

## Vài nét về doanh nghiệp

VNM là đơn vị dẫn đầu thị trường sữa uống tại Việt Nam với thị phần chiếm hơn 40%, với 81% tổng doanh thu đến từ thị trường nội địa và 19% đến từ thị trường nước ngoài. Sản phẩm của VNM tập trung vào 04 phân khúc chính là sữa nước, sữa bột, sữa đặc và sữa chua.

### Khuyến nghị

**MUA**

Giá mục tiêu	<b>74.300</b>
Tiềm năng tăng giá	14,5%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	6,7%
Tỷ suất sinh lời	21,2%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đồ uống
Thị giá (04/03/2026)	64.900
Biến động 1 năm	48.0 – 73.4
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	5.406.408
Vốn hóa (Tỷ đồng)	135.638
P/E	14,08x
P/B	3,84x
%NN sở hữu	48,79%

### Diễn biến giá



	3T	6T	12T
<b>VNM</b>	10,9%	11,3%	43,2%
<b>VNindex</b>	9,9%	13,1%	13,1%

### Tỷ lệ sở hữu

SCIC	36,00%
Tập đoàn F&N	24,99%
Platinum Victory Pte, Ltd	2,52%
Khác	35,69%

### Chuyên viên phân tích

Giang Đặng Ánh Phương

[gdaphuong@vcbs.com.vn](mailto:gdaphuong@vcbs.com.vn)

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

## TIÊU DÙNG TĂNG TRƯỞNG, LỢI NHUẬN CẢI THIỆN

### ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **74.300 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 16,1x dựa trên kỳ vọng ngành tiêu dùng cải thiện, xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng, biên lợi nhuận dự báo tăng nhẹ.

### CẬP NHẬT KQKD:

DTT và LNST Q4.2025 lần lượt đạt 17.033 tỷ đồng (+10,1% yoy) và 2.827 tỷ đồng (+31,7% yoy). Doanh thu quý 4 tiếp tục lập đỉnh mới nhờ xuất khẩu tăng trưởng mạnh mẽ, kinh doanh nội địa hồi phục. Lũy kế cả năm 2025, DTT ghi nhận 63.646 tỷ đồng (+3,0% yoy). LNST cả năm 2025 đạt 9.414 tỷ đồng (-0,4% yoy), giảm nhẹ do biên lợi nhuận giảm 20 đcb trong bối cảnh giá sữa bột tăng mạnh hồi đầu năm, kết quả kinh doanh quý 1 của VNM kém khả quan.

Biên lợi nhuận gộp quý 4 đạt 40,4%, cải thiện nhẹ 0,3% svck nhưng giảm 1,4% so với quý 3 do VNM thường chốt nguyên liệu trước 1 – 2 quý, do đó giá sữa bột giảm sẽ không phản ánh ngay vào kết quả kinh doanh của quý đó. Bên cạnh đó, cơ cấu danh mục sản phẩm thay đổi cũng ảnh hưởng tới biên lợi nhuận. Tỷ lệ Chi phí SG&A/DTT đạt 21,9%, giảm -1,9% qoq và -3,3% yoy nhờ tối ưu hoá các khoản dịch vụ khuyến mại, trưng bày và giới thiệu sản phẩm.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Tiêu thụ sữa kỳ vọng cải thiện, động lực tăng trưởng từ các sản phẩm mới:** Các chính sách mới về thuế thu nhập cá nhân sẽ giúp thu nhập khả dụng tăng, kỳ vọng thúc đẩy tăng trưởng ngành hàng tiêu dùng. Bên cạnh đó, VNM liên tục ra mắt các sản phẩm mới nhằm thu hút nhiều phân khúc khách hàng.

**Biên lợi nhuận kỳ vọng cải thiện:** Giá sữa bột đầu vào giảm khá mạnh trong Q4.2025 và sẽ được phản ánh vào kết quả kinh doanh Q1.2026. Dù giá sữa bột đã tăng trở lại, nhưng chúng tôi kỳ vọng không biến động mạnh trong thời gian tới. Giá đường tiếp tục giảm hồi đầu năm 2026 và dự báo duy trì ở mức thấp.

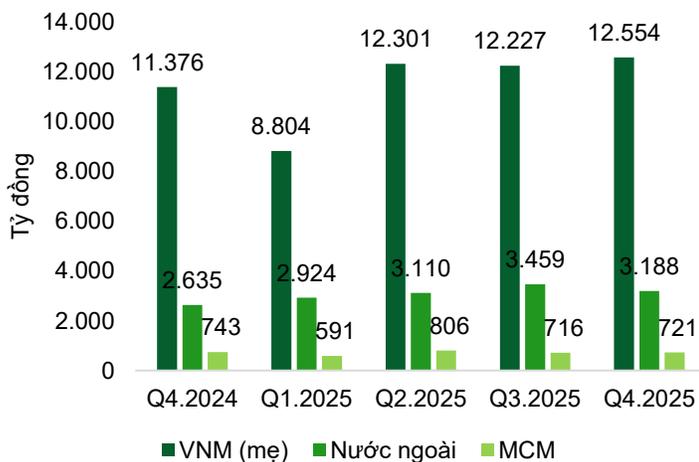
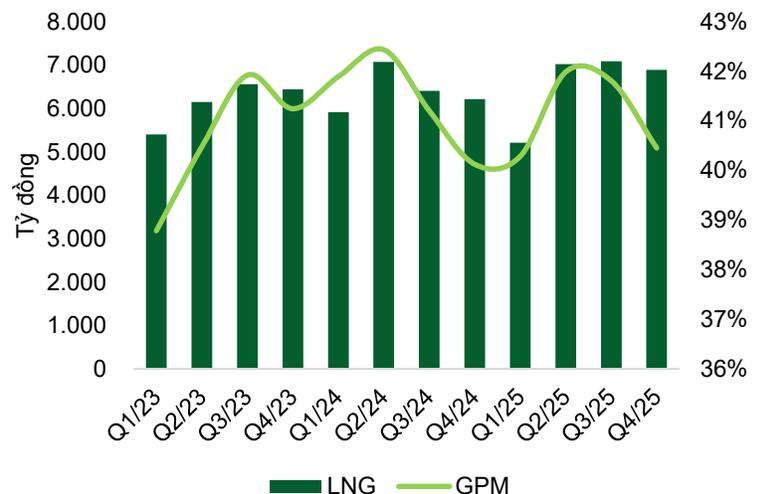
**Chiến lược marketing hiệu quả, chuyển đổi số giúp nâng cao hiệu quả hoạt động:** VNM liên tục mở mới cửa hàng và có kế hoạch phát triển kênh phân phối thành hệ thống bán lẻ. Việc áp dụng công nghệ trong hoạt động cũng hỗ trợ VNM tiết kiệm chi phí vận hành.

**Thị trường nước ngoài giảm nhẹ với ảnh hưởng của Trung Đông:** Doanh thu nước ngoài dự báo tiếp tục tăng trưởng nhờ danh mục sản phẩm đa dạng, tuy nhiên sẽ bị ảnh hưởng trọng yếu nếu căng thẳng tại Trung Đông kéo dài.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Tăng trưởng DT	2,3%	3,0%	2,9%	5,0%
Tăng trưởng LNST	4,8%	-0,4%	2,3%	1,9%
Nợ/TTS (%)	16,8%	17,7%	17,7%	18,1%
TS LN gộp (%)	41,4%	41,2%	41,5%	41,0%
ROE – TTM (%)	26,1%	27,3%	28,6%	29,7%
EPS - TTM (đồng)	4.022	4.028	4.605	4.693
P/E	15,7x	16,1x	16,1x	15,8x

**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2025**
**Tóm tắt biến động kinh doanh Q4.2025**

Tiêu chí	Q4.2024	Q4.2025	% YOY	Luỹ kế 2024	Luỹ kế 2025	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	15.477	17.034	+10,1%	61.783	63.646	+3,0%	Doanh thu Q4.2025 tăng mạnh svck, lập đỉnh mới nhờ kinh doanh nội địa cải thiện, xuất khẩu tăng trưởng mạnh mẽ. Động lực tăng trưởng doanh thu nội địa của VNM đến từ (1) Mở rộng danh mục sản phẩm mới với chiến lược cao cấp hoá (2) Tiên phong dẫn dắt xu hướng đạm A2 nhằm đáp ứng nhu cầu đa dạng của người trẻ (3) Hiệu quả của chiến lược tái định vị thương hiệu (4) Phát triển nhiều kênh phân phối và bán hàng.
- Nội địa	12.843	13.846	+7,8%	50.799	50.964	+0,3%	
- Nước ngoài	2.635	3.188	+21,0%	10.983	12.682	+15,5%	
Xuất khẩu	1.253	1.579	+26,0%	5.664	7.106	+25,4%	
CN nước ngoài	1.382	1.609	+16,4%	5.319	5.576	+4,8%	Doanh thu tại hai chi nhánh nước ngoài tăng trưởng svck nhờ tận dụng cơ hội tại thị trường Campuchia và cải thiện hệ thống phân phối, doanh thu Driftwood tại thị trường Mỹ duy trì ổn định.
LNST	2.147	2.827	+31,7%	9.453	9.414	-0,4%	LNST Q4.2025 cải thiện mạnh svck nhờ quy mô doanh số cùng biên lợi nhuận gộp cải thiện, tỷ lệ Chi phí bán hàng/Doanh thu thấp hơn cùng kỳ khoảng 3,3% nhờ tối ưu hoá các khoản dịch vụ khuyến mại, trưng bày và giới thiệu sản phẩm, đặc biệt trong tháng 12, doanh thu tăng mạnh trong khi các chi phí cố định không tăng tương ứng giúp tỷ lệ Chi phí/Doanh thu giảm. Tuy nhiên, luỹ kế cả năm 2025, LNST giảm svck do kết quả kinh doanh quý 1 kém tích cực.
Biên gộp	40,1%	40,4%	+0,3%	41,4%	41,2%	-0,2%	Biên lợi nhuận gộp Q4.2025 tăng svck nhờ quy mô doanh số cải thiện cùng giá nguyên vật liệu đầu vào thấp hơn, tuy nhiên giảm so với quý trước do cơ cấu danh mục sản phẩm thay đổi cũng ảnh hưởng tới biên lợi nhuận.

**Hình 1: KQKD của VNM**

**Hình 2: Lợi nhuận gộp theo quý của VNM**


Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

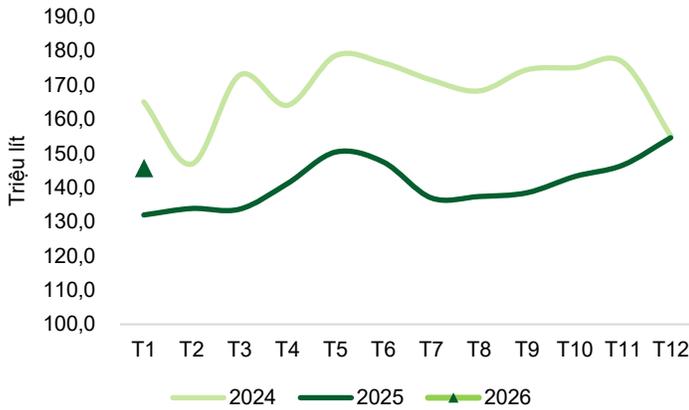
**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Tiêu thụ sữa kỳ vọng cải thiện trong năm tới, động lực tăng trưởng đến từ các sản phẩm mới**

Theo Tổng cục Thống kê, sản lượng sữa tươi cả nước đang cho tín hiệu hồi phục tích cực sau khi chạm đáy vào T7.2025. Sản lượng sữa tươi T1.2026 ghi nhận tăng 10% svck. Đối với sữa bột, sản lượng liên tục tăng trưởng, sản lượng T1.2026 tăng 32% svck. Chi tiêu người dân kỳ vọng cải thiện tích cực nhờ chính sách mới về thuế thu nhập cá nhân áp dụng từ kỳ tính thuế năm 2026, kỳ vọng sẽ thúc đẩy ngành hàng tiêu dùng.

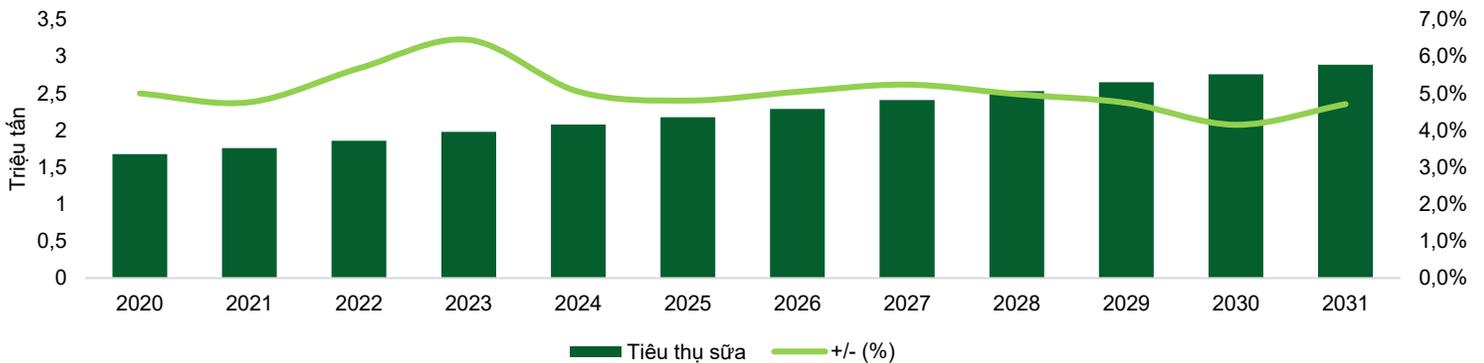
**Hình 3: Sản lượng sản xuất sữa tươi giai đoạn 2024 – 2026**

**Hình 4: Sản lượng sản xuất sữa bột giai đoạn 2024 – 2026**



Nguồn: GSO, VCBS tổng hợp

**Hình 5: Dự báo tiêu thụ sữa tại Việt Nam giai đoạn 2026 – 2031**



Nguồn: Statista, VCBS tổng hợp

Các sản phẩm mới sẽ là động lực tăng trưởng cho VNM trong thời gian tới. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, trong năm 2025, VNM đã ra mắt và tái tung 100 sản phẩm, tỷ trọng đóng góp của các sản phẩm mới vào tổng doanh thu năm 2025 đã tăng gấp đôi so với năm 2024. Trong đó, dòng sản phẩm Green Farm là điểm sáng với mức tăng trưởng vượt bậc svck, dòng sản phẩm sữa thực vật và sữa hạt duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ, hiện VNM chiếm hơn 50% thị phần sữa hạt tại Việt Nam. Bên cạnh đó, VNM cũng phát triển các sản phẩm đậm A2, là phân khúc có tốc độ tăng trưởng cao nhờ đặc tính dễ tiêu hoá và cấu trúc tương đồng với sữa mẹ, phù hợp với những người không dung nạp lactose, và ra mắt các sản phẩm sữa với các hương vị mới lạ nhằm thu hút người tiêu dùng trẻ.

Với chiến lược phát triển các sản phẩm ngoài ngành sữa, VNM tập trung vào dòng đồ uống lạnh mạnh, bổ sung dinh dưỡng, và tốt cho sức khỏe nhằm thu hút nhóm người tiêu dùng có mức chi tiêu cao. Hiện tại, mảng phi sữa đóng góp khoảng 2 – 5% vào tổng doanh thu, kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới.

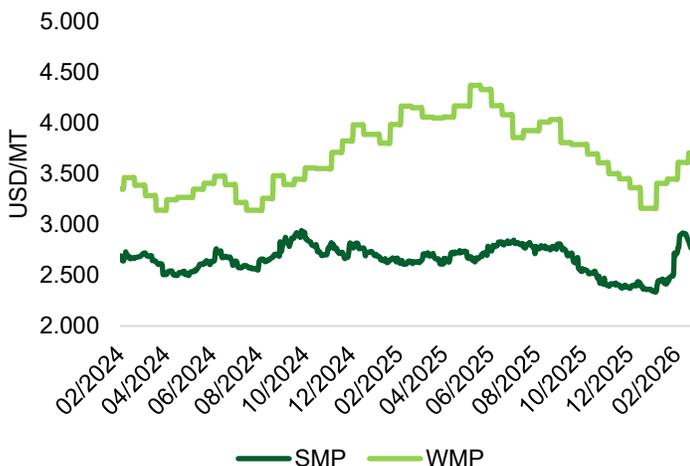
**Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện nhẹ trong năm 2026**

Giá sữa bột đầu vào duy trì xu hướng giảm tới cuối năm 2025, biên lợi nhuận dự báo cải thiện nhẹ trong Q1.2026 do VNM thường nhập trước nguyên liệu sản xuất khoảng 3 tháng.

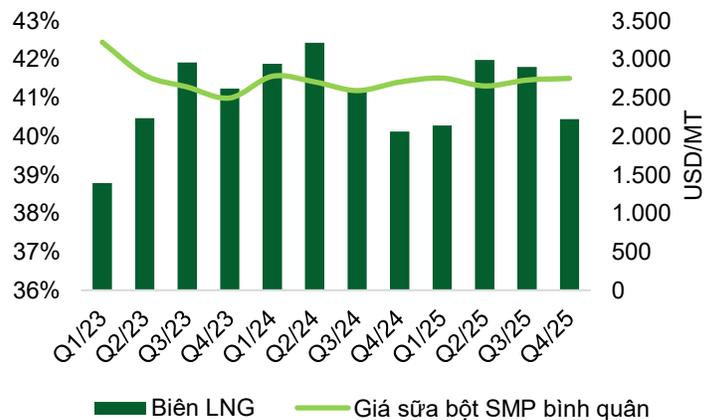
Tuy nhiên, giá sữa bột SMP và WMP đang có dấu hiệu tăng trở lại, khoảng 17 – 18% so với cuối năm 2025, theo đó biên lợi nhuận gộp dự báo sẽ thu hẹp nhẹ từ quý 2. Nguyên nhân đến từ việc nguồn cung theo mùa tại Nam bán cầu thắt chặt, sản lượng sữa thường đạt đỉnh vào tháng 10 – 12, trong khi tháng 1 – 3 là cao điểm mùa hè tại Nam bán cầu, nhiệt độ cao khiến đàn bò giảm ăn cũng như chất lượng đồng cỏ suy giảm, từ đó sản lượng sữa cũng giảm. Bên cạnh đó, tồn kho sữa bột giảm dần do sữa được chuyển sang sản xuất phô mai, trong khi nhu cầu nhập khẩu tại khu vực Bắc Á và Trung Đông tăng trở lại để đảm bảo nguồn cung trước giai đoạn tiêu thụ cao điểm.

Trong dài hạn, biên lợi nhuận gộp của VNM kỳ vọng cải thiện nhẹ so với năm 2025 do sản lượng sữa niên vụ 2025 – 2026 của New Zealand ước tính tăng 2,3% svck, giá sữa bột kỳ vọng không biến động mạnh. Trong khi đó, giá đường tiếp tục giảm do nguồn cung dư thừa, và dự báo duy trì ở mức thấp do nhu cầu còn yếu, giá đường thế giới cũng giảm xuống mức khá thấp với sản lượng cao tại Brazil, dự báo dư cung đường toàn cầu ở quy mô lớn trong niên vụ 2025/26, và khả năng dư cung kéo dài sang các niên vụ tiếp theo.

**Hình 6: Giá sữa bột SMP và WMP**



**Hình 7: Biên LNG của VNM và giá sữa bột SMP bình quân quý liền trước**



Nguồn: Bloomberg, VNM, VCBS tổng hợp

**Chiến lược marketing mang lại hiệu quả**

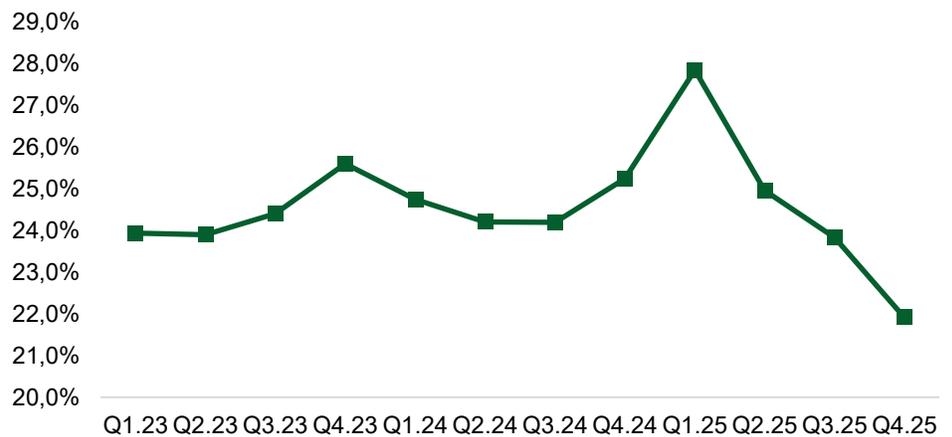
Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu dự báo đi ngang dù quá trình chuyển đổi số giúp nâng cao hiệu quả hoạt động do VNM liên tục phát triển các sản phẩm mới và triển khai các sự kiện kỷ niệm 50 năm thành lập trong năm 2026

Vinamilk đã hoàn thành thay đổi nhận diện bao bì cho toàn bộ danh mục sản phẩm, và đang tiếp tục cải thiện kênh phân phối. Hiện tại, kênh GT vẫn chiếm hơn 70% tỷ trọng doanh thu, 30% còn lại đến từ kênh MT và thương mại điện tử. Tuy nhiên, kênh truyền thống đang có xu hướng co lại trong khi kênh hiện đại và thương mại điện tử duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ ở mức hai chữ số. VNM hiện đã có khoảng 800 cửa hàng “Giấc mơ sữa Việt”, dự định phát triển hệ thống lên 1.000 cửa hàng vào năm 2026, và có kế hoạch chuyển đổi hệ thống này thành nhà bán lẻ thực phẩm thay vì chỉ tập trung vào các sản phẩm sữa. Ngoài ra, VNM cũng ứng dụng

hệ thống AI và chuyển đổi số vào quá trình vận hành kênh bán hàng để dự báo nhu cầu thị trường, từ đó tối ưu hoá chi phí trưng bày và tồn kho.

Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu của VNM cải thiện rõ rệt trong quý 4 nhờ tối ưu hoá các khoản chi phí cho dịch vụ khuyến mại, trưng bày và giới thiệu sản phẩm. Bên cạnh đó, doanh số quý 4, đặc biệt tháng 12 tăng mạnh giúp giảm tỷ lệ chi phí bán hàng do nhiều khoản chi phí cố định không tăng dù doanh thu tăng trưởng mạnh. Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu của VNM kỳ vọng sẽ ổn định quanh mức 24% – 24,5% trong năm 2026 do VNM liên tục ra mắt các sản phẩm mới phù hợp với từng phân khúc khách hàng, chi phí SG&A dự báo khó giảm mạnh dù quá trình chuyển đổi số đang hỗ trợ cải thiện hiệu quả hoạt động. Ngoài ra, VNM sẽ triển khai các hoạt động kỷ niệm 50 thành lập trong năm 2026, theo đó chi phí marketing có thể tăng trong thời gian tới.

**Hình 7: Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu của VNM**



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

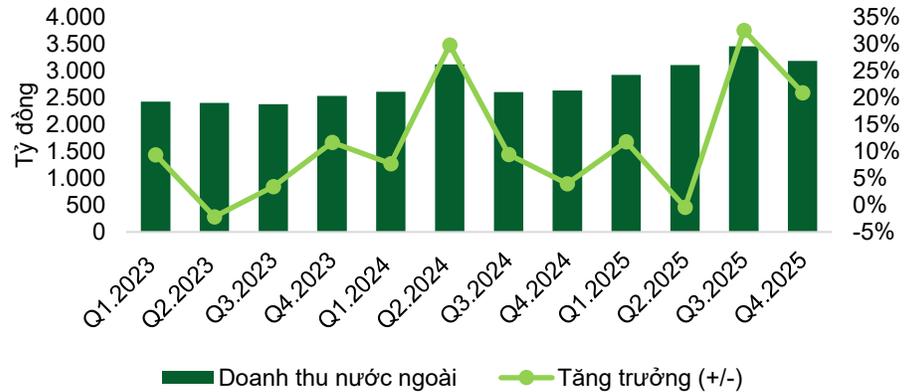
**Thị trường xuất khẩu: tăng trưởng ổn định tại các thị trường phương Tây, dự báo gia tăng thị phần tại Campuchia, tiềm ẩn rủi ro tại khu vực Trung Đông**

Doanh thu tại các chi nhánh nước ngoài kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng. Driftwood kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng ổn định do thị trường Mỹ đã phát triển, khả năng tăng trưởng ở mức khiêm tốn. Tuy nhiên, thị trường Campuchia kỳ vọng tiếp tục mở rộng trong thời gian tới. Căng thẳng biên giới giữa Thái Lan và Campuchia có thể giúp Angkor Milk tiếp tục mở rộng thị phần tại quốc gia này do VNM không còn phải cạnh tranh với sữa của Thái Lan. Bên cạnh đó, VNM dự định sẽ phân phối các sản phẩm của VNM sang thị trường Campuchia thông qua Angkor Milk, giúp đa dạng hoá danh mục sản phẩm và tận dụng sức mạnh thương hiệu của VNM để chiếm lĩnh thị trường. Công ty cũng tập trung vào các ngành hàng tiềm năng nhằm gia tăng thị phần cho từng nhóm ngành cụ thể thay vì tăng trưởng toàn bộ danh mục, kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng tích cực nhưng chi phí sẽ không tăng tương ứng.

Với thị trường xuất khẩu, VNM đã xuất khẩu sang hơn 60 nước, hiện vẫn giữ vững vị thế tại thị trường Trung Đông và tiếp tục thâm nhập vào các thị trường đã phát triển như Nhật Bản và Úc nhờ phát triển danh mục sản phẩm xuất khẩu phù hợp với đặc thù riêng của từng thị trường, và gia tăng tỷ trọng các sản phẩm có giá trị gia tăng cao giúp nâng cao năng lực cạnh tranh dài hạn. Tuy nhiên, với tình hình căng thẳng tại Trung Đông, doanh thu xuất khẩu của VNM có thể bị ảnh hưởng trọng yếu do thị trường Trung Đông đóng góp tỷ trọng khá lớn. Ở thời điểm hiện tại, từ phía công ty chia sẻ, VNM chưa ghi nhận bất kỳ gián đoạn đáng kể nào đối

với các hoạt động xuất khẩu cốt lõi cũng như mối quan hệ với các khách hàng trọng yếu tại khu vực này. Ngoài ra, Công ty đã chủ động triển khai một số biện pháp nhằm đảm bảo tính linh hoạt và khả năng thích ứng, bao gồm việc phối hợp chặt chẽ với các đối tác tại thị trường sở tại, quản lý chủ động các yếu tố logistics và rủi ro tín dụng, cũng như điều chỉnh các điều khoản thương mại và cơ cấu sản phẩm khi cần thiết. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động tiêu cực sẽ bắt đầu xuất hiện trong trường hợp cuộc chiến còn kéo dài.

**Hình 8: Tăng trưởng doanh thu thị trường nước ngoài svck**



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

**Tiềm năng từ mảng thịt bò trong dài hạn**

Mảng thịt bò kỳ vọng mang lại tiềm năng tăng trưởng cho VNM trong dài hạn. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, kết quả kinh doanh của mảng thịt bò cải thiện qua từng tháng, dù chưa đóng góp đáng kể vào tổng doanh thu nhưng giúp VNM đa dạng hoá danh mục sản phẩm. Trong tương lai, khi hệ thống cửa hàng “Giấc mơ sữa Việt” được phát triển thành hệ thống phân phối bán lẻ, các sản phẩm thịt bò của VNM sẽ được phân phối trực tiếp tại các cửa hàng này.

**Một số thông tin khác**

Dự án “Nhà máy sữa Hưng Yên”: VNM đang xem xét lại tiến độ của dự án này, dự kiến sẽ thực hiện một số hạng mục trong năm 2026 nhằm đáp ứng nhu cầu về vốn và đảm bảo nhà máy sẽ hoạt động hiệu quả ngay khi vận hành.

VNM có số dư tiền gửi khá lớn, trong bối cảnh lãi suất đang trong xu hướng tăng, Công ty kỳ vọng ghi nhận lợi nhuận từ lãi tiền gửi tích cực.

**DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ**

**Một số giả định chính trong dự báo KQKD**

Tiêu chí	%yoy 25/26	Nguyên nhân
Thị phần	+0 bps	Kỳ vọng thị phần của VNM đi ngang
Thị trường trong nước	+5%	Tiêu thụ sữa kỳ vọng cải thiện nhờ tác động tích cực của chính sách mới về thuế thu nhập cá nhân giúp tăng thu nhập khả dụng của người tiêu dùng, các hộ kinh doanh đã quen với chính sách về thuế giúp hoạt động phân phối đi vào ổn định
Thị trường nước ngoài	-5,7%	Kỳ vọng các thị trường xuất khẩu ngoài Trung Đông tăng trưởng nhờ danh mục sản phẩm đa dạng, tăng hiện diện thương hiệu VNM thông qua chương trình hội chợ, triển lãm quốc tế, và tận dụng các cơ hội xuất khẩu sang thị trường Campuchia thông qua Angkor Milk. Với thị trường Trung Đông, căng thẳng tại khu vực này có thể gây tác động tiêu cực lên doanh thu nước ngoài của VNM, theo đó doanh thu giảm nhẹ svck

**Chi phí nguyên vật liệu**

Sữa bột	+0%	Giá sữa bột có dấu hiệu tăng trở lại từ đầu năm 2026, nhưng quý 1 vẫn sẽ được hưởng lợi từ giá nguyên vật liệu đầu vào thấp. Giá sữa bột kỳ vọng không biến động mạnh do sản lượng sữa tại các khu vực sản xuất chính vẫn cao hơn cùng kỳ, giá sữa bột SMP hiện tại tương đương mức bình quân năm 2025 và WMP thấp hơn 6,5%
Sữa tươi từ nông trại	+0%	Kỳ vọng không biến động do nguồn cung chủ yếu đến từ trong nước, VNM chưa có kế hoạch tăng giá thu mua sữa tươi nguyên liệu
Đường	-5%	Giá đường trong nước tiếp tục do nguồn cung dồi dào trong khi nhu cầu vẫn còn yếu, giá đường thế giới cũng duy trì ở mức thấp khi cung được dự báo vượt cầu
Bao bì và chi phí chung khác	+2,3%	Ước tính mức độ tăng giá trung bình qua các năm

Chúng tôi dự báo DTT và LNST của VNM trong năm 2026 lần lượt đạt **65.467 tỷ đồng** (+2,9% yoy) và **9.629 tỷ đồng** (+2,3% yoy) (chi tiết tham khảo Phụ lục 2).

**Định giá**

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **74.300 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 16,1x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 50/50.

**Giả định tính toán hệ số chiết khấu:**

Chi phí VCSH = 8,1% theo CAPM ( $R_f = 4,05\%$ , Risk premium = 8,13%, beta = 0,53)

**Định giá bằng FCFF:**

FCFF: tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	12.291.675	12.520.542	12.853.783	13.203.753	13.568.859
Thuế	(2.359.578)	(2.403.512)	(2.467.483)	(2.534.665)	(2.604.753)
Khấu hao	2.430.536	2.553.084	2.665.152	2.784.129	2.910.578
Thay đổi vốn lưu động	521.757	(217.607)	(197.519)	(156.975)	(203.323)
Đầu tư TSCĐ	(1.694.383)	(1.732.632)	(1.729.675)	(1.718.897)	(1.727.068)
<b>FCFF</b>	<b>11.190.007</b>	<b>10.719.874</b>	<b>11.124.258</b>	<b>11.577.345</b>	<b>11.944.293</b>
<b>NPV giai đoạn 2026-2030F</b>					<b>45.806.908</b>
<b>NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 2%)</b>					<b>138.550.344</b>
<b>Giá trị VCSH</b>					<b>157.235.922</b>
<b>Số lượng CPLH</b>					2.089.955.445
<b>Định giá</b>					<b>75.234</b>

**Thông số tính toán: P/E**

(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

**Định giá bằng phương pháp so sánh P/E**

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	9.629
P/E áp dụng (lịch sử)	15,95x

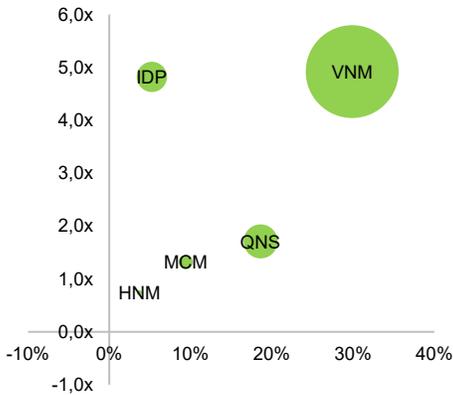
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	153.583
Số lượng CPLH (tr.cp)	2.090
<b>Định giá</b>	<b>73.458</b>

## RỦI RO ĐẦU TƯ

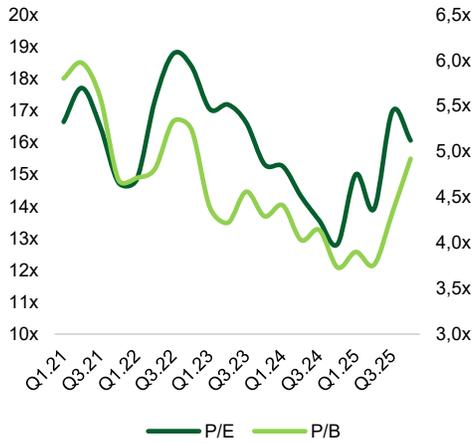
- Sữa bột của VNM chủ yếu được nhập khẩu từ nước ngoài nên giá sữa bột đầu vào tăng mạnh hơn dự báo sau khi VNM dùng hết sữa bột giá thấp có thể ảnh hưởng trọng yếu đến biên lợi nhuận gộp của VNM trong năm 2026.
- Tiêu dùng trong và ngoài nước kém hơn kỳ vọng sẽ ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ của VNM.
- Căng thẳng tại khu vực Trung Đông kéo dài sẽ ảnh hưởng tới doanh thu xuất khẩu của VNM mạnh hơn dự kiến.
- Chi phí SG&A cao hơn kỳ vọng sẽ ảnh hưởng tới LNST.

**ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI**

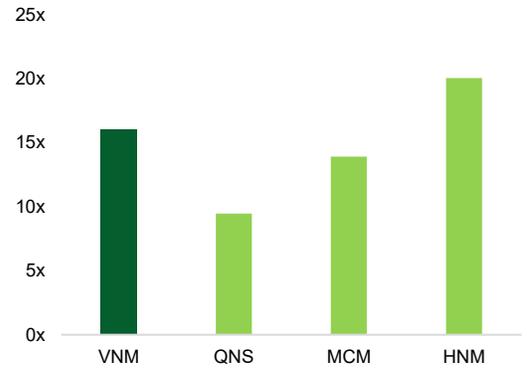
**Tương quan P/B và ROE**



**Lịch sử định giá**

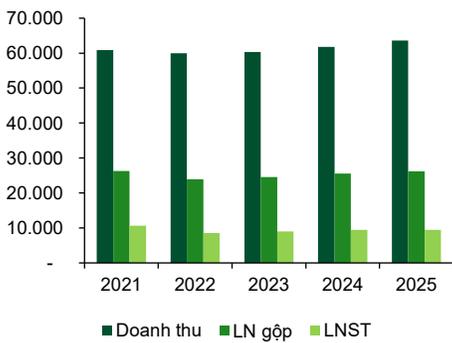


**P/E ngành**

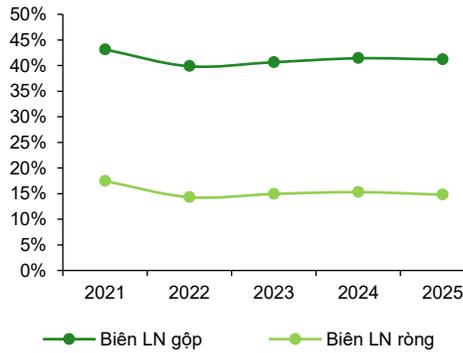


**KẾT QUẢ KINH DOANH**

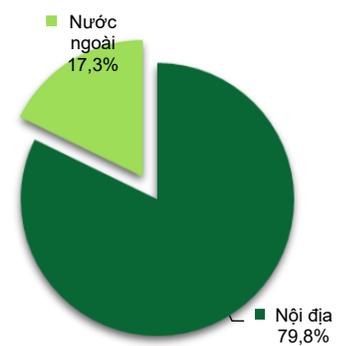
**Doanh thu và Lợi nhuận**



**Biên lợi nhuận**

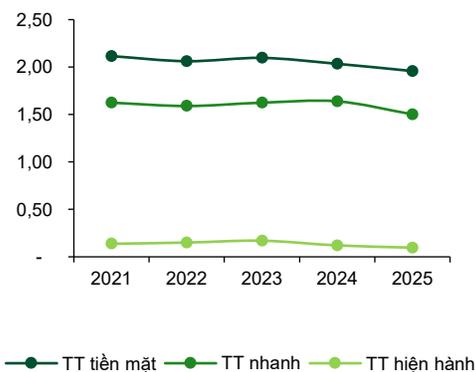


**Cơ cấu doanh thu**

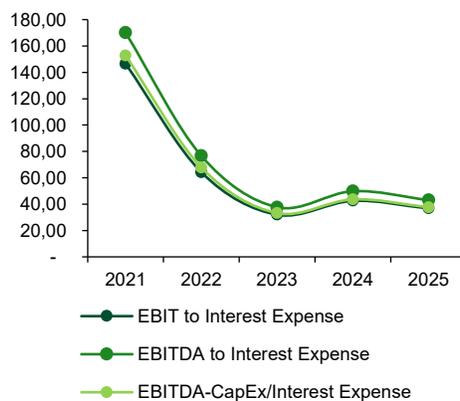


**SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH**

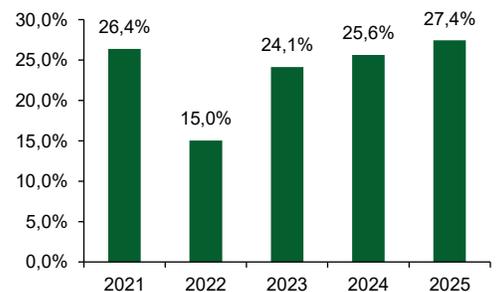
**Khả năng thanh toán**



**Thanh toán lãi vay**



**Nợ/VCSH**



## BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	63.645.887	65.467.614	68.768.498	71.787.095	74.991.803
- Giá vốn hàng bán	37.436.413	38.316.505	40.595.920	42.557.019	44.610.217
Lợi nhuận gộp	26.209.474	27.151.110	28.172.578	29.230.075	30.381.586
- Chi phí bán hàng	13.641.689	14.101.388	14.806.710	15.435.292	16.141.289
- Chi phí quản lí DN	1.904.070	1.964.028	2.051.660	2.147.653	2.243.536
Lợi nhuận HDKD	10.663.715	11.085.693	11.314.209	11.647.131	11.996.761
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-6.748	-6.941	-7.291	-7.611	-7.951
- Lợi nhuận khác	-1.305.327	-1.199.041	-1.199.041	-1.199.041	-1.199.041
EBIT	11.975.790	12.291.675	12.520.542	12.853.783	13.203.753
- Chi phí lãi vay	325.804	375.412	376.632	377.680	363.330
LNTT	11.649.985	11.916.263	12.143.909	12.476.103	12.840.423
- Thuế TNDN	2.236.395	2.287.512	2.331.212	2.394.982	2.464.919
LNST	9.413.590	9.628.752	9.812.697	10.081.121	10.375.505
- Lợi ích CĐTS	3.388	3.466	3.532	3.628	3.734
LNST CĐ CT Mẹ	9.410.202	9.625.286	9.809.166	10.077.493	10.371.771
EPS (đ)	4.028	4.605	4.693	4.822	4.963
EBITDA	14.722.212	15.073.626	15.518.935	15.987.882	16.479.437
Tăng trưởng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	3,0%	2,9%	5,0%	4,4%	4,5%
LN HDKD	2,5%	4,0%	2,1%	2,9%	3,0%
LN Hợp nhất	-0,4%	2,3%	1,9%	2,7%	2,9%
LNST	0,2%	2,3%	1,9%	2,7%	2,9%
EBIT	0,8%	2,6%	1,9%	2,7%	2,7%
EPS	0,1%	14,3%	1,9%	2,7%	2,9%
Tổng tài sản	-3,2%	-1,4%	0,2%	-0,1%	-0,3%
Nợ vay	2,0%	-1,5%	2,2%	-1,6%	-6,0%
VCSH	-4,7%	-2,4%	-1,9%	-1,1%	-0,2%
Khả năng sinh lời	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Tỷ suất LNG	41,2%	41,5%	41,0%	40,7%	40,5%
Tỷ suất LNST	14,8%	14,7%	14,3%	14,0%	13,8%
ROE DuPont	26,6%	28,3%	29,4%	30,7%	31,8%
ROA DuPont	17,4%	18,2%	18,7%	19,2%	19,8%
Tỷ suất EBIT	18,8%	18,8%	18,2%	17,9%	17,6%
LNST / LNST	80,8%	80,8%	80,8%	80,8%	80,8%
LNST / EBIT	97,3%	96,9%	97,0%	97,1%	97,2%
Vòng quay TTS	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4
Đòn bẩy tài chính	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
ROIC	21,1%	22,2%	23,0%	23,8%	24,9%
Hiệu quả hoạt động	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Số ngày tồn kho	27,1	26,5	26,4	26,5	26,5
Số ngày phải thu	61,1	62,6	58,4	58,9	58,9
Số ngày phải trả	38,0	37,7	36,9	37,1	37,1
Luân chuyển tiền	50,1	51,4	47,9	48,3	48,3
COGS/Hàng tồn kho	6,0	5,8	6,2	6,2	6,2
An toàn tài chính	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
TT hiện hành	1,96	1,94	1,91	1,91	1,96
TT nhanh	1,50	1,51	1,47	1,46	1,48
TT tiền mặt	0,10	0,10	0,10	0,10	0,11
Nợ / Tài sản	0,18	0,18	0,18	0,18	0,17
Nợ / Vốn sử dụng	0,22	0,22	0,22	0,22	0,21
Nợ / Vốn CSH	0,27	0,28	0,29	0,29	0,27
Khả năng TT lãi vay	36,76	32,74	33,24	34,03	36,34

Cân đối kế toán	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
<b>Tài sản</b>					
+ Tiền	1.794.880	1.846.254	1.939.343	2.024.470	2.114.846
+ ĐTTT ngắn hạn	21.354.864	21.354.864	21.354.864	21.354.864	21.354.864
+ Phải thu	4.667.876	4.854.419	5.099.179	5.323.008	5.560.637
+ Hàng tồn kho	6.839.280	6.301.025	6.697.908	7.046.521	7.360.906
+ Khác	1.604.281	1.650.200	1.733.404	1.809.492	1.890.271
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>36.261.181</b>	<b>36.006.763</b>	<b>36.824.697</b>	<b>37.558.355</b>	<b>38.281.523</b>
+ Tài sản dài hạn	36.743.983	38.438.367	40.170.998	41.900.674	43.619.570
+ Khấu hao lũy kế	23.127.332	25.557.868	28.110.953	30.776.105	33.560.234
+ Tài sản dài hạn	13.616.651	12.880.498	12.060.046	11.124.569	10.059.336
+ ĐTTT dài hạn	445.889	445.889	445.889	445.889	445.889
+ Khác	2.988.650	3.235.047	3.320.664	3.461.562	3.647.648
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>17.051.190</b>	<b>16.561.433</b>	<b>15.826.599</b>	<b>15.032.020</b>	<b>14.152.873</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>53.312.371</b>	<b>52.568.196</b>	<b>52.651.296</b>	<b>52.590.374</b>	<b>52.434.396</b>
<b>Nợ &amp; VCSH</b>					
+ Phải trả (ngắn)	3.923.309	3.990.341	4.227.723	4.431.955	4.645.778
+ Vay ngắn hạn	9.393.737	9.263.625	9.479.913	9.341.170	8.787.568
+ Khác	5.203.241	5.352.172	5.622.029	5.868.809	6.130.803
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>18.520.286</b>	<b>18.606.138</b>	<b>19.329.665</b>	<b>19.641.933</b>	<b>19.564.149</b>
+ Vay dài hạn	62.908	50.326	37.745	25.163	12.582
+ Phải trả dài hạn	246.162	253.207	265.974	277.649	290.044
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>309.069</b>	<b>303.534</b>	<b>303.719</b>	<b>302.812</b>	<b>302.625</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>18.829.355</b>	<b>18.909.672</b>	<b>19.633.383</b>	<b>19.944.746</b>	<b>19.866.775</b>
+ Vốn điều lệ	20.899.554	20.899.554	20.899.554	20.899.554	20.899.554
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	34.111	34.111	34.111	34.111	34.111
+ LN giữ lại	9.751.718	8.927.227	8.286.615	7.914.331	7.836.324
+ Lợi ích CĐTS	3.797.632	3.797.632	3.797.632	3.797.632	3.797.632
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>34.483.015</b>	<b>33.658.524</b>	<b>33.017.913</b>	<b>32.645.629</b>	<b>32.567.622</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>53.312.371</b>	<b>52.568.196</b>	<b>52.651.296</b>	<b>52.590.374</b>	<b>52.434.396</b>
Lưu chuyển tiền	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>2.225.944</b>	<b>1.794.880</b>	<b>1.846.254</b>	<b>1.939.343</b>	<b>2.024.470</b>
<b>LNST</b>	<b>9.410.202</b>	<b>9.625.286</b>	<b>9.809.166</b>	<b>10.077.493</b>	<b>10.371.771</b>
+ Khấu hao lũy kế	2.362.903	2.430.536	2.553.084	2.665.152	2.784.129
+ Điều chỉnh	1.037.170	-239.351	-72.851	-129.222	-173.691
+ Thay đổi VLD	-2.713.254	521.757	-217.607	-197.519	-156.975
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>10.097.021</b>	<b>12.338.228</b>	<b>12.071.792</b>	<b>12.415.904</b>	<b>12.825.234</b>
+ Thanh lý TSCĐ	117.728	0	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-1.762.011	-1.694.383	-1.732.632	-1.729.675	-1.718.897
+ Đầu tư ròng	#N/A N/A	0	0	0	0
+ Khác	2.191.500	0	0	0	0
<b>Tiền từ HĐĐT</b>	<b>547.217</b>	<b>-1.694.383</b>	<b>-1.732.632</b>	<b>-1.729.675</b>	<b>-1.718.897</b>
+ Cổ tức đã trả	-11.264.485	-10.449.777	-10.449.777	-10.449.777	-10.449.777
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	19.498.783	-130.112	216.287	-138.742	-553.602
+ Nợ dài hạn	-19.323.424	-12.582	-12.582	-12.582	-12.582
+ Khác	13.824	0	0	0	0
<b>Tiền từ HĐTC</b>	<b>-11.075.302</b>	<b>-10.592.470</b>	<b>-10.246.071</b>	<b>-10.601.101</b>	<b>-11.015.961</b>
Lưu chuyển tiền	-431.064	51.375	93.088	85.128	90.376
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1.794.880</b>	<b>1.846.254</b>	<b>1.939.343</b>	<b>2.024.470</b>	<b>2.114.846</b>

---

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

---

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

---

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

### Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)

### Giang Đặng Ánh Phương

Chuyên viên Phân tích

[gdaphuong@vcbs.com.vn](mailto:gdaphuong@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>