

Việt Nam: Ngành Tiêu dùng
18 March 2026
VNM
MUA

Mức tăng giá mục tiêu:	+26,5%
Đóng cửa:	09/03/2026
Giá hiện tại:	58.100 đồng
Giá mục tiêu 12T:	73.500 đồng
GMT trước đó:	65.500 đồng
+/- GMT:	+12,2%

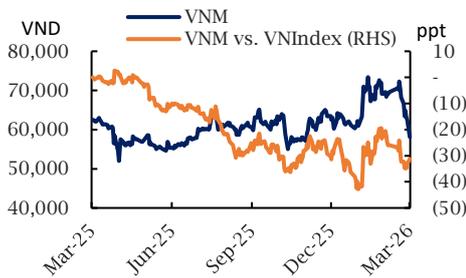
Tiêu điểm

- ▶ Căng thẳng địa chính trị leo thang tại Trung Đông có thể ảnh hưởng đến doanh thu xuất khẩu của VNM sang thị trường này trong năm 2026E.
- ▶ Tuy nhiên, thị trường nội địa vẫn là động lực tăng trưởng chính với mức đóng góp hơn 80% vào tổng doanh thu.
- ▶ Ngoài ra, mẫn xuất khẩu của VNM và Angkor Milk có thể tiếp tục hưởng lợi từ những căng thẳng đang diễn ra giữa Thái Lan và Campuchia.

Quan điểm

- ▶ Tận dụng các nhịp điều chỉnh của thị trường để tích lũy vị thế dài hạn.
- ▶ VNM vẫn là một cổ phiếu có nền tảng cơ bản vững chắc với tỷ suất cổ tức hấp dẫn (đạt 6,9% cho năm 2026E).
- ▶ Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 12% lên 73.500 đồng mỗi cổ phiếu, tương đương TSSL kỳ vọng 12 tháng là 33,4%.
- ▶ Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi: (1) bất ổn địa chính trị tại Trung Đông, (2) biến động giá nguyên liệu đầu vào và (3) nhu cầu tiêu dùng yếu hơn dự kiến.

Hồ sơ doanh nghiệp: Vinamilk là công ty sữa lớn nhất Việt Nam và là một trong những cổ phiếu trụ cột trên sàn HOSE kể từ khi niêm yết vào năm 2006. VNM quản lý đàn bò sữa hơn 130 nghìn con, vận hành 15 trang trại bò sữa công nghệ cao, 16 nhà máy sữa hiện đại và một nhà máy chế biến thịt bò mát với công suất 10.000 tấn mỗi năm. Các sản phẩm của VNM hiện diện tại hơn 200 nghìn điểm bán lẻ tại Việt Nam và xuất khẩu trực tiếp đến 65 quốc gia trên toàn thế giới.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường (triệu USD)	4.620
GTGD BQ 6 tháng (triệu USD)	15,1
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	2.090
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	35,0%
Sở hữu nước ngoài (%)	48,5%
Cổ đông lớn (%)	61,0%
P/E 2026E (x)	13,2x
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại (%)	Không giới hạn
Tỷ suất cổ tức 2026E (%)	6,9%

Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

	2025A	2026E	2027E	2028E
Doanh thu	63.646	68.294	71.407	74.380
Lợi nhuận HĐ	10.664	11.276	12.539	13.184
LNST	9.410	9.988	11.086	11.747
EPS (đồng)	4.503	4.779	5.304	5.621
+/- EPS (%)	0%	6%	11%	6%
P/E (x)	13,6	12,2	11,0	10,3
ROE (%)	26,6%	28,3%	29,7%	29,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	6,5%	6,9%	6,9%	6,9%
DPS (đồng)	4.000	4.000	4.000	4.000

Nguồn: Fiinpro, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Lưu Bộ Di

di.luu@yuantaresearch.com.vn

<http://yuantaresearch.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

Tích lũy dài hạn tại các nhịp điều chỉnh ngắn hạn

Rủi ro từ Trung Đông là không thể tránh khỏi nhưng vẫn trong tầm kiểm soát. Xung đột tại Trung Đông đã làm dấy lên những lo ngại và các nhà đầu tư có vẻ đã phản ánh quá mức về rủi ro đối với VNM. Doanh thu xuất khẩu sang khu vực này đóng góp khoảng 8,5–9,0% doanh thu hợp nhất. Theo quan điểm của chúng tôi, mức độ ảnh hưởng này không đủ lớn để tạo ra rủi ro hệ thống trừ khi xung đột kéo dài hơn dự kiến.

Thị trường nội địa vẫn là động lực cốt lõi, đóng góp hơn 80% vào doanh thu hợp nhất. Chiến lược trọng tâm của công ty là đẩy mạnh phân khúc cao cấp, phù hợp với xu hướng gia tăng của tầng lớp trung lưu cùng với nhận thức ngày càng cao về sức khỏe tại Việt Nam. Chúng tôi dự báo doanh thu nội địa sẽ tăng trưởng +6,6% YoY trong năm 2026E, với CAGR dài hạn là +4,3% giai đoạn 2025–2030E.

Hưởng lợi từ xung đột biên giới Thái – Cam trong năm 2026E. VNM không công bố doanh thu xuất khẩu sang Campuchia, song số liệu từ Tổng cục Hải quan cho thấy kim ngạch xuất khẩu sữa của Việt Nam sang thị trường này đã đạt 58,1 triệu USD trong năm 2025 (+152% YoY). Đáng chú ý, tăng trưởng chủ yếu tập trung ở nửa cuối năm (+265% YoY trong 2H2025) sau thời điểm căng thẳng biên giới leo thang từ tháng 6. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu sang Campuchia sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng doanh thu quốc tế tổng thể của VNM đạt +10,3% trong năm 2026E.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và nâng giá mục tiêu lên 73.500 đồng, tương đương TSSL kỳ vọng 12 tháng là 33,4%. Chúng tôi xem nhịp điều chỉnh giá cổ phiếu gần đây là cơ hội tích lũy tiềm năng cho các nhà đầu tư dài hạn, dựa trên ba yếu tố chính: (1) nền tảng cơ bản vững chắc với chất lượng lợi nhuận đang cải thiện, (2) tỷ suất cổ tức hấp dẫn và (3) định giá hợp lý.

Yuanta vs. Các bên. Giá mục tiêu 73.500 đồng của chúng tôi cao hơn 3,5% so với dự báo các bên, phản ánh góc nhìn tích cực hơn về triển vọng lợi nhuận dài hạn. Mặc dù các dự báo năm 2026E của chúng tôi nhìn chung là tương đồng với các bên, chúng tôi vẫn kỳ vọng LNST của VNM sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong giai đoạn 2025–2030E với CAGR đạt +7,9% (cao hơn so với mức +5,9% của các bên), nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện dần và hiệu quả kiểm soát chi phí tốt hơn.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Rủi ro địa chính trị từ chiến tranh ở Trung Đông

Căng thẳng leo thang tại Trung Đông khiến nhà đầu tư trở nên thận trọng hơn đối với VNM. Điều này là hợp lý khi xét đến tầm quan trọng của khu vực này trong cơ cấu thị trường xuất khẩu của VNM.

Trong năm 2025, tổng doanh thu xuất khẩu chiếm 11,2% doanh thu hợp nhất của VNM (+2,0 điểm phần trăm YoY), trong đó riêng khu vực Trung Đông ước tính chiếm khoảng 75-80% doanh thu xuất khẩu, tương đương khoảng 8,5-9,0% doanh thu hợp nhất.

Theo quan điểm của chúng tôi, tỷ trọng này có thể trở nên đáng lưu ý nếu gián đoạn thương mại kéo dài. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng hiện tại vẫn chưa đủ lớn để gây ra rủi ro mang tính hệ thống đối với hoạt động kinh doanh của công ty.

Các rủi ro chính đối với VNM bao gồm:

- (1) Gián đoạn logistics đang đẩy chi phí vận chuyển lên cao do lộ trình bị kéo dài, các khoản phụ phí liên quan đến chiến tranh gia tăng, và giá dầu cao hơn làm tăng chi phí vận tải. Đây là tình trạng chung mà các doanh nghiệp thực phẩm Việt Nam (và các quốc gia khác) có hoạt động xuất khẩu sang Trung Đông đang phải đối mặt, không chỉ riêng VNM.
- (2) Rủi ro thanh toán từ các đối tác. Bất ổn kinh tế có thể làm tăng rủi ro tín dụng từ phía các nhà phân phối trong khu vực, dẫn đến chu kỳ thu hồi nợ kéo dài và chi phí dự phòng nợ khó đòi cao hơn.
- (3) Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm sữa cao cấp suy yếu nếu căng thẳng địa chính trị và biến động giá nhiên liệu kéo dài. Kể từ khi xung đột leo thang vào cuối tháng 02/2026, giá dầu thô Brent đã tăng hơn 40%, kéo theo giá xăng trong nước (Ron 95-III) tăng hơn 30% qua hai đợt điều chỉnh.

Diễn biến này cho thấy thu nhập khả dụng của các hộ gia đình Việt Nam có thể chịu áp lực khi chi phí đi lại và sinh hoạt tăng cao. Điều này có khả năng ảnh hưởng đến nhu cầu đối với các dòng sữa cao cấp, vốn không được coi là hàng hóa thiết yếu.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động tổng thể của cuộc xung đột Trung Đông đối với VNM vẫn trong tầm kiểm soát. Doanh thu cốt lõi của VNM vẫn là thị trường nội địa (chiếm hơn 80% tổng doanh thu), trong khi các dòng sản phẩm cao cấp hiện chỉ đóng góp khoảng 13% doanh thu theo ước tính của chúng tôi. Ngoài ra, công ty cho biết sẽ tập trung thúc đẩy tiêu dùng nội địa trong năm 2026E như một phần của các hoạt động kỷ niệm 50 năm thành lập.

Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng đối với thị trường Trung Đông và dự báo doanh thu xuất khẩu sang khu vực này sẽ giảm -5% trong năm 2026E, thấp hơn đáng kể so với mức tăng trưởng chung của thị trường khoảng +10% YoY ghi nhận trong năm 2025.

Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy để đánh giá mức độ ảnh hưởng của thay đổi tăng trưởng doanh thu xuất khẩu tại thị trường này đến dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu. Kết quả cho thấy với mỗi biến động ±5 điểm phần trăm trong giả định tăng trưởng doanh thu xuất khẩu, dự báo lợi nhuận hợp nhất năm 2026E và giá mục tiêu sẽ thay đổi khoảng ±0,5%. Vui lòng tham khảo bảng dưới đây để biết thêm chi tiết.

Bảng 1: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận và giá mục tiêu theo các kịch bản tăng trưởng doanh thu tại thị trường xuất khẩu Trung Đông

2026E revenue growth assumptions for Middle East region								
	Worse			Base case			Better	
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	
2026E earnings	9,942	9,958	9,973	9,988	10,004	10,019	10,034	
% change to base case	-0.5%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	

2026E revenue growth assumptions for Middle East region								
	Worse			Base case			Better	
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	
Target price	73,200	73,400	73,400	73,500	73,600	73,800	73,900	
% change to base case	-0.4%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.4%	0.5%	

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Vì vậy, chúng tôi xem đợt điều chỉnh giá cổ phiếu gần đây là cơ hội để các nhà đầu tư dài hạn tích lũy VNM. Quan điểm này được hỗ trợ bởi các yếu tố sau:

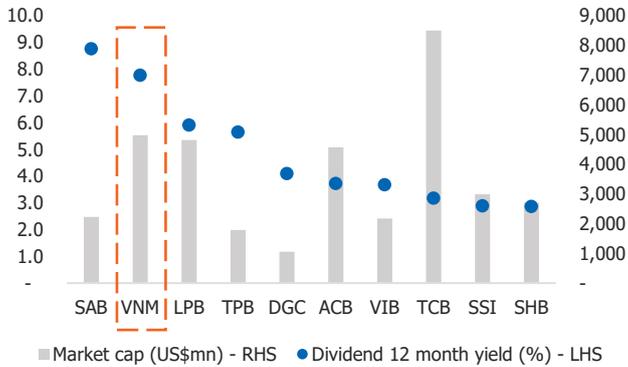
- (1) **Nền tảng cơ bản vững chắc.** Sau khi hoàn tất các sáng kiến tái định vị thương hiệu và tái cơ cấu danh mục sản phẩm, VNM đang ngày càng tập trung vào chiến lược cao cấp hóa nhằm tăng cường sức mạnh định giá và cải thiện biên lợi nhuận.

Chiến lược này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bền vững hơn trong trung và dài hạn, đặc biệt khi chúng tôi cho rằng thị trường nội địa vẫn là động lực chính của công ty. Vui lòng tham khảo Bảng 2 ở dưới để biết thêm chi tiết về các giả định tăng trưởng dài hạn của chúng tôi.

- (2) **Tỷ suất cổ tức hấp dẫn.** Chúng tôi dự báo VNM sẽ duy trì mức cổ tức bằng tiền mặt là 4.000 đồng/ cổ phiếu cho năm 2026E, tương ứng với tỷ suất cổ tức khoảng 6,9% (mức cao thứ hai trong số các cổ phiếu thuộc chỉ số VN30), giúp hạn chế rủi ro giảm giá đối với các nhà đầu tư dài hạn.

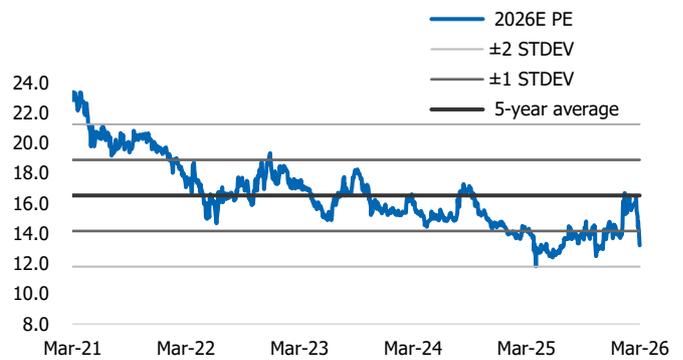
- (3) **Định giá hợp lý.** Sau đợt điều chỉnh giảm -19,6% trong giai đoạn gần đây, cổ phiếu VNM hiện đang giao dịch ở mức P/E TTM là 14,4x (dữ liệu được ghi nhận tại ngày 09/03), tương đương thấp hơn 1-2 lần độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm. Trên cơ sở dự phóng, VNM đang giao dịch ở mức P/E 2026E là 13,2x, cũng thấp hơn từ 1-2 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân 5 năm.

Biểu đồ 1: Top 10 cổ phiếu có lợi suất cổ tức cao nhất trong nhóm VN30



Nguồn: Bloomberg (Dữ liệu tại ngày 09/03/2026)

Biểu đồ 2: P/E 2026E của VNM đang là 13,2x



Nguồn: Bloomberg (Dữ liệu tại ngày 09/03/2026)

Điều chỉnh mô hình định giá

Chúng tôi tăng dự báo doanh thu năm 2026E nhưng hạ dự báo lợi nhuận để phản ánh sát hơn kế hoạch của công ty. Cụ thể, chúng tôi nâng dự báo doanh thu năm 2026E lên 68,3 nghìn tỷ đồng (+1,7% so với giả định trước đó) nhưng giảm dự báo LNST công ty mẹ (PATMI) năm 2026E xuống còn 10 nghìn tỷ đồng (-3,1% so với giả định trước đó), sau khi xem xét tăng các giả định về chi phí SG&A nhằm phục vụ cho các hoạt động kỷ niệm 50 năm thành lập của công ty. Vui lòng tham khảo bảng dưới đây để biết thêm chi tiết.

Bảng 2: Điều chỉnh các dự báo

Forecast revision (VNDbn)	Actual 2025A	Old forecast			New forecast				CAGR 2025A-2030E		
		2026E	YoY	2027E	YoY	2026E	YoY	2027E	YoY	Old	New
Revenues	63,646	67,185	5.6%	69,717	3.8%	68,294	7.3%	71,407	4.6%	3.9%	5.0%
Domestic	50,964	54,528	7.0%	55,924	2.6%	54,309	6.6%	56,072	3.2%	3.8%	4.3%
Export & Oversea subsidia	12,682	12,657	-0.2%	13,793	9.0%	13,985	10.3%	15,335	9.6%	4.2%	7.8%
Gross profits	26,209	27,906	6.5%	29,196	4.6%	28,481	8.7%	29,953	5.2%	6.0%	6.1%
Gross margin (%)	41.2%	41.5%		41.9%		41.7%		41.9%		42.3%	42.1%
EBIT	10,664	11,441	7.3%	12,084	5.6%	11,276	5.7%	12,539	11.2%	8.6%	7.6%
EBIT margin (%)	16.8%	17.0%		17.3%		16.5%		17.6%		17.8%	17.6%
PATMI	9,410	10,303	9.5%	10,846	5.3%	9,988	6.1%	11,086	11.0%	8.6%	7.9%
Net margin (%)	14.8%	15.3%		15.6%		14.6%		15.5%		15.9%	15.7%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Các động lực chính cho việc điều chỉnh tăng doanh thu bao gồm:

- (1) **Hưởng lợi từ xung đột biên giới Thái Lan – Campuchia.** Căng thẳng giữa hai quốc gia này làm hạn chế hoạt động nhập khẩu hàng tiêu dùng từ Thái Lan sang Campuchia, dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn cung.

Trong phân khúc sữa, sản xuất nội địa của Campuchia chỉ đáp ứng được khoảng 20% nhu cầu, trong khi khoảng 76% tổng nguồn sữa được nhập khẩu từ Thái Lan.

Do đó, sự gián đoạn này đã mở ra cơ hội cho các nhà sản xuất sữa nội địa tại Campuchia (như AngKor Milk, Kirisu) và các đơn vị xuất khẩu từ Việt Nam (như Dalat Milk, VP Milk và Vinamilk) có thể tận dụng lợi thế giao thương thuận lợi giữa Việt Nam và Campuchia để lấp đầy khoảng trống thị trường.

Mặc dù VNM không công bố số liệu doanh thu xuất khẩu trực tiếp sang Campuchia, dữ liệu từ Tổng cục Hải quan cho thấy kim ngạch xuất khẩu sữa từ Việt Nam sang Campuchia đạt 58,1 triệu USD (+152% YoY) trong năm 2025.

Đáng chú ý, mức tăng trưởng ba chữ số này chủ yếu đến từ đà bùng nổ +256% YoY trong 2H2025, ngay sau khi căng thẳng Thái – Cam leo thang từ tháng 06/2025.

Chúng tôi tin rằng Campuchia đã vượt qua Afghanistan để trở thành thị trường xuất khẩu sữa lớn thứ hai của Việt Nam trong năm 2025, chiếm khoảng 15% tổng giá trị xuất khẩu, chỉ sau Iraq (42%).

Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục trong năm nay, giúp củng cố tăng trưởng doanh thu quốc tế của VNM ở mức hai chữ số là +10,3% trong năm 2026E, trước khi điều chỉnh về mức một chữ số vào năm 2027E.

- (2) **Ca cấp hóa tại Việt Nam và các thị trường xuất khẩu truyền thống:** Khi thị trường sữa Việt Nam đã tiến vào giai đoạn bão hòa tương đối và VNM đang nắm giữ khoảng 40% thị phần, dư địa tăng trưởng dựa trên sản lượng sẽ bị hạn chế trong dài hạn. Trong bối cảnh đó, chiến lược cao cấp hóa là động lực tăng trưởng doanh thu then chốt.

Cách tiếp cận này phù hợp với sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam, nhận thức về sức khỏe của người tiêu dùng ngày càng tăng cao và nhu cầu đối với các sản phẩm sữa giàu đạm, hỗ trợ tiêu hóa và sữa hạt cũng tăng. Các dòng sản phẩm cao cấp của VNM hiện đang tăng trưởng vượt trội so với danh mục chung.

Chúng tôi ước tính danh mục cao cấp chiếm khoảng 13% tổng doanh thu vào cuối năm 2025 và có thể tăng lên 20% vào năm 2030 (CAGR đạt +13% giai đoạn 2025–2030E). Dẫn đến, dự báo tăng trưởng doanh thu nội địa cho năm 2026E là +6,6% YoY, với CAGR dài hạn đạt +4,3% giai đoạn 2025–2030E.

Đối với các thị trường xuất khẩu truyền thống (chủ yếu là Trung Đông), chúng tôi giả định doanh thu sẽ giảm -5% YoY trong năm 2026E với CAGR đạt +2,9% trong giai đoạn 2025–2030E. Dự báo của chúng tôi thận trọng hơn mục tiêu tăng trưởng trung hạn 5–10% YoY của VNM cho khu vực này, điều này là hợp lý do quan điểm thận trọng của chúng tôi về các rủi ro địa chính trị tại Trung Đông. Tuy nhiên, bất kỳ diễn biến tích cực nào từ tình hình xung đột cũng sẽ là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng cao hơn mức dự báo hiện tại.

Yuanta vs. Các bên

Giá mục tiêu 73.500 đồng của chúng tôi cao hơn +3,5% so với giá mục tiêu của các bên, phản ánh quan điểm tích cực hơn của chúng tôi về triển vọng lợi nhuận VNM trong dài hạn.

Dự báo cho năm 2026E của chúng tôi về cơ bản là tương đồng với các bên. Cụ thể, dự báo doanh thu năm 2026E của chúng tôi cao hơn +2,4% và dự báo lợi nhuận ròng thấp hơn -0,6% so với kỳ vọng chung của các bên.

Tuy nhiên, sự khác biệt trong dự báo lợi nhuận trở nên rõ rệt hơn trong dài hạn. Giá định tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2025–2030E của chúng tôi tương đương với kỳ vọng các bên (CAGR doanh thu khoảng 5,0%). Trong khi đó, dự báo lợi nhuận ròng của chúng tôi tương đương mức CAGR +7,9%, cao hơn 2,0 điểm phần trăm so với mức dự báo +5,9% của các bên.

Quan điểm lạc quan hơn về lợi nhuận của chúng tôi chủ yếu phản ánh các giả định về sự cải thiện của biên lợi nhuận và hiệu quả hoạt động tốt hơn. Cụ thể:

- Chúng tôi giả định chi phí đầu vào thuận lợi hơn một chút, dẫn đến biên lợi nhuận gộp trung bình đạt 42,1% trong giai đoạn 2025–2030E (cao hơn 0,1 điểm phần trăm so với các bên).
- Chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ tối ưu hóa hơn nữa các hoạt động, đặc biệt là chi phí SG&A. Mô hình của chúng tôi giả định chi phí SG&A tăng trưởng với mức CAGR +5,0% trong giai đoạn 2025–2030E, thấp hơn so với mức +5,1% của các bên.

Bảng 3: Yuanta với các bên

Doanh thu (tỷ đồng)	2026E		2027E	
	Giá trị	YoY (%)	Giá trị	YoY (%)
Yuanta Việt Nam	68.294	7,3%	71.407	4,6%
Các bên	66.695	4,8%	69.689	4,5%
% chênh lệch (Yuanta vs. Các bên)	2,4%		2,5%	

PATMI (tỷ đồng)	2026E		2027E	
	Giá trị	YoY (%)	Giá trị	YoY (%)
Yuanta Việt Nam	9.988	6,1%	11.086	11,0%
Các bên	10.025	6,8%	10.622	5,7%
% chênh lệch (Yuanta vs. Các bên)	-0,6%		4,4%	

Nguồn: Bloomberg's Consensus, Yuanta Việt Nam

Định giá & Rủi ro

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với **VNM** với giá mục tiêu 73.500 đồng/cổ phiếu (+12,2% so với GMT trước đó là 65.500 đồng). Giá mục tiêu của chúng tôi được xác định dựa trên phương pháp định giá theo tỷ trọng (70% đối với FCFF và 30% đối với phương pháp so sánh các chỉ số định giá).

Giá mục tiêu mới tương đương với P/E năm 2026E ở mức 16,3x và TSSL kỳ vọng 12 tháng là 33,4%.

Bảng 4: Tóm tắt định giá

Unit: VND	Target price	Weight	
FCFF	74,300	70%	52,000
Equity multiples	71,700	30%	21,500
Overall	73,500		
Implied PE	16.32		
Up (down) side	26.5%		
Dividend yield	6.9%		
12-month TSR	33.4%		

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Trong mô hình định giá **FCFF**, chúng tôi điều chỉnh tăng WACC lên 9,8% (so với mức 9,1% trước đó), sau khi nâng tỷ lệ tăng trưởng dài hạn lên 2,0% (từ mức cực thấp 1,2% trước đây và lãi suất phi rủi ro lên 5,2% (từ 4,6%), dựa trên lãi suất huy động hiện nay của các ngân hàng quốc doanh (vốn được coi là tài sản phi rủi ro thực tế tại Việt Nam).

Phương pháp này tạo ra mức giá trị nội tại mỗi cổ phiếu là 74.300 đồng, tương ứng mức upside +27,9% so với mức giá hiện tại.

Bảng 5: Định giá FCFF

Year	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FCFF	7,244	10,100	9,573	10,246	11,217	16,485
WACC	9.8%					
Discount Period	0.8	1.8	2.8	3.8	4.8	5.8
Discount Factor	0.93	0.84	0.77	0.70	0.64	0.58
Present Value of FCFF	6,714	8,527	7,363	7,178	7,158	9,583

Enterprise Value (VND bn)	
Cumulative Present Value of FCF	36,941
Terminal Value (by growth rate)	16,485
Terminal growth rate	2.0%
Terminal Value	216,902
Discount Factor	0.58
Present Value of Terminal Value	126,091
% of Enterprise Value	77.34%
Enterprise Value	163,032

Implied Equity Value and Share Price	
Enterprise Value	163,032
Less: Total Debt	9,457
Plus: Cash and Cash Equiv	1,795
Implied Equity Value	155,371
Number of shares	2,089,955,445
Price per Share	74,300

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chúng tôi cũng sử dụng phương pháp so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực để so sánh kết quả định giá từ mô hình DCF. Chúng tôi áp dụng hệ số P/E mục tiêu cho năm 2026E là 15,0x, cao hơn mức trung vị hiện tại của khu vực là 13,5x. Chúng tôi tin rằng mức premium này là hợp lý khi xét đến ROE dự phóng năm 2026E của VNM là 28,9%, cao hơn đáng kể so với mức trung vị khu vực là 14,9%.

Bảng 6: Phương pháp so sánh bộ số

Ticker	Company name	Market cap (USD)	TTM PE	2026E PE	2026E sales growth (%)	2026E earnings growth (%)	2026E ROE
220 HK Equity	Uni-President China Holdings Ltd	4,515.9	15.2	13.5	10.2	17.3	16.8
CPIN IJ Equity	Charoen Pokphand Indonesia Tbk PT	3,345.3	12.1	12.8	(3.8)	12.5	14.4
CPF TB Equity	Charoen Pokphand Foods PCL	4,729.7	6.0	7.9	4.2	(20.1)	8.0
000876 CH Equity	New Hope Liuhe Co Ltd	5,742.5	40.8	44.1	6.9	74.5	2.8
MCH VN Equity	Masan Consumer Corp	6,511.0	25.7	21.2	10.6	16.3	48.9
INDF IJ Equity	Indofood Sukses Makmur Tbk PT	3,145.1	6.9	5.0	(1.6)	16.5	14.9
QLG MK Equity	QL Resources Bhd	3,596.0	35.1	31.0	18.8	13.9	13.4
QNS VN Equity	Quang Ngai Sugar JSC	656.0	7.7	8.1	1.2	3.5	17.9
NESZ MK Equity	Nestle Malaysia Bhd	6,085.5	47.1	41.3	15.3	27.6	100.7
Median		4,515.9	15.2	13.5	6.9	16.3	14.9
VNM VN Equity	Vietnam Dairy Products JSC	4,620.0	14.4	13.2	4.1	3.4	28.9

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại ngày 09/03/2026)

Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi:

1) Rủi ro địa chính trị đối với hoạt động xuất khẩu. Cụ thể:

- **Căng thẳng địa chính trị kéo dài tại Trung Đông** (thị trường xuất khẩu trọng điểm của VNM) có thể gây áp lực lên doanh thu xuất khẩu của công ty. Ngược lại, nếu xung đột hạ nhiệt nhanh hơn dự kiến, hoạt động thương mại trong khu vực có thể phục hồi sớm hơn, mang lại tiềm năng tăng trưởng cao hơn so với dự báo hiện tại của chúng tôi.
- **Giải quyết xung đột biên giới Thái Lan – Campuchia.** Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ tiếp tục hưởng lợi từ căng thẳng biên giới Thái – Cam trong năm 2026E. Tuy nhiên, nếu tình hình bình thường hóa sớm hơn dự kiến và các sản phẩm của Thái Lan quay trở lại thị trường Campuchia thì các sản phẩm của VNM xuất khẩu sang Campuchia có thể đối mặt với cạnh tranh gia tăng.

2) Tiêu dùng nội địa yếu hơn dự kiến.

Đối tượng khách hàng cuối cùng của VNM tại phân khúc nội địa (chiếm tỷ trọng áp đảo) chủ yếu tập trung ở khu vực nông thôn, nơi người tiêu dùng có thu nhập thấp hơn so với thành thị và thường dễ bị tổn thương hơn trước sự suy thoái kinh tế. Do đó, nhu cầu đối với các sản phẩm sữa cao cấp có thể nhạy cảm với những thay đổi trong sức mua của hộ gia đình.

3) Biến động giá sữa bột nguyên liệu.

Tại ngày 03/03/2026, giá sữa bột tách béo đạt 3.243 USD/tấn (+18% YoY / +33% YTD) và sữa bột nguyên kem đạt 3.863 USD/tấn (-5% YoY / +22% YTD). Bên cạnh nguồn sữa tươi trong nước, sữa bột nhập khẩu hiện chiếm khoảng một nửa lượng sữa nguyên liệu đầu vào của VNM. Do đó, xu hướng tăng giá kéo dài có thể gây áp lực lên khả năng sinh lời của VNM trong 2H2026.

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Doanh thu	61.783	63.646	68.294	71.407	74.380
Trong nước	50.799	50.964	54.309	56.072	58.034
Nước ngoài	10.983	12.682	13.985	15.335	16.346
Xuất khẩu	5.664	7.105	7.621	8.385	8.897
Chi nhánh cty con nước ngoài	5.319	5.576	6.365	6.949	7.450
Giá vốn hàng bán	(36.192)	(37.436)	(39.814)	(41.454)	(43.093)
Lợi nhuận gộp	25.590	26.209	28.481	29.953	31.287
Chi phí hoạt động	(15.186)	(15.546)	(17.204)	(17.414)	(18.103)
Lợi nhuận HĐ	10.405	10.664	11.276	12.539	13.184
Chi phí lãi vay ròng	1.111	1.045	757	829	985
Lãi/lỗ từ đầu tư	32	(151)	53	53	53
Thu nhập ròng khác	53	92	99	104	109
LNTT	11.600	11.650	12.185	13.524	14.331
Thuế thu nhập	(2.147)	(2.236)	(2.193)	(2.434)	(2.580)
Lợi ích CĐTS	(61)	(3)	(4)	(4)	(4)
LNST CĐCT mẹ	9.392	9.410	9.988	11.086	11.747
EBITDA	12.746	10.910	13.601	14.947	15.660
EPS (đồng)	4.494	4.503	4.779	5.304	5.621

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Tăng trưởng (% YoY)					
Doanh thu	2,3%	3,0%	7,3%	4,6%	4,2%
Trong nước	0,4%	0,3%	6,6%	3,2%	3,5%
Nước ngoài	12,6%	15,5%	10,3%	9,6%	6,6%
Xuất khẩu	12,4%	25,4%	7,3%	10,0%	6,1%
Chi nhánh cty con nước ngoài	12,9%	4,8%	14,1%	9,2%	7,2%
Lợi nhuận hoạt động	16,8%	16,8%	16,5%	17,6%	17,7%
EBITDA	5,6%	-14,4%	24,7%	9,9%	4,8%
LNST CĐCT mẹ	5,8%	0,2%	6,1%	11,0%	6,0%
Thay đổi EPS	5,8%	0,2%	6,1%	11,0%	6,0%
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN gộp	41,4%	41,2%	41,7%	41,9%	42,1%
Biên LN hoạt động	16,8%	16,8%	16,5%	17,6%	17,7%
Biên EBITDA	26,6%	26,6%	28,3%	29,7%	29,1%
Biên LN ròng	15,2%	14,8%	14,6%	15,5%	15,8%
ROE	26,6%	26,6%	28,3%	29,7%	29,1%
ROA	17,6%	17,4%	18,2%	19,1%	18,8%

Khả năng thanh toán và thanh khoản					
Nợ vay/ VCSH (x)	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Tỷ lệ bao phủ lãi vay (x)	37	33	19	20	20
Tỷ lệ bao phủ lãi vay và nợ vay ngắn hạn (x)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	65	66	70	68	71
Chỉ số TT hiện hành (X)	2,3	2,1	2,2	2,4	2,5
Chỉ số TT nhanh (X)	1,9	1,8	1,8	2,0	2,2
Tiền mặt/ (nợ vay) ròng (tỷ đồng)	(7.047)	(7.662)	(6.692)	(4.182)	(3.393)
Hệ số hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	28	27	28	28	34
Số ngày hàng tồn kho	60	61	64	61	59
Số ngày phải trả	23	22	21	22	22

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, YSVN

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Tổng tài sản	55.049	53.312	56.220	60.181	64.853
Tiền& tương đương tiền	2.226	1.795	3.314	6.374	7.714
Đầu tư ngắn hạn	23.260	21.355	22.423	24.665	28.364
Khoản phải thu	6.234	6.028	7.036	6.770	7.052
Hàng tồn kho	5.687	6.839	7.090	6.814	7.084
TS ngắn hạn khác	147	244	262	274	286
TSCĐ ròng	11.520	11.618	11.086	10.397	9.600
TS khác	5.975	5.433	5.008	4.886	4.753
Nợ phải trả	18.875	18.829	20.146	21.473	22.802
Nợ phải trả ngắn hạn	18.460	18.520	19.792	21.042	22.305
Khoản phải trả	3.874	3.923	4.116	4.304	4.483
Nợ vay ngắn hạn	9.115	9.394	9.894	10.394	10.894
Phải trả ngắn hạn khác	5.470	5.203	5.781	6.344	6.929
Nợ phải trả dài hạn	415	309	354	431	497
Nợ vay dài hạn	158	63	113	163	213
Phải trả dài hạn khác	257	246	241	268	284
Vốn chủ sở hữu	36.174	34.483	36.074	38.708	42.051
Vốn điều lệ	20.900	20.900	20.900	20.900	20.900
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
VCSH khác	7.908	1.263	2.282	3.412	4.609
Lợi nhuận giữ lại	3.471	8.523	9.091	10.591	12.733

LUÂN CHUYÊN TIỀN TỆ (tỷ đồng)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Dòng tiền từ HĐKD	8.972	8.668	11.507	14.455	14.135
Lợi nhuận sau thuế	9.392	9.410	9.988	11.086	11.747
Khấu hao	2.341	247	2.324	2.409	2.476
Thay đổi vốn lưu động	(3.181)	(4.561)	(3.586)	(2.095)	(3.322)
Khác	419	3.572	2.781	3.055	3.234
Dòng tiền từ HĐĐT	(3.739)	1.976	(2.110)	(3.338)	(4.611)
Chi phí vốn	(1.628)	(1.644)	(1.239)	(1.163)	(1.118)
Thay đổi đầu tư dài hạn	(3.584)	2.191	(1.024)	(2.466)	(3.916)
Thay đổi TS khác	1.473	1.429	153	291	423
Dòng tiền sau tư	5.233	10.644	9.397	11.116	9.524
Dòng tiền từ HĐTC	(5.919)	(11.075)	(7.877)	(8.056)	(8.184)
Thay đổi vốn cổ phần	722	7	-	-	-
Thay đổi nợ vay	796	175	550	550	550
Thay đổi nợ phải trả dài hạn khác	(7.437)	(11.257)	(8.427)	(8.606)	(8.734)
Thay đổi dòng tiền ròng	(686)	(431)	1.520	3.060	1.339
Số dư đầu kỳ	2.912	2.226	1.795	3.314	6.374
Số dư cuối kỳ	2.226	1.795	3.314	6.374	7.714

CHỈ SỐ CHÍNH					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	14,1	13,6	13,0	11,7	11,0
P/E pha loãng (x)	14,1	13,6	13,0	11,7	11,0
P/B (x)	3,8	3,7	3,7	3,6	3,4
EBITDA/ cổ phiếu	6.099	5.220	6.508	7.152	7.493
DPS	4.350	4.000	4.000	4.000	4.000
Tỷ suất cổ tức (%)	6,9%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%
EV/ EBITDA (x)	10,9	12,4	10,0	9,0	8,5
EV/ EBIT (x)	13,4	12,7	12,1	10,7	10,1

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Ngan Le

Analyst (Materials)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

Ngan.le@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Nhi Ly

Assistant Analyst

nhi.ly@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Giang Hoang

Assistant Analyst

giang.hoang@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Tuan-Anh Nguyen

Manager

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)

vi.truong@yuanta.com.vn

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3855)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Jason Lu

Sales Manager

Tel: +84 28 3622 6868

Jason.lu@yuanta.com.vn

Phuc Pham

Sales trader

Tel: +84 28 3622 6868

phuc.pham@yuanta.com.vn

Linh Nguyen

Sales trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)

linh.nguyen2@yuanta.com.vn