CTCK Rông Việt

Bảng 7: Phân tích HĐKD Q2-2026 của VNM

Chỉ tiêu	Q2-2026	Q1-2026	+/-svqt	Q2-2025	+/-svck
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	43,5%	42,7%	83bps	42,0%	154bps
LNTT & lãi vay/Doanh thu	19,0%	16,8%	220bps	17,0%	196bps
TS lợi nhuận ròng	16,8%	15,0%	176bps	14,8%	201bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
Số ngày tồn kho	25	27	-3 ngày	24	Không đổi
Số ngày phải thu	66	72	-7 ngày	66	Không đổi
Số ngày phải trả	38	43	-4 ngày	44	-6 ngày
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	61,1%	51,1%		54,9%	

Nguồn: VNM, CTCK Rông Việt

tỷ đồng				
KQ HKKD	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	61.783	63.646	70.842	74.611
Giá vốn	36.192	37.436	40.741	43.562
Lãi gộp	25.590	26.209	30.101	31.049
Chi phí bán hàng	-13.358	-13.642	-15.518	-16.232
Chi phí quản lý	-1.828	-1.904	-2.091	-2.227
Thu nhập từ HĐTC	1.586	1.497	1.721	1.826
Chi phí tài chính	-428	-350	-617	-494
Lợi nhuận khác	6	-10	-10	-10
LN từ công ty liên kết	32	-151	200	200
Lợi nhuận trước thuế	11.600	11.650	13.840	14.089
Thuế TNDN	-2.147	-2.236	-2.619	-2.667
Lợi ích cổ đông thiểu số	61	3	5	8
Lợi nhuận sau thuế	9.392	9.410	11.216	11.414
LNTT & lãi vay	10.405	10.664	12.491	12.590

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	2,3	3,0	11,3	5,3
EBIT	6,6	3,7	17,2	0,8
Lợi nhuận sau thuế	5,8	0,2	19,2	1,8
Tổng tài sản	4,5	-3,2	1,6	2,5
Vốn chủ sở hữu	3,3	-4,7	2,6	2,6

Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp / Doanh thu	41,4	41,2	42,5	41,6
EBIT/ Doanh thu	16,8	16,8	17,6	16,9
LNST/ Doanh thu	15,2	14,8	15,8	15,3
ROA	17,1	17,7	20,7	20,6
ROE	26,0	27,3	31,7	31,4

Hiệu quả hoạt động				
Số ngày phải thu	37	35	33	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	2,0	2,1
Nhanh	1,7	1,6	1,6	1,6

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	0,3	0,2
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,3	0,3	0,3	0,3

tỷ đồng				
BẢNG CĐKT	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	22.855
Các khoản phải thu	6.234	6.028	6.437	6.527
Tồn kho	5.687	6.839	7.925	8.474
Tài sản ngắn hạn khác	147	244	272	287
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	2125	2.238
TỔNG TÀI SẢN	55.049	53.312	54.158	55.519
Tiền hàng phải trả & ứng trước	3.874	3.923	4.361	4.663
Vay và nợ ngắn hạn	9.115	9.394	8.899	9.036
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	18.773	19.211
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	9.420	10.333
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	35.386	36.307
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.896	3.798	3.803	3.811

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
EPS (đồng/cp)	4.494	4.503	5.367	5.461
P/E (x)	13,1	13,6	10,8	10,6
BV (đồng/cp)	17.309	16.499	16.931	17.372
P/B (x)	3,4	3,7	3,4	3,3
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	70.100	100%	70.100
Giá mục tiêu (đồng/cp)			70.100

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 9-2026	70.100	MUA	Dài hạn
Tháng 6-2026	66.500	MUA	Dài hạn
Tháng 3-2026	68.400	MUA	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KQKD

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%

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.

THÔNG TIN LIÊN HỆ
Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@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, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thẳng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trần Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+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. 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, 2026.**