Vài nét về doanh nghiệp

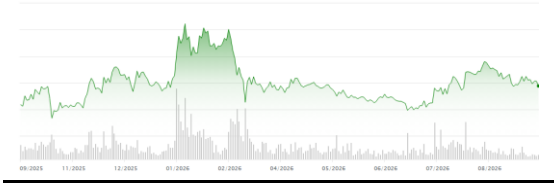
VNM là đơn vị dẫn đầu thị trường sữa uống tại Việt Nam với thị phần chiếm hơn 40%, với 76% tổng doanh thu đến từ thị trường nội địa và 24% đến từ thị trường nước ngoài. Sản phẩm của VNM tập trung vào 04 phân khúc chính là sữa nước, sữa bột, sữa đặc và sữa chua.

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	60.500
Tiềm năng tăng giá	13,7%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	6,6%
Tỷ suất sinh lời	20,3%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đồ uống
Thị giá (17/11/2026)	53.200
Biến động 1 năm	52.4 – 68.1
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	4.544.014
Vốn hóa (Tỷ đồng)	112.022
P/E	9,94x
P/B	2,96x
%NN sở hữu	49,70%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
VNM	-4,4%	-7,5%	-1,2%
VNindex	-2,0%	-7,9%	6,2%

Tỷ lệ sở hữu

SCIC	36,00%
Tập đoàn F&N	24,99%
Platinum Victory Pte, Ltd	2,51%
Khác	36,50%

Chuyên viên phân tích

Giang Đặng Ánh Phương

gdaphuong@vcbs.com.vn

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

Bloomberg: VCBS <GO>

TIÊU THỤ NỘI ĐỊA CÙNG XUẤT KHẨU KỲ VỌNG TIẾP ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA theo Báo cáo triển vọng 2H2026 – Dẫn lối tăng trưởng với giá mục tiêu **60.500 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 11,1x dựa trên kỳ vọng tiêu dùng trong nước cải thiện, xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng, tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu kỳ vọng giảm trong năm tới.

CẬP NHẬT KQKD:

DTT và LNST Q3.2026 lần lượt đạt 18.847 tỷ đồng (+12,7% yoy) và 3.184 tỷ đồng (+28,0% yoy). Luỹ kế 9T.2026, DTT ghi nhận 53.461 tỷ đồng (+14,6% yoy) và LNST đạt 8.605 tỷ đồng (+30,6% yoy). Doanh thu tăng trưởng với doanh thu nội địa tiếp tục là trụ cột, doanh thu quốc tế tăng trưởng mạnh mẽ. LNST cải thiện tích cực nhờ quy mô doanh số cùng biên lợi nhuận gộp cải thiện, VNM quản lý tốt chi phí bán hàng và chi phí vận hành, doanh thu tài chính cũng tăng trưởng. Biên lợi nhuận 9T.2026 cải thiện tích cực nhờ VNM chốt được giá sữa bột ở mức tốt trong 1H.2026 và giá đường ghi nhận giảm khá mạnh, VNM cũng dịch chuyển cơ cấu sang các sản phẩm có giá trị gia tăng cao và biên lợi nhuận tốt hơn.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiêu thụ sữa kỳ vọng cải thiện, động lực tăng trưởng đến từ các sản phẩm mới: Động lực tăng trưởng của VNM đến từ danh mục sản phẩm đa dạng, phù hợp với xu hướng tiêu dùng mới cùng mức giá cạnh tranh trong bối cảnh người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu.

Biên lợi nhuận kỳ vọng ổn định trong H2.2026 nhưng dự báo giảm nhẹ trong năm 2027 : VNM đã chốt giá nguyên vật liệu ở mức tốt cho năm 2026, tuy nhiên, với đà tăng của giá sữa bột và giá đường trong thời gian gần đây, biên lợi nhuận gộp dự báo thu hẹp nhẹ trong năm 2027.

Chiến lược marketing hiệu quả, tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu kỳ vọng cải thiện trong năm tới: VNM liên tục phát triển hệ thống cửa hàng, phù hợp với xu hướng tiêu dùng hiện đại. Chi phí SG&A kỳ vọng giảm trong năm tới do VNM tổ chức khá nhiều hoạt động kỷ niệm 50 năm thành lập trong năm 2026.

Thị trường nước ngoài vẫn là điểm sáng: Doanh thu xuất khẩu dự báo tiếp tục tăng trưởng nhờ danh mục sản phẩm đa dạng phù hợp với từng thị trường.

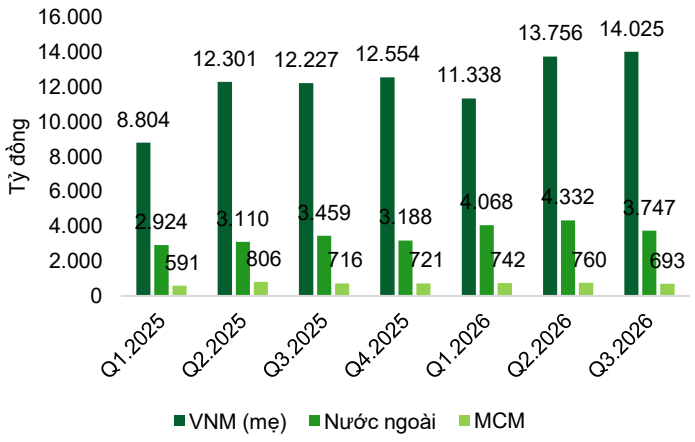
Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Tăng trưởng DT	2,3%	3,0%	12,3%	7,8%
Tăng trưởng LNST	4,8%	-0,4%	20,4%	0,8%
Nợ/TTS (%)	16,8%	17,7%	14,2%	13,1%
TS LN gộp (%)	41,4%	41,2%	42,5%	40,4%
ROE – TTM (%)	26,1%	27,3%	32,1%	31,4%
EPS - TTM (đồng)	4.022	4.028	5.422	5.464
P/E	15,7x	11,9x	11,2x	11,1x
P/B	4,6x	3,7x	3,6x	3,5x

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 9T.2026

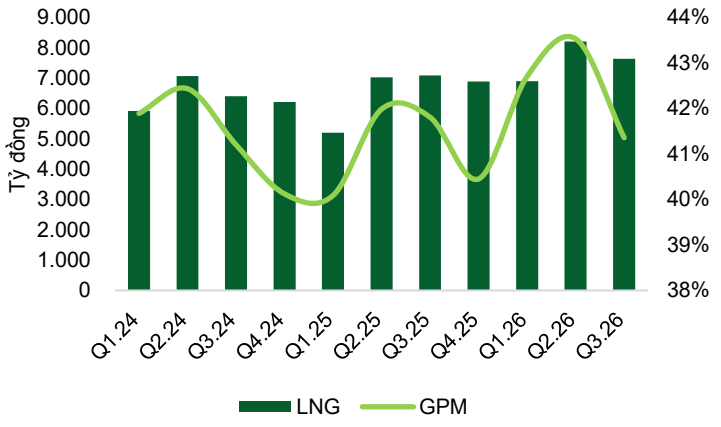
Tóm tắt biến động kinh doanh Q3.2026

Tiêu chí	Q3.2025	Q3.2026	% YOY	Luỹ kế 9T.2025	Luỹ kế 9T.2026	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	16.953	18.465	+8,9%	46.635	53.461	+14,6%	Doanh thu tăng trưởng tích cực với doanh thu nội địa tiếp tục là trụ cột, doanh thu quốc tế tăng trưởng mạnh mẽ. Động lực tăng trưởng doanh thu nội địa của VNM đến từ (1) Sức mua của người tiêu dùng với thương hiệu Vinamilk phục hồi, sản lượng tăng trưởng tích cực do VNM gần như không tăng giá bán để chia sẻ khó khăn với người tiêu dùng (2) Các dòng sản phẩm đa dạng, đáp ứng nhu cầu khác nhau của người tiêu dùng (3) Hiệu quả của việc tái cơ cấu kênh phân phối và tái định vị thương hiệu được triển khai từ năm 2025.
- Nội địa	13.522	14.718	+8,8%	37.190	41.313	+11,1%	
- Nước ngoài	3.461	3.747	+8,3%	9.499	12.148	+27,9%	Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng mạnh mẽ. Động lực tăng trưởng đến từ (1) Duy trì vị thế tại Trung Đông nhờ phối hợp chặt chẽ với khách hàng và đối tác để tối ưu kế hoạch cung ứng và giao hàng, chủ động điều chỉnh các tuyến vận chuyển trong bối cảnh bất ổn địa chính trị (2) Các thị trường xuất khẩu khác ghi nhận tăng trưởng tích cực nhờ danh mục sản phẩm đa dạng. Doanh thu của Angkor Milk tiếp tục tăng trưởng nhờ nhu cầu duy trì ổn định cùng hiệu quả từ các hoạt động mở rộng thị trường và tối ưu vận hành. Tuy nhiên, Driftwood ghi nhận kết quả kém tích cực hơn cùng kỳ do giá bán bình quân giảm dù sản lượng tăng.
Xuất khẩu	2.019	2.098	+3,9%	5.526	7.088	+28,3%	
CN nước ngoài	1.442	1.649	+14,4%	3.973	5.060	+27,4%	
Biên gộp	41,8%	41,4%	-45 bps	41,4%	42,5%	+114 bps	Biên lợi nhuận gộp 9T cải thiện tích cực svck nhờ sản lượng cải thiện giúp tối ưu hoá chi phí cố định. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp quý 3 giảm nhẹ svck do giá sữa bột nhập khẩu duy trì xu hướng tăng từ đầu năm, giá WMP giảm 10% nhưng SMP tăng 23% svck, tạo áp lực lên biên lợi nhuận gộp, chi phí vận chuyển gia tăng do biến động địa chính trị. Trong khi đó, VNM chủ động không tăng giá bán để bảo vệ sức mua của người tiêu dùng.
LNST	2.511	2.962	+18,0%	6.586	8.605	+30,6%	LNST cải thiện tích cực, cao hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu nhờ Công ty quản lý tốt chi phí bán hàng và chi phí vận hành, doanh thu tài chính cũng cải thiện tích cực nhờ mặt bằng lãi suất cao hơn và lãi chênh lệch tỷ giá nhiều hơn cùng kỳ.

Hình 1: KQKD của VNM



Hình 2: Lợi nhuận gộp theo quý của VNM



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

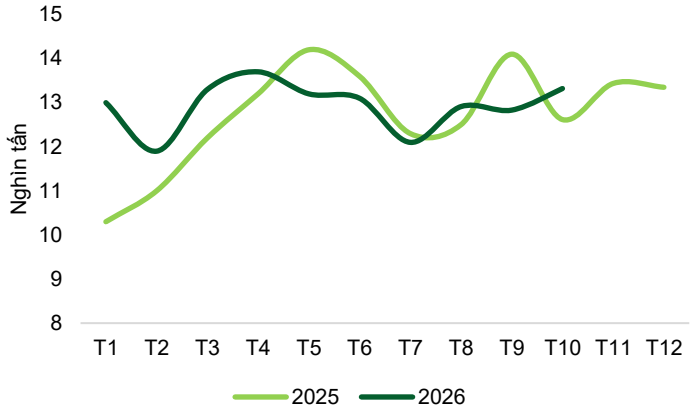
Tiêu thụ sữa kỳ vọng cải thiện trong năm tới, động lực tăng trưởng đến từ các sản phẩm mới

Theo Tổng cục Thống kê, sản lượng sữa tươi cả nước hồi phục khá tích cực svck. Luỹ kế 10T.2026, sản lượng sữa tươi đạt 1.443 triệu lít (+3,4% svck). Đối với sữa bột, sản lượng 10T.2026 ước tính tăng 2,7% svck.

Hình 3: Sản lượng sản xuất sữa tươi giai đoạn 2025 – 2026

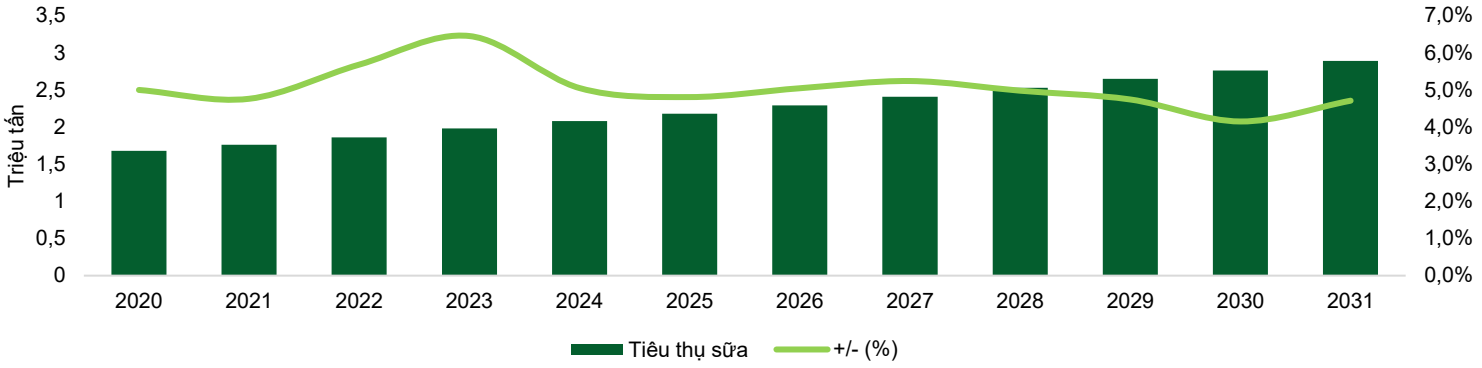


Hình 4: Sản lượng sản xuất sữa bột giai đoạn 2025 – 2026



Nguồn: GSO, VCBS tổng hợp

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



Nguồn: Statista, VCBS tổng hợp

Doanh thu nội địa của VNM dự báo tăng khoảng 9,2% svck, động lực tăng trưởng đến từ danh mục sản phẩm đa dạng, phù hợp với xu hướng tiêu dùng mới cùng mức giá cạnh tranh trong bối cảnh người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu. Các sản phẩm chủ lực như sữa nước, sữa chua, sữa công thức trẻ em, sữa người lớn và sữa đặc kỳ vọng tiếp tục là nền tảng tăng trưởng chính. Đối với năm 2027, tăng trưởng doanh thu kỳ vọng đạt 6,2%, cao hơn mức tăng trưởng ngành nhờ đóng góp của các sản phẩm cao cấp mới vào tổng doanh thu ngày càng tăng. Thị phần của VNM kỳ vọng đi ngang hoặc cải thiện do VNM chủ động không tăng giá bán nhằm chia sẻ khó khăn với người tiêu dùng trong khi các đối thủ cạnh tranh đã điều chỉnh giá bán gần đây.

Bên cạnh đó, VNM cũng tập trung phát triển đa dạng các dòng sản phẩm như cao đạm, ít đường, không lactose và dinh dưỡng chuyên biệt để bắt kịp xu hướng tiêu dùng hiện đại. Các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp ghi nhận tốc độ tăng trưởng

cao, ngày càng đóng góp tích cực vào tăng trưởng doanh thu. Dòng sản phẩm Green Farm tiếp tục là điểm sáng khi tiếp tục tăng trưởng, gia tăng mức đóng góp vào tỷ trọng doanh thu nội địa, trong khi các dòng sản phẩm khác như sữa chua uống men sống và sữa hạt cao đạm cũng ghi nhận diễn biến tích cực. Ngoài ra, dòng sản phẩm cao cấp của Mộc Châu, Mộc Châu Creamery bắt đầu ghi nhận doanh thu tăng trưởng hàng quý rất cao.

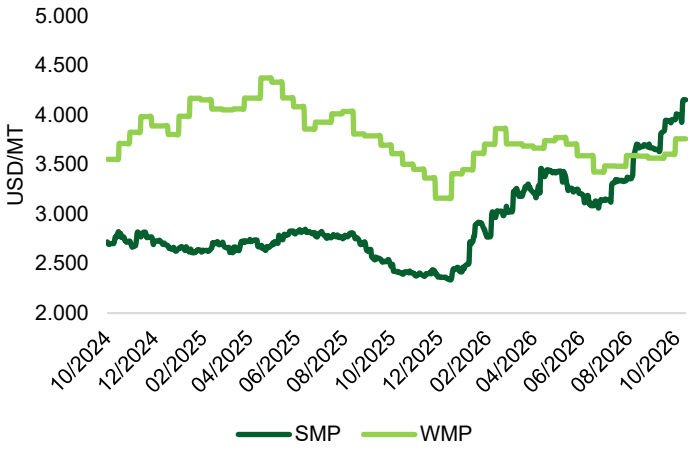
Ngoài việc đa dạng hoá danh mục sản phẩm từ sữa, VNM đang đẩy mạnh mở rộng các sản phẩm đồ uống giải khát và kem với mục tiêu nâng tỷ trọng các sản phẩm phi sữa lên khoảng 10 – 15% tổng doanh thu. Việc đa dạng hóa danh mục, kết hợp giữa củng cố các ngành hàng cốt lõi và phát triển các sản phẩm có giá trị gia tăng cao, được kỳ vọng sẽ tạo động lực tăng trưởng bền vững cho doanh thu nội địa trong thời gian tới.

Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng ổn định trong H2.2026 nhưng dự báo giảm trong năm 2027

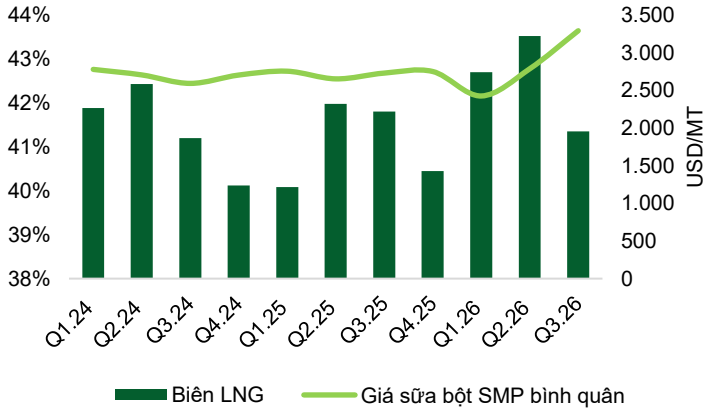
Giá sữa bột đầu vào tăng khá mạnh từ đầu năm, đặc biệt sữa bột SMP đã tăng khoảng 77% ytd. Nguyên nhân đến từ nguồn cung sữa thắt chặt trong bối cảnh thời tiết không thuận lợi tại các khu vực sản xuất lớn, chi phí sản xuất và chi phí thức ăn chăn nuôi tăng cao. Trong khi đó, nhu cầu nhập khẩu khá tích cực, đặc biệt từ thị trường châu Á nhằm dự trữ và đảm bảo nguồn cung cho hoạt động sản xuất. Bên cạnh đó, tồn kho SMP của Trung Quốc đã giảm khá mạnh, ước tính giảm 40 – 50%.

VNM đã chốt giá nguyên vật liệu tới hết năm 2026, dù giá tăng nhẹ so với giai đoạn trước, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ không biến động mạnh nhờ đóng góp từ các sản phẩm cao cấp mang lại giá trị gia tăng cao sẽ bù đắp cho việc chi phí nguyên vật liệu gia tăng. Tuy nhiên, bước sang năm 2027, biên lợi nhuận gộp dự báo thu hẹp do giá sữa bột SMP và WMP dự báo duy trì ở mức cao. Theo RaboResearch, triển vọng nguồn cung toàn cầu có thể thu hẹp do chi phí sản xuất tăng cao dù giá sữa ở mức tốt, biên lợi nhuận thu hẹp có thể khiến tốc độ tăng trưởng nguồn cung sữa chậm lại. Đặc biệt, giá sữa bột SMP có thể tăng mạnh hơn WMP nhờ nhu cầu protein sữa gia tăng với xu hướng tiêu dùng các sản phẩm tốt cho sức khoẻ, giàu dinh dưỡng và bổ sung protein. Trong khi đó, nhu cầu nhập khẩu tại Trung Quốc có thể tăng trở lại do sản lượng sữa nội địa tăng trưởng chậm lại, tiêu thụ đang dần cải thiện. Theo đó, biên lợi nhuận gộp mảng sữa dự báo giảm khoảng 2% trong năm 2027.

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

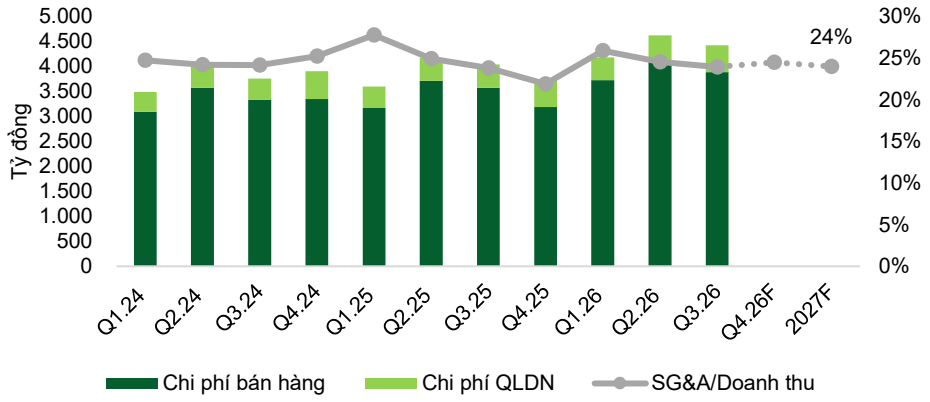
Chiến lược marketing mang lại hiệu quả

Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu dự báo duy trì quanh mức 25% do VNM triển khai các sự kiện kỷ niệm 50 năm thành lập trong năm 2026, và kỳ vọng sẽ giảm nhẹ trong năm tới

Sau quá trình tái cấu trúc hệ thống phân phối, kênh GT tiếp tục là kênh bán hàng nền tảng, đóng góp tỷ trọng lớn nhất vào tổng doanh thu. Bên cạnh đó, kênh MT, TMĐT và hệ thống cửa hàng của VNM duy trì đà tăng trưởng nổi bật, đặc biệt hệ thống cửa hàng của VNM đã vượt mốc 1.000 cửa hàng trên toàn quốc, góp phần mở rộng độ phủ và tăng cường kết nối với người tiêu dùng. Hiện tại, VNM sẽ chuyển trọng tâm từ mở mới sang tập trung nâng cao chất lượng phục vụ và hiệu quả hoạt động trên từng cửa hàng. Công ty cũng đang tiến hành các thủ tục theo quy định để đưa thêm một số sản phẩm ngoài sữa vào kinh doanh tại chuỗi cửa hàng nhằm tối ưu hoá lựa chọn cho khách hàng và tăng doanh thu. Tốc độ mở mới cửa hàng trong thời gian tới sẽ được cân nhắc dựa trên khu vực và sức mua để tránh gây xung đột lợi ích phân phối với kênh GT và MT.

Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu của VNM cải thiện khá tích cực qua từng quý nhờ các chiến dịch marketing mang lại hiệu quả khi trực tiếp kích cầu tiêu dùng, sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tích cực. Tỷ lệ SG&A/Doanh thu của VNM kỳ vọng sẽ ổn định quanh mức 25% trong năm 2026 do chi phí marketing dự báo ở mức cao khi VNM triển khai các chương trình kỷ niệm 50 năm thành lập và làm mới thương hiệu. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu sẽ giảm nhẹ trong các năm tới khi doanh nghiệp giảm chi phí cho quảng cáo, khuyến mại và trưng bày, dự báo dao động trong khoảng 24 – 24,5%.

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



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

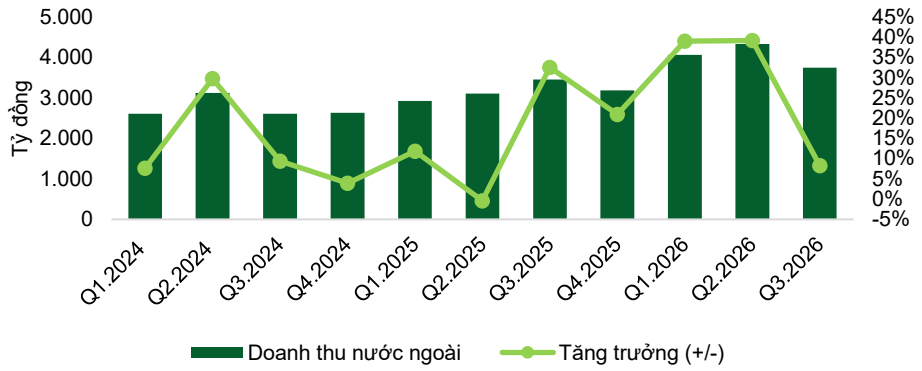
Thị trường nước ngoài kỳ vọng tiếp tục là điểm sáng

Thị trường nước ngoài kỳ vọng tiếp tục là động lực tăng trưởng trong tương lai. VNM đã xuất khẩu sang hơn 60 quốc gia, ngoài các thị trường truyền thống, Công ty đang tích cực khai thác các thị trường mới như Nga, các quốc gia Châu Phi, Đông Bắc Á, Úc, Philippines, Hàn Quốc, Nhật Bản nhờ phát triển danh mục sản phẩm xuất khẩu phù hợp với đặc thù riêng của từng thị trường. Đối với thị trường xuất khẩu truyền thống Trung Đông, dù đối mặt với rủi ro địa chính trị tại khu vực biển Đỏ và eo biển Hormuz, VNM đã chủ động điều chỉnh các tuyến vận chuyển để đảm bảo giao hàng liên tục. Công ty cũng kết hợp linh hoạt hai hình thức xuất khẩu FOB và CIF tuỳ theo đặc thù từng thị trường nhằm tối ưu hoá chi phí vận tải và bảo vệ biên lợi nhuận.

Driftwood kỳ vọng duy trì hoạt động kinh doanh ổn định do thị trường Mỹ đã phát triển, tăng trưởng lợi nhuận phụ thuộc vào việc cải thiện biên lợi nhuận và khả năng kiểm soát tốt các chi phí. Angkormilk kỳ vọng tiếp tục mở rộng trong thời gian

tới nhờ nhu cầu ổn định tại thị trường Campuchia với vị thế thị phần cao và việc mở rộng độ phủ phân phối.

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



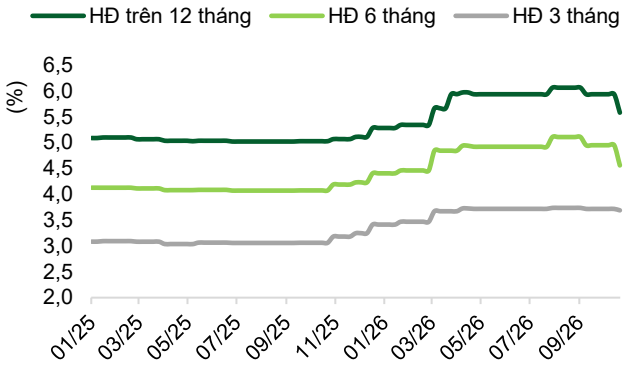
Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

Doanh thu từ lãi tiền gửi kỳ vọng cải thiện khoảng 15 - 20% trong năm 2026 nhờ hưởng lợi từ mối trường lãi suất cao, dự báo giảm nhẹ trong năm 2027

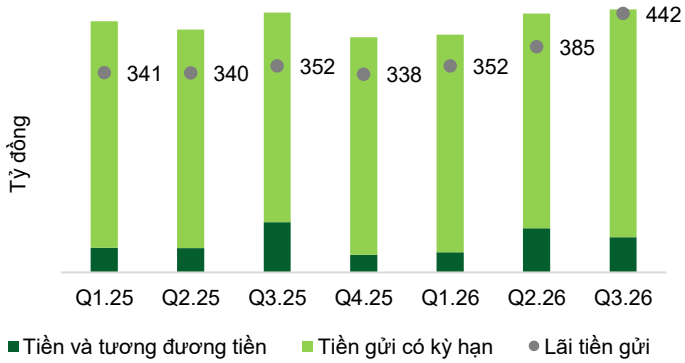
VNM có lượng tiền và tương đương tiền và tiền gửi khá lớn. Trong bối cảnh môi trường lãi suất cao, doanh thu đến từ tiền gửi của VNM đã cải thiện khá tốt, đặc biệt trong quý 3, lợi suất tiền gửi ước cải thiện khoảng 1% svck. Theo đó, doanh thu đến từ tiền gửi kỳ vọng cải thiện khoảng 15 - 20% svck.

Bước sang năm 2027, doanh thu tài chính dự báo giảm nhẹ trong bối cảnh mặt bằng lãi suất huy động đã điều chỉnh trong thời gian gần đây. Do đó, lợi nhuận từ tiền gửi dự báo giảm khoảng 5 – 6% trong năm tới.

Hình 9: Lãi suất tiền gửi bình quân



Hình 10: Quy mô tiền mặt và tiền gửi của VNM



Nguồn: VNM, FiinPro-X, VCBS tổng hợp

Một số thông tin khác

Dự án "Nhà máy Sữa Hưng Yên": VNM đã hoàn thành lễ động thổ và chính thức khởi công những hạng mục đầu tiên. Hiện công ty đang tiến hành các bước thủ tục nội bộ để rà soát, đánh giá lại quy mô thị trường, năng suất và cơ cấu sản phẩm nhằm tối ưu hóa hiệu quả đầu tư trước khi chính thức xây dựng các hạng mục chính.

Dự án "Mở rộng trang trại và Phát triển quy mô đàn bò": VNM liên tục mở rộng các trang trại hiện hữu, tăng quy mô đàn và nâng cao năng suất ở cả trang trại cũ lẫn các dự án trang trại mới. Chuỗi dự án này giúp VNM tự chủ hoàn toàn nguồn cung sữa tươi nguyên liệu cho đến năm 2028.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	%yoy 25/26	%yoy 26/27	Nguyên nhân
Thị phần		+0 bps	Kỳ vọng thị phần của VNM đi ngang do Công ty chưa có kế hoạch tăng giá bán dù đối thủ đã đồng loạt tăng.
Thị trường trong nước	+9,2%	+6,2%	Tiêu thụ sữa kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ danh mục sản phẩm đa dạng, phù hợp với xu hướng tiêu dùng mới cùng mức giá cạnh tranh trong bối cảnh người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu. Các sản phẩm cao cấp mới kỳ vọng đóng góp ngày càng lớn vào cơ cấu doanh thu.
Thị trường nước ngoài	+25%	+10%	Xuất khẩu kỳ vọng tiếp đà tăng trưởng nhờ chiến lược sản phẩm phù hợp từng thị trường, chủ động điều chỉnh tuyến vận chuyển trong bối cảnh bất ổn địa chính trị, kỳ vọng duy trì thị phần tại Campuchia thông qua Angkor Milk.
Chi phí nguyên vật liệu			
Sữa bột	+0%	+15%	Giá sữa bột có dấu hiệu tăng trở lại từ đầu năm 2026, nhưng VNM đã chốt được giá nguyên vật liệu đầu vào ở mức tốt trong H1.2026. Tuy nhiên, giá sữa bột hiện duy trì ở mức khá cao, theo đó giá sữa bột năm 2027 có thể cao hơn 2026 khoảng 15%.
Sữa tươi từ nông trại	+0%	+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	-3%	+10%	Giá đường trong nước duy trì ở mức thấp trong H1.2026 nhưng bắt đầu tăng trở lại trong bối cảnh giá đường thế giới bật tăng, dự báo tiếp tục tăng do hiện tượng El Nino sẽ ảnh hưởng tới sản lượng đường trong năm tới.
Bao bì và chi phí chung khác	+2%	+2%	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 **71.495 tỷ đồng** (+12,3% yoy) và **11.332 tỷ đồng** (+20,4% yoy). Đối với năm 2027, chúng tôi dự báo DTT và LNST lần lượt đạt **77.644 tỷ đồng** (+8,6% yoy) và **11.419 tỷ đồng** (+0,8% yoy). *(chi tiết tham khảo Phụ lục 2).*

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **60.500 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 11,1x 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 = 10,24% theo CAPM (Rf = 4,43%, Risk premium = 8,13%, beta = 0,76)

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	14.480.111	14.491.406	15.252.228	15.984.156	16.531.356
Thuế	(2.779.682)	(2.781.850)	(2.927.902)	(3.068.407)	(3.173.450)
Khấu hao	2.168.661	2.092.410	2.031.889	1.980.356	1.937.239
Thay đổi vốn lưu động	307.468	(366.091)	(148.322)	(118.358)	(167.868)
Đầu tư TSCĐ	(1.694.383)	(1.732.632)	(1.729.675)	(1.718.897)	(1.727.068)

FCFF	**12.381.214**	**10.530.634**	**10.185.356**	**9.669.500**	**9.000.901**
NPV giai đoạn 2026-2030F					**51.767.604**
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 1%)					**98.425.859**
Giá trị VCSH					**126.834.608**
Số lượng CPLH					2.089.955.445
Định giá					**60.688**

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 2027 (tỷ đồng)	11.419
P/E áp dụng	11,02x
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	125.837
Số lượng CPLH (tr.cp)	2.090
Định giá	**60.226**

RỦI RO ĐẦU TƯ

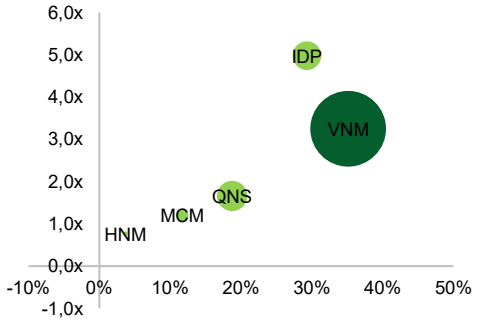
- Sữa bột của VNM chủ yếu được nhập khẩu từ nước ngoài nên giá sữa bột đầu vào tăng mạnh hơn dự báo có thể ảnh hưởng trọng yếu đến biên lợi nhuận gộp của VNM.

- Tiêu dùng trong và ngoài nước kém hơn kỳ vọng sẽ ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ của VNM.

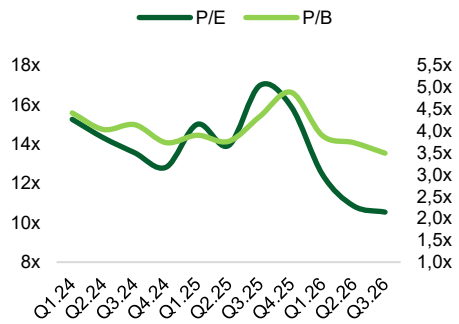
- Chi phí SG&A cao hơn kỳ vọng sẽ ảnh hưởng tới LNST.

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

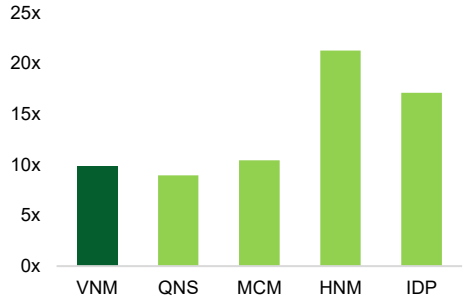
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá

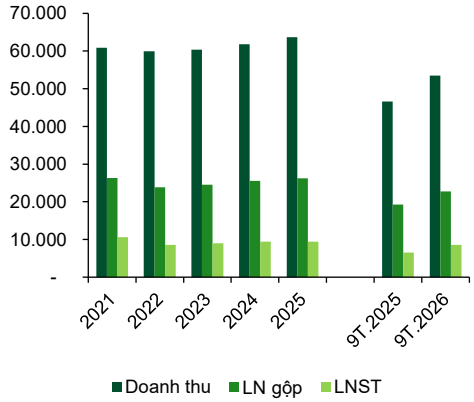


P/E ngành

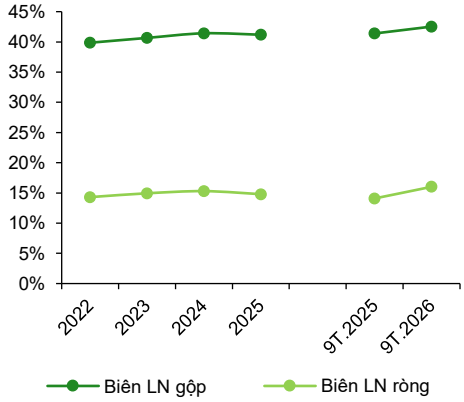


KẾT QUẢ KINH DOANH

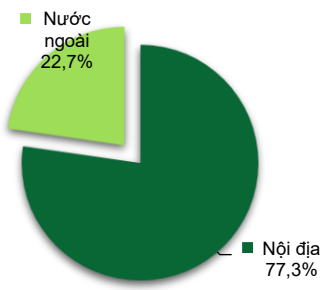
Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận

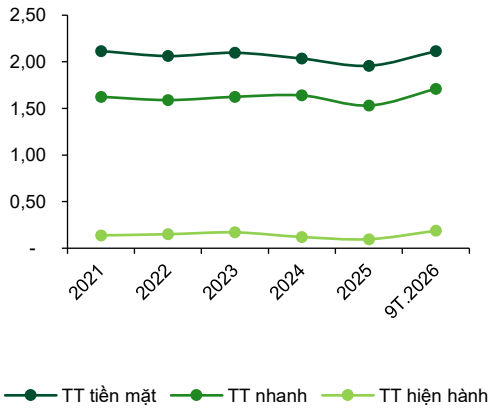


Cơ cấu doanh thu

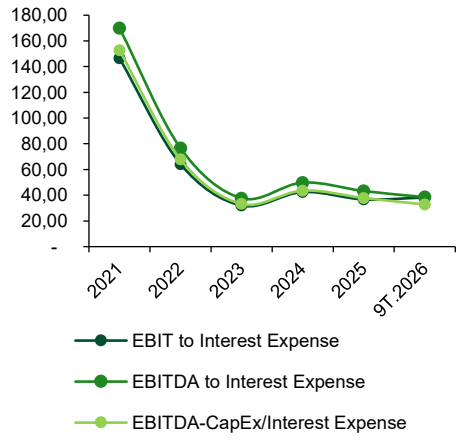


SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

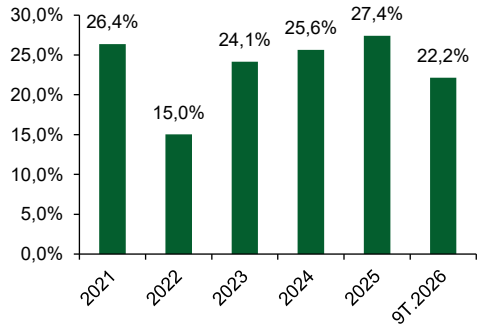
Khả năng thanh toán



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	71.494.803	77.053.893	80.319.395	83.729.364
- Giá vốn hàng bán	37.436.413	41.078.673	45.907.248	47.411.695	49.278.524
Lợi nhuận gộp	26.209.474	30.416.130	31.146.646	32.907.700	34.450.840
- Chi phí bán hàng	13.641.689	15.728.857	16.181.318	16.867.073	17.583.166
- Chi phí quản lí DN	1.904.070	2.001.854	2.157.509	2.248.943	2.344.422
Lợi nhuận HĐKD	10.663.715	12.685.419	12.807.819	13.791.684	14.523.251
- (Lỗ) / lại tỷ giá	-6.748	-7.580	-8.169	-8.516	-8.877
- Lợi nhuận khác	-1.305.327	-1.787.112	-1.675.417	-1.452.028	-1.452.028
EBIT	11.975.790	14.480.111	14.491.406	15.252.228	15.984.156
- Chi phí lãi vay	325.804	451.257	354.093	262.079	189.006
LNTT	11.649.985	14.028.854	14.137.313	14.990.148	15.795.150
- Thuế TNDN	2.236.395	2.693.056	2.713.877	2.877.592	3.032.124
LNST	9.413.590	11.335.798	11.423.436	12.112.557	12.763.026
- Lợi ích CĐTS	3.388	4.080	4.111	4.359	4.594
LNST CĐ CT Mẹ	9.410.202	11.331.718	11.419.325	12.108.197	12.758.432
EPS (đ)	4.028	5.422	5.464	5.794	6.105
EBITDA	16.648.772	16.583.815	17.284.116	17.964.513	18.468.595
Tăng trưởng	**2025**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
Doanh thu	3,0%	12,3%	7,8%	4,2%	4,2%
LN HĐKD	2,5%	19,0%	1,0%	7,7%	5,3%
LN Hợp nhất	-0,4%	20,4%	0,8%	6,0%	5,4%
LNST	0,2%	20,4%	0,8%	6,0%	5,4%
EBIT	0,8%	20,9%	0,1%	5,3%	4,8%
EPS	0,1%	34,6%	0,8%	6,0%	5,4%
Tổng tài sản	-3,2%	0,0%	2,9%	1,5%	0,7%
Nợ vay	2,0%	-19,9%	-5,2%	-17,5%	-40,4%
VCSH	-4,7%	2,6%	2,7%	4,6%	6,1%
Khả năng sinh lời	**2025**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
Tỷ suất LNG	41,2%	42,5%	40,4%	41,0%	41,1%
Tỷ suất LNST	14,8%	15,9%	14,8%	15,1%	15,2%
ROE DuPont	26,6%	32,5%	31,9%	32,6%	32,6%
ROA DuPont	17,4%	21,3%	21,1%	21,9%	22,8%
Tỷ suất EBIT	18,8%	20,3%	18,8%	19,0%	19,1%
LNTT / LNST	80,8%	80,8%	80,8%	80,8%	80,8%
LNTT / EBIT	97,3%	96,9%	97,6%	98,3%	98,8%
Vòng quay TTS	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5
Đòn bẩy tài chính	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4
ROIC	21,1%	26,1%	26,4%	27,7%	29,1%
Hiệu quả hoạt động	**2025**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
Số ngày tồn kho	27,1	25,4	26,1	26,5	26,5
Số ngày phải thu	61,0	60,3	56,9	59,3	59,2
Số ngày phải trả	38,0	36,4	36,0	37,4	37,3
Luân chuyển tiền	50,1	49,4	47,0	48,5	48,4
COGS/Hàng tồn kho	6,0	6,0	6,4	6,2	6,2
An toàn tài chính	**2025**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
TT hiện hành	1,96	2,11	2,12	2,26	2,58
TT nhanh	1,53	1,66	1,63	1,73	1,97
TT tiền mặt	0,10	0,11	0,12	0,13	0,15
Nợ / Tài sản	0,18	0,14	0,13	0,11	0,06
Nợ / Vốn sử dụng	0,22	0,18	0,17	0,13	0,08
Nợ / Vốn CSH	0,27	0,21	0,20	0,16	0,09
Khả năng TT lãi vay	36,76	32,09	40,93	58,20	84,57

Cân đối kế toán	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Tài sản					
+ Tiền	1.794.880	2.016.227	2.172.999	2.265.090	2.361.255
+ ĐTTC ngắn hạn	21.891.390	21.891.390	21.891.390	21.891.390	21.891.390
+ Phải thu	4.667.876	5.301.335	5.713.541	5.955.678	6.208.527
+ Hàng tồn kho	6.829.511	6.753.468	7.571.560	7.846.685	8.128.263
+ Khác	1.066.137	1.197.615	1.290.735	1.345.436	1.402.557
Tài sản ngắn hạn	36.249.795	37.160.035	38.640.226	39.304.278	39.991.991
+ Tài sản dài hạn	34.625.642	36.320.025	38.052.657	39.782.332	41.501.229
+ Khấu hao lũy kế	22.527.866	24.696.527	26.788.937	28.820.825	30.801.182
+ Tài sản dài hạn	12.097.776	11.623.498	11.263.720	10.961.507	10.700.047
+ ĐTTC dài hạn	447.507	447.507	447.507	447.507	447.507
+ Khác	4.517.293	4.105.263	4.543.269	5.016.162	4.991.257
Tài sản dài hạn	17.062.576	16.176.268	16.254.496	16.425.176	16.138.811
Tổng Tài sản	**53.312.371**	**53.336.303**	**54.894.722**	**55.729.454**	**56.130.801**
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	3.923.309	4.277.997	4.780.853	4.937.528	5.131.943
+ Vay ngắn hạn	9.393.737	7.521.592	7.144.217	5.896.841	3.515.736
+ Khác	5.203.241	5.844.913	6.299.385	6.566.349	6.845.125
Nợ ngắn hạn	**18.520.286**	**17.644.502**	**18.224.454**	**17.400.718**	**15.492.804**
+ Vay dài hạn	62.908	50.326	37.745	25.163	12.582
+ Phải trả dài hạn	246.162	276.519	298.019	310.649	323.838
Nợ dài hạn	309.069	326.845	335.764	335.812	336.420
Tổng nợ	**18.829.355**	**17.971.347**	**18.560.218**	**17.736.531**	**15.829.223**
+ 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	10.633.658	11.603.206	13.261.626	15.570.281
+ Lợi ích CĐTS	3.797.632	3.797.632	3.797.632	3.797.632	3.797.632
Vốn chủ sở hữu	34.483.015	35.364.956	36.334.503	37.992.923	40.301.578
Tổng nguồn vốn	**53.312.371**	**53.336.303**	**54.894.722**	**55.729.454**	**56.130.801**

Lưu chuyển tiền	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Tiền đầu năm	**2.225.944**	**1.794.880**	**2.016.227**	**2.172.999**	**2.265.090**
LNST	**9.410.202**	**11.331.718**	**11.419.325**	**12.108.197**	**12.758.432**
+ Khấu hao lũy kế	2.362.903	2.168.661	2.092.410	2.031.889	1.980.356
+ Điều chỉnh	1.037.170	442.387	-416.505	-460.264	38.094
+ Thay đổi VLĐ	-2.713.254	307.468	-366.091	-148.322	-118.358
Tiền từ HĐKD	**10.097.021**	**14.250.234**	**12.729.138**	**13.531.500**	**14.658.525**
+ 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
Tiền từ HĐĐT	**547.217**	**-1.694.383**	**-1.732.632**	**-1.729.675**	**-1.718.897**
+ 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	-1.872.145	-377.375	-1.247.376	-2.381.105
+ Nợ dài hạn	-19.323.424	-12.582	-12.582	-12.582	-12.582
+ Khác	13.824	0	0	0	0
Tiền từ HĐTC	**-11.075.302**	**-12.334.504**	**-10.839.734**	**-11.709.735**	**-12.843.463**
Lưu chuyển tiền	-431.064	221.348	156.772	92.091	96.165
Tiền cuối năm	**1.794.880**	**2.016.227**	**2.172.999**	**2.265.090**	**2.361.255**

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
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	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

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Giang Đặng Ánh Phương

Chuyên viên Phân tích

gdaphuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>