

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

Chuyển mình theo dòng chảy Trung Đông

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY26	Q4-FY25	+/- qoq	Q1-FY25	+/- yoy
Doanh thu thuần	16.149	17.034	-5,2%	12.935	24,8%
Lợi nhuận sau thuế	2.429	2.840	-14,5%	1.568	54,8%
LNTT & lãi vay	2.711	3.158	-14,1%	1.610	68,4%
LNTT & lãi vay/DT thuần	16,8%	10,7%	605bps	16,4%	39bps

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Q1-FY26: Vượt kỳ vọng nhờ sự bức phá mạnh mẽ của cả ba thị trường nội địa – xuất khẩu – chi nhánh nước ngoài

- KQKD VNM Q1-2026 vượt kỳ vọng chuyên viên 16% với doanh thu thuần 16.149 tỷ đồng (+24,8% YoY), LNST Cty Mẹ 2.429 tỷ đồng (+54,8% YoY) nhờ nền thấp nội địa cùng kỳ (ảnh hưởng bởi tái cấu trúc kênh truyền thông) & sự bức phá mạnh mẽ của xuất khẩu (mặc cho ảnh hưởng địa chính trị trung đông như kỳ vọng ban đầu) bằng thiết lập chiến lược “trong khó ló khôn” khi chọn các tuyến đường vận chuyển thay thế vòng quay eo biển Hormuz. Hiệu ứng tăng giá bán đầu ra đi kèm giá bột sữa nguyên liệu thuận lợi hơn là các nhân tố khác hỗ trợ tăng trưởng ấn tượng của VNM

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

- LNST Cty Mẹ Q2-2026 dự kiến đạt 2.737 tỷ đồng (+12,7% QoQ, +10,6% YoY). Các trụ cột chính dẫn dắt tăng trưởng YoY bao gồm: mở rộng thị phần nội địa nhờ cấu trúc kênh phân phối & danh mục sản phẩm vững chắc, thiết lập đường vận chuyển mới ở Trung Đông mở ra cơ hội chiếm lĩnh thị phần trong bối cảnh tích trữ sản phẩm thiết yếu ở vùng chiến sự gia tăng, tận dụng thời cơ xung đột biên giới Thái – Cam, tiếp tục đánh chiếm niềm tin tiêu dùng với sữa VNM tại đây.
- Sau hai năm “âm thầm” rèn dũa vũ khí ở hầu hết các chiến lược kinh doanh như SKUs bắt xu hướng (đạm A2, sữa tươi từ bò, bao bì phù hợp thị hiếu), kênh phân phối (GT – tái cấu trúc, MT – tăng hợp tác siêu thị, mở cửa hàng tự doanh, TMĐT – lập kênh Tiktok, Shopee), VNM dự kiến bắt đầu “hái quả” từ năm 2026-27 với mức tăng trưởng doanh thu nội địa +5,0% YoY vượt trung bình ngành tại thị trường nội địa.
- Với nhiều tín hiệu tích cực khác cũng được phát đi từ nửa cuối 2025 như giá bột sữa nguyên liệu giảm, hiệu quả ROI chiến dịch chi quảng cáo/chiết khấu, tăng trưởng cao ở mảng nước ngoài, chúng tôi cho rằng VNM có thể đạt được mức tăng trưởng hai chữ số về LNST năm 2026.
- Do rủi ro gián đoạn kinh doanh tại Trung Đông giảm đi, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2026 của VNM đạt 68.615 tỷ đồng (+7,8% YoY). LNST/EPS đạt 10.283 tỷ đồng (+9,3% YoY) và 4.920 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

Mặc dù tăng dự phóng LNST của VNM giai đoạn 2026/27F lần lượt 6,1%/7,1% chủ yếu do hoạt động kinh doanh nước ngoài (Trung Đông) có nhiều diễn biến tích cực hơn kỳ vọng kết hợp chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 nhưng do loại bỏ phương pháp định giá ngắn hạn P/E (vốn đang bị nhiễu bởi dòng vốn ngoại 2026 cho VNM hiện không như kỳ vọng của chúng tôi), chúng tôi điều chỉnh giảm 3% giá mục tiêu một năm tới của cổ phiếu VNM xuống 66.500 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 13,5x và 12,8x. Đi kèm cổ tức tiền mặt 4.350 đồng/cổ phiếu, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với VNM khi giá cổ phiếu điều chỉnh 20% trong ba tháng qua.

MUA +20%

Giá thị trường (đồng)	59.100
Giá mục tiêu (đồng)	66.500

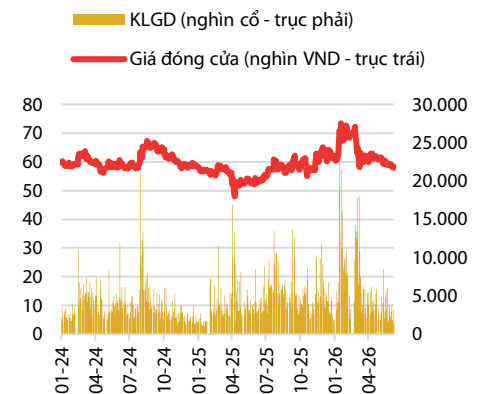
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 4.350

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	121.217
SLCPDLH (triệu CP)	2.090
KLGD bình quân 20 phiên ('000 CP)	4.801
Free Float (%)	36,5
Giá cao nhất 52 tuần	73.400
Giá thấp nhất 52 tuần	52.700
Beta	0,5

	FY25	Hiện tại
EPS	4.503	4.914
Tăng trưởng EPS (%)	0,2	9,1
P/E	13,7	12,3
P/B	4,2	3,9
EV/EBITDA	11,0	10,0
ROE (%)	29,9	31,7

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

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

Phòng Phân tích Ngành Tiêu dùng

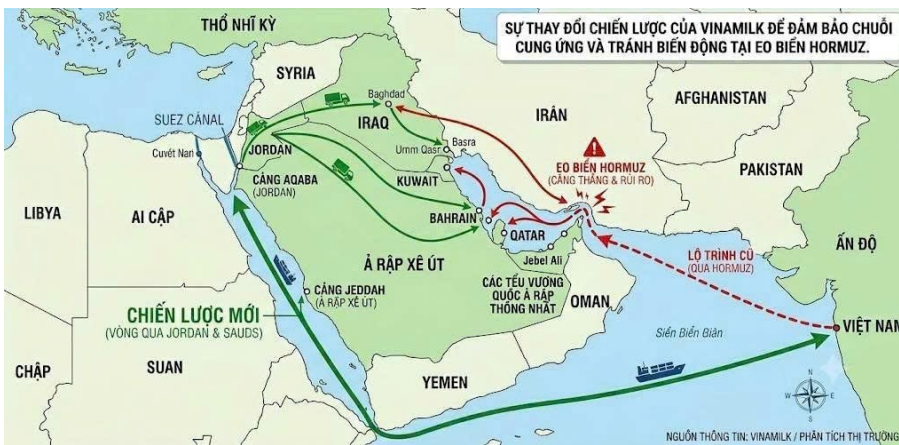
phantich@vdsc.com.vn

KQKD Q1-2026 vượt kỳ vọng nhờ sự bức phá mạnh mẽ của cả ba thị trường nội địa – xuất khẩu – chi nhánh nước ngoài

Doanh thu thuần đạt 16.149 tỷ đồng (-5,2% QoQ, +24,8% YoY) cao hơn 9% kỳ vọng chuyên viên nhờ mảng xuất khẩu hoạt động hiệu quả hơn dự phóng, trong đó:

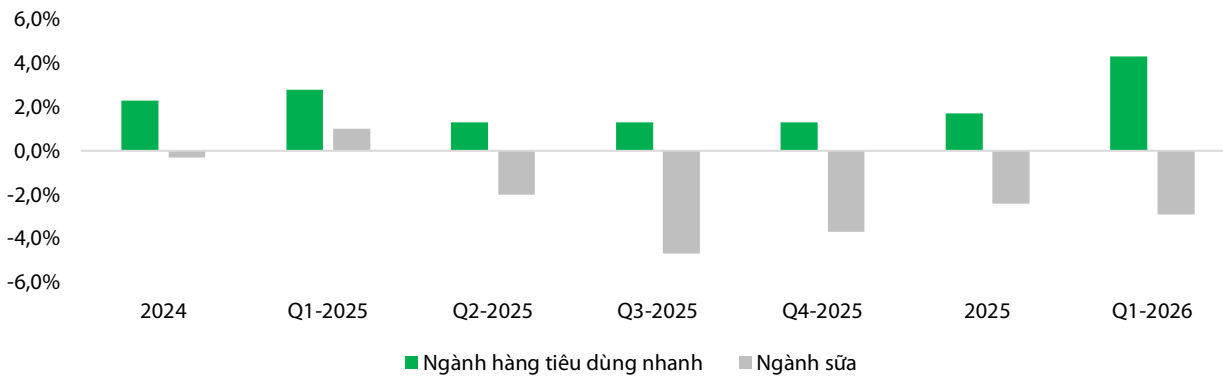
- **Mảng nội địa**, đạt 12.080 tỷ đồng (-12,8% QoQ, +20,7% YoY) phù hợp kỳ vọng chuyên viên & vượt đáng kể trung bình ngành sữa ở quý này (-2,9% YoY về giá trị theo AC Nielsen). KQ tích cực này xoay quanh chiến dịch tái cấu trúc kênh GT của VNM về cả hai vé: Vé một, thông qua hình thành nền thấp cùng kỳ bởi chiến dịch này gây ra sự đóng băng doanh số ở các đại lý sĩ (kênh sell-in) trước những xáo trộn chính sách mới ở kênh từ VNM. Vé hai, thông qua hiệu quả của chiến dịch này sau đó giúp VNM hồi phục thị phần tốt, đã nhìn thấy từ nửa cuối 2025 và duy trì cho chính Q1-2026 này (mức doanh thu nội địa cao nhất được ghi nhận ở Q1 trong 5 năm gần đây). Chúng tôi cũng ghi nhận đà tăng giá bán bình quân ở các sản phẩm Vinamilk từ 3-4% ở quý này, đóng góp thêm cho tăng trưởng doanh thu.
- **Mảng xuất khẩu**, đạt 2.326 tỷ đồng (+47,3% QoQ, +43,6% YoY), vượt mạnh mẽ kỳ vọng chuyên viên 79%. VNM vượt qua áp lực tắt nghẽn kinh doanh tại thị trường trọng điểm Trung Đông trong bối cảnh xung đột địa chính trị một cách đầy ấn tượng. Cụ thể, Công ty đã thiết lập chiến lược “trong khó ló khôn” khi chọn các tuyến đường vận chuyển thay thế thông qua Jordan thay vì đi qua eo biển Hormuz nhằm đưa hàng hóa tới tay đối tác kịp thời (Hình 1). Mặc dù vậy, tỷ trọng chi phí vận tải (logistics) trên doanh thu của VNM dự kiến tăng lên từ hoạt động này trong các quý tới.
- **Mảng Công ty nước ngoài**, đạt 1.743 tỷ đồng (+8,3% QoQ, +33,6% YoY), cũng vượt đáng kể kỳ vọng chuyên viên 26% nhờ Angkor Milk ghi nhận tăng trưởng bứt phá, với doanh thu gần gấp 3 lần YoY. Động lực chính đến từ sự mở rộng mạnh về sản lượng, phản ánh nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm của Vinamilk tại thị trường Campuchia vẫn đang duy trì ở mức cao. Ngược lại, Driftwood chịu áp lực giảm khoảng 5% doanh thu do điều chỉnh giá bán theo cơ chế thỏa thuận với khách hàng trong bối cảnh giá sữa tươi nguyên liệu đi xuống, dù sản lượng tiêu thụ vẫn ổn định.

Hình 1: Chiến lược vận tải mới ở mảng xuất khẩu vòng qua eo biển Hormus của Vinamilk



Nguồn: VNM, CTCK Rông Việt

Hình 2: Tăng trưởng YoY về giá trị ngành tiêu dùng nhanh nói chung và ngành sữa nói riêng tại Việt Nam (%)

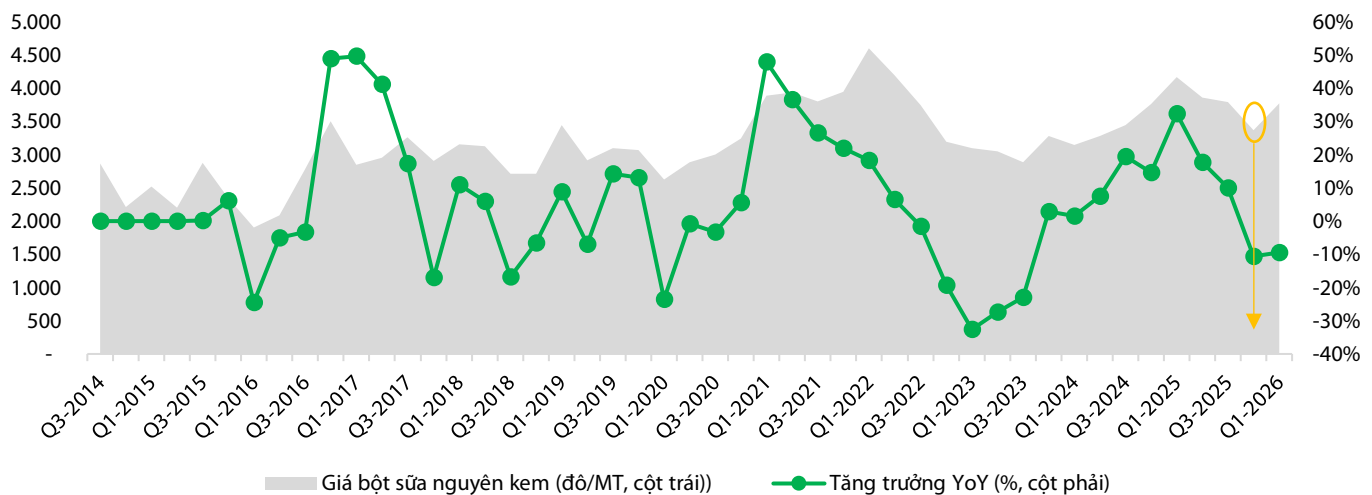


Nguồn: AC Nielsen, CTCK Rồng Việt

LNST Cty Mẹ đạt 2.429 tỷ đồng (-14,5% QoQ, +54,8% YoY), vượt kỳ vọng chuyên viên 16%, tương ứng biên LN ròng đạt 15,0% (-164bps QoQ, +291bps YoY) nhờ vào tăng trưởng doanh thu cao đã đề cập, chi phí đầu vào nhiều thuận lợi & hiệu quả vận hành các CTLK tốt. Cụ thể:

- **Biên LN gộp**, đạt 42,7% (+225bps QoQ, +242bps YoY), cao hơn mức 40,5% dự phóng chúng tôi nhờ vào giá bột sữa nguyên liệu thuận lợi hơn (-20,8% YoY, theo ước tính chúng tôi dựa trên mức giá cuối năm ngoái – thời điểm VNM chốt giá nguyên liệu cho nửa đầu 2026) & chi phí sản xuất trên mỗi đơn vị giảm đi khi sản lượng tiêu thụ gia tăng mạnh hơn kỳ vọng như đã đề cập.
- **CPBH&QLDN/D.thu thuần**, đạt 25,9% (+400bps QoQ, -193bps YoY). Hiệu quả đầu ra cao hơn như đã đề cập giúp tỷ lệ này được tiết giảm svck. Tuy nhiên, mức này cao hơn kỳ vọng ban đầu của chúng tôi (25,0%) có vẻ do VNM duy trì mức chi khuyến mãi cao để vượt tăng trưởng âm ậm của thị trường sữa Việt Nam.
- Điểm trừ quý này đến từ **lợi nhuận tài chính thuần** ghi nhận tăng trưởng âm 28,5% YoY, đạt 232 tỷ đồng do bối cảnh lãi suất vay kém thuận lợi (đạt 4,8%, +171bps YoY).

Hình 3: Diễn biến giá bột sữa nguyên liệu



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: KQKD của VNM ở Q1-2026

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1-2026	Q4-2025	+/- (qoq)	Q1-2025	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	16.149	17.034	-5,2%	12.935	24,8%
Nội địa	12.080	13.846	-12,8%	10.010	20,7%
Nước ngoài	4.069	3.188	27,6%	2.924	39,1%
<i>Xuất khẩu</i>	2.326	1.579	47,3%	1.620	43,6%
<i>Chi nhánh nước ngoài</i>	1.743	1.609	8,3%	1.304	33,6%
Lợi nhuận gộp	6.896	6.890	0,1%	5.210	32,3%
CPBH & QLDN	-4.184	-3.732	12,1%	-3.601	16,2%
LNTT & lãi vay	2.711	3.158	-14,1%	1.610	68,4%
Lợi nhuận từ CTLKLD	48	24	102,1%	16	199,3%
Lợi nhuận tài chính ròng	232	251	-7,5%	325	-28,5%
Lợi nhuận khác	23	44	-48,9%	1	2951,6%
Lợi nhuận trước thuế	3.014	3.433	-12,2%	1.951	54,5%
Thuế TNDN	-461	-650		-364	
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	-30	-13		19	
LNST Cty Mẹ	2.429	2.840	-14,5%	1.568	54,8%
Đơn vị: %	Q1-2026	Q4-2025	+/- (qoq)	Q1-2025	+/- (yoy)
<i>Biên LN gộp</i>	42,7%	40,4%	225bps	40,3%	242bps
<i>CPBH&QLDN/D.thu thuần</i>	25,9%	21,9%	400bps	27,8%	-193bps
<i>Biên LNTT và lãi vay</i>	16,8%	18,5%	-175bps	12,4%	434bps
<i>Biên LN ròng</i>	15,0%	16,7%	-164bps	12,1%	291bps

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Dự phóng Q2-2026: Bước vào mùa vụ cao điểm ngành sữa với nền tảng kinh doanh vững vàng ở tất cả các mảng
Bảng 2: Dự phóng KQKD Q2-2026 của VNM

	Q2-2026	+/-YoY	+/-QoQ	Giải định
Doanh thu thuần	17.800	6,4%	10,2%	
Vinamilk & Mocchau nội địa	13.432	2,5%	15,5%	Ở quý này, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng VNM có cải thiện tăng trưởng YoY ở thị trường nội địa nhờ mở rộng thị phần sau tái cấu trúc kênh truyền thống (GT) & danh mục sản phẩm (về bộ nhận diện và ra mắt các dòng sữa cao cấp mới như Vinamilk Greenfarm/ Optimum A2 Pro+, Mộc Châu Creamery) ở cả VNM và MCM. Hiệu ứng tăng giá bán tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng doanh thu quý này tương tự Q1-2026. Lưu ý, mùa vụ tiêu thụ sữa cao Q2-3 trở lại, hỗ trợ tăng trưởng QoQ tốt.
Công ty con nội địa khác	520	2,6%	16,4%	
Xuất khẩu	2.265	20,0%	-2,6%	Sau khi chuyển đổi đường vận chuyển vào khu vực chủ lực Trung Đông, chúng tôi giữ quan điểm tích cực cho tăng trưởng khu vực này, đặc biệt nhu cầu tích trữ sản phẩm thiết yếu như sữa vẫn cao khi chiến sự vẫn leo thang.
Chi nhánh nước ngoài	1.583	29,4%	-9,2%	Angkormilk duy trì thị phần cao tại thị trường Campuchia trong bối cảnh tranh chấp biên giới Thái Lan – Campuchia vẫn còn phức tạp & “niềm tin thương hiệu” của người tiêu dùng tại Campuchia cho VNM đã gia tăng đáng kể trong các quý qua, theo quan điểm chúng tôi.
Lợi nhuận gộp	7.635	8,7%	10,7%	Biên LN gộp tiếp đà cải thiện 261bps cùng kỳ nhờ vẫn hưởng lợi ở vùng giá nguyên liệu đầu vào thấp (chốt hồi cuối năm cho mùa vụ sản xuất 3-6 tháng) đi kèm hiệu ứng tăng giá bán đã đề cập trên.
CPBH&QLDN	-4.503	7,9%	7,6%	Thị trường sữa tăng trưởng âm bốn quý liên tiếp, VNM phải duy trì khoản CPBH & QLDN trên 4.100 tỷ đồng/quý đều đặn và có xu hướng tăng dần nhằm vượt tăng trưởng chung của ngành, điều này cũng không ngoại lệ trong Q2-2026. Trong quý này, việc thay đổi đường vận chuyển ở thị trường Trung Đông và diễn biến giá dầu tăng cao (giá dầu brent neo trên 95 đô/thùng xuyên suốt một quý) sẽ tác động rõ nét lên cấu trúc CPBH & QLDN của VNM, dự kiến đẩy tăng cả QoQ và YoY, theo quan điểm chúng tôi.
LN trước thuế và lãi vay	3.131	9,9%	15,5%	
Lợi nhuận từ CTLKLD	48	1176,5%	-0,9%	
Lợi nhuận tài chính ròng	232	-13,0%	0,0%	
Lợi nhuận khác	10	-144,4%	-55,7%	
Lợi nhuận trước thuế	3.421	10,5%	13,5%	
Thuế TNDN	-671	10,4%	45,3%	
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	14	0,0%	-147,5%	
LNST Cty Mẹ	2.737	10,6%	12,7%	Nhìn chung, tăng trưởng YoY của doanh thu & cải thiện mạnh biên LN gộp là hai nhân tố hỗ trợ tốt cho tăng trưởng LNST VNM ở quý này.
<i>Biên LN gộp</i>	<i>42,9%</i>	<i>261bps</i>	<i>244bps</i>	
<i>CPBH&QLDN/D.thu thuần</i>	<i>25,3%</i>	<i>-254bps</i>	<i>339bps</i>	
<i>Biên LNNTT và lãi vay</i>	<i>17,6%</i>	<i>515bps</i>	<i>-95bps</i>	
<i>Biên LN ròng</i>	<i>15,4%</i>	<i>325bps</i>	<i>-130bps</i>	

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi tăng dự phóng LNST cho VNM giai đoạn 2026/27F lần lượt 6,1%/7,1% chủ yếu do hoạt động kinh doanh nước ngoài có nhiều diễn biến tích cực hơn kỳ vọng:

- Việc VNM tìm kiếm được chiến lược vận tải mới hạn chế ảnh hưởng từ tình trạng “đóng/mở” bất thường của eo biển Hormuz như đã đề cập, nên chúng tôi tăng dự phóng 45,0%/47,8% cho doanh thu xuất khẩu năm 2026/27F, tức tương đương với dự phóng đầu năm (trước khi điều chỉnh hạ vào lần gần nhất T3-2026 – thời điểm bùng nổ chiến sự). Ngoài ra, chúng tôi cũng thực hiện tăng dự phóng 11,6%/11,7% cho doanh thu chi nhánh nước ngoài năm 2026/27F nhờ việc mở rộng thị phần nhanh hơn kỳ vọng của Angkormilk tại thị trường Campuchia trước diễn biến phức tạp trong xung đột biên giới Thái Lan – Campuchia và bản thân VNM cũng đã chiếm được “niềm tin tiêu dùng” tại khu vực này mạnh mẽ hơn sau vài quý theo quan điểm chúng tôi.

Mặc dù tăng dự phóng LNST của VNM kết hợp chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 nhưng do loại bỏ phương pháp định giá ngắn hạn P/E (vốn đang bị nhiễu bởi dòng vốn ngoại 2026 cho VNM hiện không như kỳ vọng của chúng tôi - *), chúng tôi điều chỉnh giảm 3% giá mục tiêu một năm tới của cổ phiếu VNM xuống **66.500 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 13,5x và 12,8x. Qua đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với VNM khi giá cổ phiếu điều chỉnh 20% trong ba tháng qua.

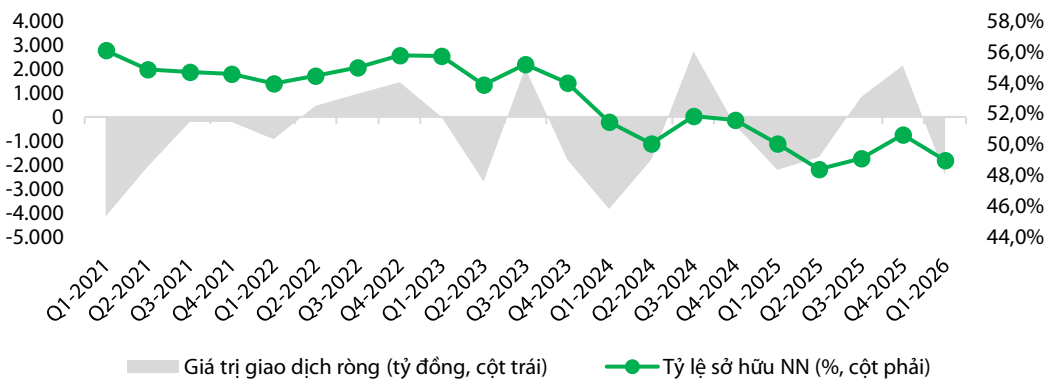
Về các giả định định giá theo phương pháp FCFF, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4,5% (tăng sv mức 4,0% trước đó), beta 1,0 (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 8,2% (không đổi theo Damodaran), tỷ trọng vốn vay 18% (không đổi), và chi phí nợ vay trước thuế 4,0% (không đổi), exit EVEBITDA 9,5x (không đổi). Theo đó, giả định WACC tăng lên 11,0% (từ mức 10,6% trước đó).

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

	Thực tế	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% Thay đổi Dự phóng mới sv cũ	
		2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F
Doanh thu thuần	61.783	65.325	69.203	68.615	72.994	5,0%	5,5%
Vinamilk & Mocchau nội địa	47.930	51.269	54.036	51.269	54.036	0,0%	0,0%
Công ty con nội địa khác	2.869	2.363	2.491	2.363	2.491	0,0%	0,0%
Xuất khẩu	5.664	5.784	6.391	8.387	9.448	45,0%	47,8%
Chi nhánh nước ngoài	5.319	5.909	6.285	6.596	7.019	11,6%	11,7%
LNST & lãi vay	10.405	10.608	11.161	11.149	11.862	5,1%	6,3%
Lợi nhuận tài chính ròng	1.157	1.310	1.385	1.292	1.365	-1,4%	-1,4%
LNST Cty Mẹ	9.392	9.691	10.134	10.283	10.851	6,1%	7,1%

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tình hình giao dịch khối ngoại tại cổ phiếu VNM



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

(*) Trong kịch bản nâng hạng thị trường (vốn đã xây ra), VNM có thể là cổ phiếu được tăng tỷ trọng nắm giữ bởi các quỹ ngoại nhờ vị thế là doanh nghiệp lớn đầu ngành của nhóm hàng tiêu dùng và thanh khoản cao. Hệ số PE của VNM có thể được đánh giá lại cao hơn mức 14-15x khoảng 10-15%, tương đương mức PE mới 16,0-17,0x, phù hợp với các công ty sữa ở những thị trường tương đương. Mặc dù vậy, nếu nhìn vào giao dịch khối ngoại của VNM trong các năm trở lại đây, hoạt động bán ròng chiếm ưu thế và tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại VNM cũng giảm nhanh chóng từ 56,1% ở 2021 xuống 49,0% ở cuối Q1-2026. Xu hướng này phản ánh sự thận trọng kéo dài của dòng vốn quốc tế đối với các thị trường mới nổi trong bối cảnh đồng USD duy trì sức mạnh và các rủi ro địa chính trị vẫn chưa được giải quyết hoàn toàn.

ĐỊNH GIÁ BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFE

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	11,0%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu dụng	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	124.879
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,7%	+ Tiền mặt & khoản đầu tư tại ngày định giá	23.150
Lãi suất phi rủi ro	4,5%	- Nợ	9.162
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	8,2%	Giá trị vốn chủ sở hữu	138.867
Beta	1,0	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	2.089,96
Exit EV/EBITDA	9,5	Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (đồng)	66.500

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của VNM trên mỗi Cổ phiếu theo phương pháp FCFE (đồng/cổ phiếu)

WACC	Exit EV/EBITDA				
	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5
9,5%	60.441	65.028	69.615	74.201	78.788
10,5%	58.607	63.007	67.406	71.806	76.205
11,0%	57.808	62.127	66.445	70.763	75.081
12,0%	56.097	60.241	64.385	68.529	72.674
13,0%	54.463	58.442	62.421	66.400	70.379

Nguồn: CTCK Rồng Việt

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

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

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VNM

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VNM (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF (5 năm, WACC: 11,0%, Exit EVEBITDA 9,5x)	100%	66.500
Tổng VNM	100%	66.500
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		4.350
P/E mục tiêu 2026F		13,5

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Phụ lục
Bảng 6: Kết quả kinh doanh Q1-2026 của VNM

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1-2026	Q4-2025	+/-QoQ	Q1-2025	+/-YoY
Doanh thu thuần	16.149	17.034	-5,2%	12.935	24,8%
Nội địa	12.080	13.846	-12,8%	10.010	20,7%
Xuất khẩu	2.326	1.579	47,3%	1.620	43,6%
Chi nhánh nước ngoài	1.743	1.609	8,3%	1.304	33,6%
Lợi nhuận gộp	6.896	6.890	0,1%	5.210	32,3%
CPBH&QLDN	-4.184	-3.732	12,1%	-3.601	16,2%
LN trước thuế và lãi vay	2.711	3.158	-14,1%	1.610	68,4%
Lợi nhuận từ CTLKLD	48	24	102,1%	16	199,3%
Lợi nhuận tài chính ròng	232	251	-7,5%	325	-28,5%
Lợi nhuận khác	23	44	-48,9%	1	2951,6%
Lợi nhuận trước thuế	3.014	3.433	-12,2%	1.951	54,5%
Thuế TNDN	-461	-650	-29,0%	-364	26,8%
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	-30	-13	124,0%	19	-257,0%
LNST Cty Mẹ	2.429	2.840	-14,5%	1.568	54,8%

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Phân tích HĐKD Q1-2026 của VNM

Chỉ tiêu	Q1-2026	Q4-2025	+/-QoQ	Q1-2025	+/-YoY
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	42,7%	40,4%	225bps	40,3%	242bps
LNST & lãi vay/Doanh thu	16,8%	10,7%	605bps	16,4%	39bps
TS lợi nhuận ròng	15,0%	16,7%	-164bps	12,1%	291bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
Số ngày tồn kho	72	61	11 ngày	82	-9 ngày
Số ngày phải thu	27	25	2 ngày	29	-1 ngày
Số ngày phải trả	43	37	6 ngày	47	-4 ngày
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	28,3%	27,4%		27,1%	

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

tỷ đồng

KQ HKKD	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	61.783	63.646	68.615	72.994
Giá vốn	36.192	37.436	40.299	42.959
Lãi gộp	25.590	26.209	28.316	30.035
Chi phí bán hàng	-13.358	-13.642	-15.133	-15.990
Chi phí quản lý	-1.828	-1.904	-2.033	-2.184
Thu nhập từ HĐTC	1.586	1.497	1.720	1.788
Chi phí tài chính	-428	-350	-429	-423
Lợi nhuận khác	6	-10	-10	-10
LN từ công ty liên kết	32	-151	200	200
Lợi nhuận trước thuế	11.600	11.650	12.686	13.393
Thuế TNDN	-2.147	-2.236	-2.397	-2.533
Lợi ích cổ đông thiểu số	61	3	5	8
Lợi nhuận sau thuế	9.392	9.410	10.283	10.851
LNTT & lãi vay	10.405	10.664	11.149	11.862

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	2,3	3,0	7,8	6,4
EBIT	6,6	3,7	4,6	6,4
Lợi nhuận sau thuế	5,8	0,2	9,3	5,5
Tổng tài sản	4,5	-3,2	1,0	1,7
Vốn chủ sở hữu	3,3	-4,7	2,4	2,5
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp / Doanh thu	41,4	41,2	41,3	41,1
EBIT/ Doanh thu	16,8	16,8	16,2	16,3
LNST/ Doanh thu	15,2	14,8	15,0	14,9
ROA	17,1	17,7	19,1	19,8
ROE	26,0	27,3	29,1	30,0

Hiệu quả hoạt động				
Số ngày phải thu	37	35	33	32
Số ngày tồn kho	57	67	71	71
Số ngày phải trả	39	38	39	39

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

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

tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tiền	2.226	1.795	1.795	1.795
Đầu tư tài chính ngắn hạn	23.260	21.355	21.355	22.355
Các khoản phải thu	6.234	6.028	6.263	6.405
Tồn kho	5.687	6.839	7.839	8.356
Tài sản ngắn hạn khác	147	244	264	280
Tài sản cố định hữu hình	13.114	12.991	12.449	11.592
Tài sản cố định vô hình	1.030	1.031	950	901
Đầu tư tài chính dài hạn	1.373	957	850	850
Tài sản dài hạn khác	1.978	2.073	2.058	2.190
TỔNG TÀI SẢN	55.049	53.312	53.823	54.724
Tiền hàng phải trả & ứng trước	3.874	3.923	4.314	4.598
Vay và nợ ngắn hạn	9.115	9.394	8.686	8.426
Vay và nợ dài hạn	158	63	63	63
Khoản phải trả khác	5.727	5.449	5.449	5.449
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	680	953	953	953
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	18.875	18.829	18.512	18.537
Vốn đầu tư của CSH	20.400	20.153	20.153	20.153
Cổ phiếu quỹ	499	747	747	747
Lợi nhuận giữ lại	3.471	8.523	9.345	10.213
Khoản thu nhập khác	829	1.185	1.185	1.185
Quỹ đầu tư phát triển	7.079	79	79	79
TỔNG VỐN	36.174	34.483	35.311	36.187
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.896	3.798	3.803	3.811

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
EPS (đồng/cp)	4.494	4.503	4.920	5.192
P/E (x)	13,1	13,6	11,8	11,2
BV (đồng/cp)	17.309	16.499	16.896	17.315
P/B (x)	3,4	3,7	3,4	3,4
DPS (đồng/cp)	3.850	4.850	4.350	4.350
Tỷ suất cổ tức (%)	6,5	8,3	7,1	7,5

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	66.500	100%	66.500
Giá mục tiêu (đồng/cp)			66.500

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 6-2026	66.500	MUA	Dài hạn
Tháng 3-2026	68.400	MUA	Dài hạn
Tháng 1-2026	68.400	TÍCH LŨY	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KQKD

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

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

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

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

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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

CHI NHÁNH NHA TRANG

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

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

CHI NHÁNH CẦN THƠ

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

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

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

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

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

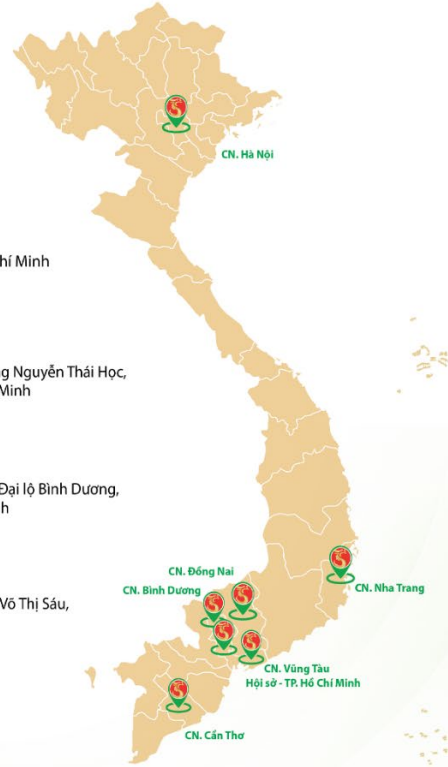
Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

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

T (+84) 25 1777 2006



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

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2026.**