Ngành Hàng tiêu dùng thiết yếu cốt lõi: Đà phục hồi ở mức vừa phải

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

- Trong Q1/2026, ngành hàng tiêu dùng nhanh tại Việt Nam ghi nhận doanh thu tăng 4,3% so với cùng kỳ, hơi cao hơn mức tăng 3,9% trong năm 2025 và tiếp nối xu hướng phục hồi dần từ năm 2023.
- Bốn công ty sản xuất hàng tiêu dùng thiết yếu cốt lõi trong danh sách khuyến nghị của HSC ghi nhận KQKD Q1/2026 khả quan với tổng lợi nhuận thuần tăng 33% so với cùng kỳ nhờ nhu cầu tiêu dùng cải thiện nhẹ cùng với việc tăng giá ở một số ngành hàng chủ chốt. Chúng tôi kỳ vọng ngành sẽ tiếp tục phục hồi dần trong giai đoạn dự báo; dự báo mới của chúng tôi cho thấy tổng lợi nhuận tăng trưởng 11% trong năm 2026 sau đó giảm nhẹ xuống 8-9% trong các năm 2027-2028.
- SAB (Mua vào) là lựa chọn hàng đầu của HSC nhờ nền tảng cơ bản vững chắc cùng với lợi suất cổ tức hấp dẫn khoảng 10%.

Ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG): Đà tăng trưởng tiếp diễn nhờ giá bán bình quân tăng và sản lượng cải thiện nhẹ

Theo dữ liệu từ Nielsen IQ, doanh thu ngành FMCG tại Việt Nam trong Q1/2026 tăng 4,3% so với cùng kỳ, tăng tốc nhẹ so với mức tăng trưởng 3,9% của năm 2025 và tiếp tục xu hướng phục hồi kể từ năm 2023. Trong bối cảnh đó, bốn doanh nghiệp hàng tiêu dùng thiết yếu trong danh sách khuyến nghị của HSC ghi nhận KQKD Q1/2026 tích cực, với tổng doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng lần lượt 19% và 33% so với cùng kỳ nhờ giá bán bình quân tăng ở nhiều ngành hàng cùng với sản lượng tiêu thụ cải thiện nhẹ (trong một số trường hợp là nhờ mức nền thấp).

Kỳ vọng đà phục hồi vừa phải sẽ tiếp diễn trong giai đoạn 2026-2028

HSC kỳ vọng môi trường bán lẻ tại Việt Nam sẽ tiếp tục thuận lợi. Nhóm phân tích vĩ mô của HSC dự báo tổng mức bán lẻ danh nghĩa sẽ tăng trưởng 11% trong năm 2026. Sau khi điều chỉnh theo lạm phát kỳ vọng, tăng trưởng bán lẻ thực tế được dự báo đạt 6%, tương đối tương đồng với năm 2025 và cho thấy nhu cầu tiêu dùng sẽ tiếp tục phục hồi dần.

Nhờ đó, HSC dự báo tổng lợi nhuận của bốn doanh nghiệp hàng tiêu dùng thiết yếu trong danh sách khuyến nghị sẽ tăng trưởng 11% trong năm 2026 và tăng 8-9% trong các năm 2027-2028 – dẫn dắt bởi MCH, tiếp theo là SAB, trong khi VNM được kỳ vọng phục hồi ở mức vừa phải hơn. Đáng chú ý, chúng tôi kỳ vọng tác động từ giá dầu tăng sẽ ở mức hạn chế, do nhu cầu FMCG nhiều khả năng vẫn duy trì ổn định và các doanh nghiệp có thể chuyển một phần chi phí tăng thêm sang người tiêu dùng, qua đó hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận.

SAB là lựa chọn hàng đầu nhờ lợi suất cổ tức cao (khoảng 10%)

HSC nhìn chung duy trì quan điểm tích cực đối với các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị ở mặt bằng giá hiện tại và tăng bình quân 3% giá mục tiêu, nhờ tăng dự báo (sau KQKD Q1/2026 cùng các xu hướng cơ bản tích cực) và áp dụng các giả định định giá mới. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với SAB – lựa chọn hàng đầu – đồng thời tăng 3% giá mục tiêu lên 61.500đ, tương đương tiềm năng tăng giá 28%; quan điểm tích cực của chúng tôi được hỗ trợ nhờ lợi suất cổ tức trên 10% của SAB. Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VNM với giá mục tiêu không đổi là 70.600đ (tiềm năng tăng giá gần 20%) và duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với QNS với giá mục tiêu mới là 50.200đ (tăng 5%). Trong khi đó, HSC nâng khuyến nghị đối với MCH lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng) với giá mục tiêu mới là 133.200đ (tăng 2% từ mức 130.000đ).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/5.

	Giá	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
Mã CK	(đồng)	Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)	tăng/giảm (%)	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
MCH	131,000	Nắm giữ	Giảm tỷ trọng	133,200	2.46	1.68	22.3	20.2	19.4	17.5	3.82	3.82
QNS	48,700	Nắm giữ	-	50,200	5.24	3.08	7.71	6.80	7.04	6.24	8.21	8.21
SAB	48,000	Mua vào	-	61,500	2.50	28.1	12.6	11.9	10.7	9.78	10.4	10.4
VNM	59,000	Tăng tỷ trọng	-	70,600	-	19.7	13.4	12.6	9.28	8.58	7.37	7.37

Giá cổ phiếu tại ngày 21/5/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mục lục

Đà phục hồi vừa phải được kỳ vọng tiếp diễn; SAB là lựa chọn hàng đầu 3

Ngành hàng tiêu dùng nhanh: Đà tăng trưởng tiếp diễn nhờ tăng giá bán 3

Triển vọng: Đà phục hồi vừa phải sẽ tiếp diễn trong giai đoạn 2026-2028 5

Định giá và khuyến nghị: Mua vào đối với SAB nhờ lợi suất cổ tức cao 6

Báo cáo thành phần

Tổng CTCP Bia - Rượu - NGK Sài Gòn (SAB) 9

CTCP Sữa Việt Nam (VNM) 16

CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS) 25

CTCP Hàng tiêu dùng Masan (MCH) 32

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Đà phục hồi vừa phải được kỳ vọng tiếp diễn; SAB là lựa chọn hàng đầu

Doanh thu ngành FMCG tại Việt Nam trong Q1/2026 tăng 4,3% so với cùng kỳ, tăng tốc nhẹ so với mức tăng trưởng 3,9% của năm 2025 và tiếp tục xu hướng phục hồi kể từ năm 2023. Trong bối cảnh đó, bốn doanh nghiệp hàng tiêu dùng thiết yếu cốt lõi trong danh sách khuyến nghị của HSC ghi nhận KQKD Q1/2026 tích cực với tổng doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng lần lượt 19% và 33% so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi việc tăng giá bán ở một số ngành hàng chủ chốt và nhu cầu tiêu dùng cải thiện nhẹ như kỳ vọng. Trong thời gian tới, HSC kỳ vọng ngành sẽ tiếp tục phục hồi ở mức vừa phải, với tổng lợi nhuận của các doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị dự báo tăng trưởng 11% trong năm 2026, tiếp theo là 8% trong năm 2027 và 9% trong năm 2028. SAB là lựa chọn hàng đầu của HSC nhờ nền tảng cơ bản vững chắc cùng lợi suất cổ tức hấp dẫn khoảng 10%.

Ngành hàng tiêu dùng nhanh: Đà tăng trưởng tiếp diễn nhờ tăng giá bán

Theo dữ liệu từ Nielsen IQ, doanh thu ngành FMCG tại Việt Nam trong Q1/2026 tăng 4,3% so với cùng kỳ, tăng tốc nhẹ so với mức tăng trưởng 3,9% của năm 2025 và tiếp nối xu hướng phục hồi kể từ năm 2023. Dù vẫn thấp hơn mức tăng đột biến trong năm 2022 do nhu cầu bị dồn nén sau giai đoạn giãn cách vì COVID-19 nhưng kết quả mới nhất cho thấy đà tăng trưởng vẫn được duy trì. KQKD tích cực trong Q1/2026 cũng cho thấy sức chống chịu tốt của ngành bất chấp mức nền tương đối cao và những bất định vĩ mô vẫn hiện hữu.

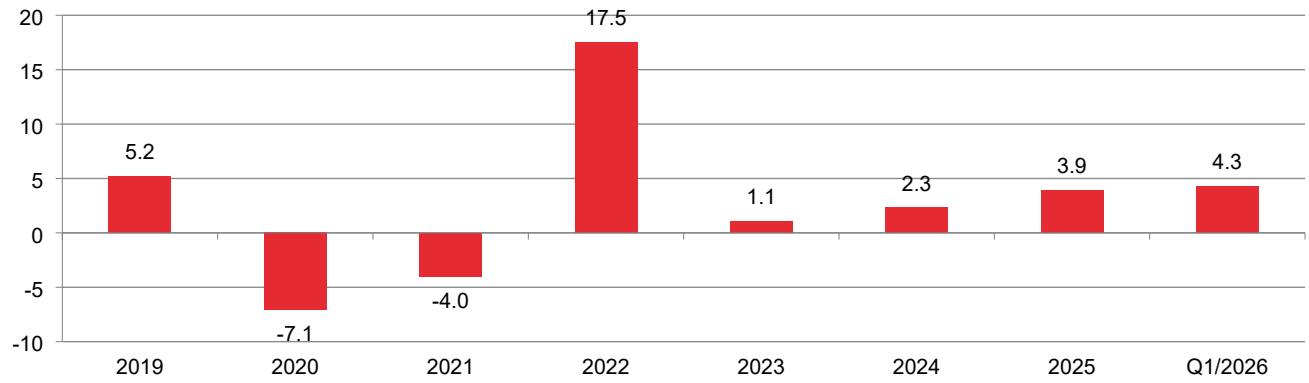
Các doanh nghiệp hàng tiêu dùng thiết yếu niêm yết ghi nhận KQKD Q1/2026 tích cực

Bốn doanh nghiệp hàng tiêu dùng thiết yếu cốt lõi trong danh sách khuyến nghị của HSC ghi nhận KQKD Q1/2026 khả quan, với tổng doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng lần lượt 18,7% và 33,3% so với cùng kỳ.

Tăng trưởng doanh thu diễn ra trên diện rộng ở mọi doanh nghiệp, dẫn đầu là VNM (tăng 24,8% so với cùng kỳ) và QNS (tăng 21,8%), trong khi SAB và MCH ghi nhận mức tăng chậm hơn nhưng vẫn tích cực, lần lượt đạt 11,1% và 13,1%. Tăng trưởng lợi nhuận còn tích cực hơn, chủ yếu được dẫn dắt bởi VNM (tăng mạnh 54,8% so với cùng kỳ) và SAB (tăng 49,4%), phản ánh tỷ suất lợi nhuận cải thiện (đồng thời được hỗ trợ nhờ mức nền thấp). MCH duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận tích cực 12,1% so với cùng kỳ còn QNS ghi nhận lợi nhuận đi ngang dù doanh thu tăng mạnh do giá bán đường ở mức thấp.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng doanh thu ngành Hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), Việt Nam

Doanh thu tăng 4,3% so với cùng kỳ trong Q1/2026



Source: NIQ

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 2: Doanh thu thuần, các công ty ngành Tiêu dùng thiết yếu trong phạm vi phân tích của HSC

Tổng doanh thu thuần tăng 19% so với cùng kỳ

Doanh thu thuần	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ
VNM	12,935	16,149	24.8%
SAB	5,811	6,457	11.1%
MCH	7,489	8,472	13.1%
QNS	2,269	2,763	21.8%
Tổng	**28,504**	**33,841**	**18.7%**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 3: Lợi nhuận thuần, các công ty ngành Tiêu dùng thiết yếu trong phạm vi phân tích của HSC

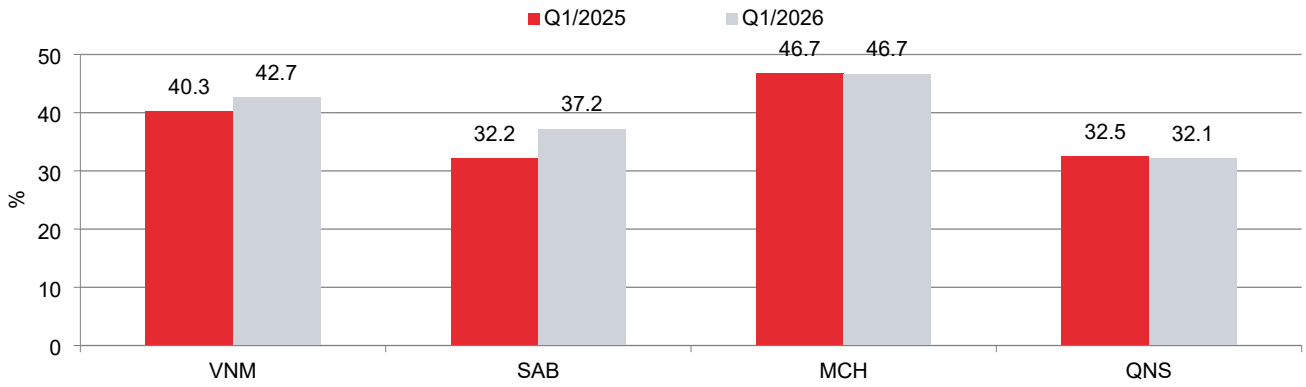
Tổng lợi nhuận thuần tăng 33% so với cùng kỳ

Lợi nhuận thuần	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ
VNM	1,568	2,429	54.8%
SAB	793	1,185	49.4%
MCH	1,586	1,778	12.1%
QNS	392	391	0.0%
Tổng	**4,339**	**5,783**	**33.3%**

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 4: Tỷ suất lợi nhuận gộp, các công ty ngành Tiêu dùng thiết yếu trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ suất lợi nhuận gộp của phần lớn các công ty tăng trong Q1/2026



Nguồn: HSC ước tính

Các động lực tăng trưởng chính trong kỳ bao gồm (1) tái cơ cấu hệ thống phân phối và (2) tăng giá bán. Nhờ giá bán bình quân tăng và sản lượng sản xuất cải thiện, phần lớn doanh nghiệp ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện bất chấp chi phí đầu vào vẫn ở mức cao.

Tái cơ cấu hệ thống phân phối

Một số doanh nghiệp gần đây đã triển khai các chương trình tái cơ cấu hệ thống phân phối quy mô lớn. Tại MCH, mô hình Retail Supreme được triển khai toàn diện trong Q2-Q3/2025 đã thay thế hệ thống phân phối cũ tồn tại suốt 20 năm vốn phụ thuộc nhiều vào các nhà bán sỉ khiến độ phủ trực tiếp đến cửa hàng còn hạn chế. Mô hình mới dựa trên địa bàn và ứng dụng công nghệ cho phép đội ngũ bán hàng quản lý toàn bộ ngành hàng trong một khu vực và làm việc trực tiếp với các nhà bán lẻ, qua đó cải thiện độ phủ, hiệu quả triển khai tại điểm bán và tốc độ đưa sản phẩm ra thị trường. Tính đến Q1/2026, số lượng điểm bán đang hoạt động đã tăng hơn gấp đôi đạt 500 nghìn cửa hàng từ mức 230 nghìn cửa hàng trước khi triển khai, trong khi thời gian triển khai sản phẩm được rút ngắn xuống còn hai tuần tại 70 nghìn cửa hàng; Công ty dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng mạng lưới điểm bán trong năm 2026.

Tại Vinamilk, Công ty đã bắt đầu cải tổ mạnh kênh bán hàng truyền thống với hệ thống phần mềm bán hàng mới được đưa vào vận hành trong năm 2024 nhằm nâng cao hiệu quả theo dõi doanh thu và dự báo bán hàng. Trong Q1/2025, VNM đã thay thế các nhà phân phối hoạt động kém hiệu quả, tái cơ cấu đội ngũ bán hàng và tuyển dụng nhân sự trẻ, am hiểu công nghệ hơn. Quá trình chuyển đổi đã dần mang lại kết quả tích cực với doanh thu trong nước tăng 4% so với cùng kỳ trong Q3/2025, 11% trong Q4/2025 và 21% trong Q1/2026, sau khi giảm 13% trong Q1/2025. Trong Q1/2026, tất cả các kênh phân phối, bao gồm kênh phân phối truyền thống, kênh bán hàng hiện đại và chuỗi cửa hàng Vinamilk, đều ghi nhận tăng trưởng hai chữ số.

Giá bán bình quân tăng so với cùng kỳ

Tăng trưởng được hỗ trợ một phần nhờ giá bán bình quân tăng đáng kể ở nhiều ngành hàng, qua đó bù đắp cho mức tăng sản lượng còn khiêm tốn và hỗ trợ tăng trưởng giá trị toàn thị trường. Cụ thể:

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- SAB: Theo ước tính của HSC, trong mức tăng 20% doanh thu gộp của Q1/2026, sản lượng bia tăng 10% trong khi giá bán bình quân tăng 10%, nhờ cơ cấu sản phẩm cải thiện và đợt tăng giá vào tháng 7/2025.
- VNM: HSC ước tính giá bán bình quân tăng 4% trong Q1/2026, nhờ tăng giá bán 2,3% và tỷ trọng đóng góp cao hơn từ các sản phẩm cao cấp có tỷ suất lợi nhuận cao.
- MCH: Từ đầu năm đến nay, Công ty đã tăng giá bán thêm 3-4%, 7-8% hoặc 10-12%, tùy theo từng ngành hàng.
- QNS: Trong Q1/2026, doanh thu sữa đậu nành tăng 20% so với cùng kỳ, nhờ sản lượng tăng 11% và giá bán bình quân tăng 9% nhờ cơ cấu sản phẩm cải thiện.

Mức nền thấp cũng hỗ trợ KQKD của SAB và VNM

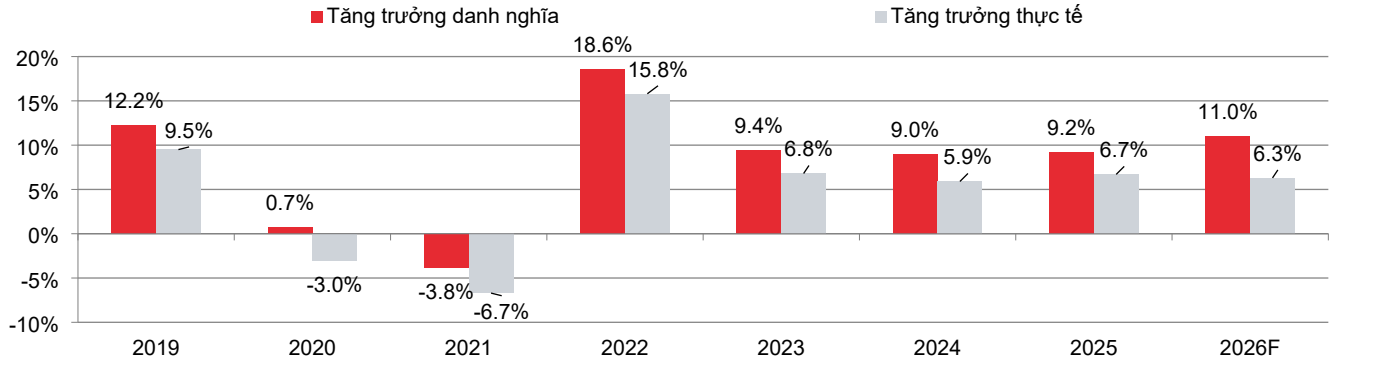
Đối với SAB, kỳ nghỉ Tết diễn ra vào nửa cuối tháng 2, muộn hơn thường lệ, khiến phần lớn doanh thu liên quan đến Tết được ghi nhận trong Q1/2026 thay vì Q4/2025. Điều này phần nào lý giải mức tăng mạnh 10% của sản lượng tiêu thụ trong Q1/2026. Trong khi đó, tại Vinamilk, Q1/2025 tạo mức nền thấp khi doanh thu trong nước giảm 13% so với cùng kỳ do quá trình tái cơ cấu của Công ty, bao gồm thay đổi đáng kể về đội ngũ bán hàng và mạng lưới các nhà phân phối truyền thống sau khi triển khai chính sách bán hàng và hệ thống CNTT mới.

Triển vọng: Đà phục hồi vừa phải sẽ tiếp diễn trong giai đoạn 2026-2028

Nhóm phân tích vĩ mô của HSC dự báo tổng mức bán lẻ danh nghĩa của Việt Nam sẽ tăng trưởng 11% trong năm 2026, cao hơn mức 9,2% của năm 2025. Tuy nhiên, sau khi áp dụng giả định CPI mới (được điều chỉnh tăng lên 4,7%), tăng trưởng bán lẻ thực tế được dự báo đạt 6%, tương đối sát với mức 5,7% của năm 2025. Điều này cho thấy đà phục hồi ổn định trong năm 2025 nhiều khả năng sẽ tiếp diễn trong năm 2026, dù sức mua của người tiêu dùng chỉ cải thiện nhẹ trong bối cảnh áp lực lạm phát vẫn kéo dài.

Biểu đồ 5: Tăng trưởng doanh số bán lẻ hàng năm, Việt Nam

Chúng tôi ước tính tăng trưởng thực tế đạt 6,3% trong năm 2026



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Dự báo lợi nhuận thuần mới, các công ty ngành Tiêu dùng thiết yếu trong phạm vi phân tích của HSC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 11%/8%/9% trong giai đoạn 2026-2028

Tỷ đồng	2025	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng	2028F	Tăng trưởng
VNM	9,410	10,314	9.6%	10,918	5.9%	11,668	6.9%
SAB	4,424	4,968	12.3%	5,294	6.6%	5,520	4.3%
MCH	6,667	7,615	14.2%	8,408	10.4%	9,538	13.4%
QNS	1,916	1,990	3.8%	2,259	13.5%	2,492	10.3%
Tổng	**22,417**	**24,887**	**11.0%**	**26,879**	**8.0%**	**29,218**	**8.7%**

Nguồn: HSC ước tính

Trong bối cảnh này, HSC dự kiến ngành sẽ phục hồi ở mức vừa phải, với tổng lợi nhuận của bốn doanh nghiệp hàng tiêu dùng thiết yếu lớn dự báo tăng trưởng 11%

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

trong năm 2026, 8% trong năm 2027 và 9% trong năm 2028. MCH được kỳ vọng tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, trong khi VNM và SAB nhiều khả năng sẽ ghi nhận đà phục hồi lợi nhuận ở mức vừa phải hơn.

Trong dự báo của HSC, giá dầu tăng dự kiến sẽ không tác động đáng kể đến ngành do các sản phẩm FMCG là hàng tiêu dùng thiết yếu và có nhu cầu tương đối ổn định. Ngoài ra, phần lớn doanh nghiệp FMCG có thể chuyển một phần chi phí tăng thêm sang người tiêu dùng, qua đó giúp duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức tương đối ổn định.

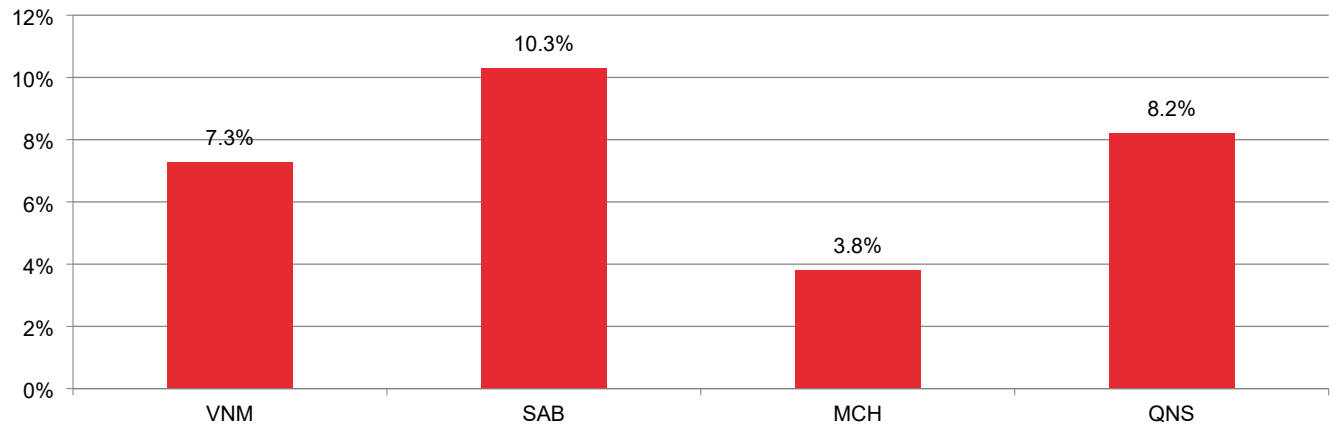
Định giá và khuyến nghị: Mua vào đối với SAB nhờ lợi suất cổ tức cao

HSC nhìn chung duy trì quan điểm tích cực đối với các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị ở mặt bằng giá hiện tại và tăng bình quân 3% giá mục tiêu, nhờ tăng dự báo (sau KQKD Q1/2026 cùng các xu hướng cơ bản tích cực) và áp dụng các giả định định giá mới.

Trong số bốn doanh nghiệp hàng tiêu dùng thiết yếu cốt lõi trong danh sách khuyến nghị, SAB (Mua vào) là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ nền tảng cơ bản vững chắc và định giá hấp dẫn (đặc biệt là lợi suất cổ tức cao, ước tính trên 10%). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VNM và khuyến nghị Nắm giữ đối với QNS; đồng thời nâng khuyến nghị đối với MCH lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng).

Biểu đồ 7: Dự báo lợi suất cổ tức năm 2026, các công ty ngành Tiêu dùng thiết yếu trong phạm vi phân tích của HSC

SAB được kỳ vọng sẽ có lợi suất cổ tức cao nhất



Nguồn: HSC ước tính

SAB: Đà phục hồi của ngành trong Q1/2026 là tín hiệu tích cực, nhiều khả năng sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận; duy trì khuyến nghị Mua vào

KQKD Q1/2026 của SAB ghi nhận lợi nhuận thuần tăng mạnh 49% so với cùng kỳ đạt 1.185 tỷ đồng, vượt 25% dự báo Q1 của HSC (và bằng 23% dự báo cho cả năm 2026 của chúng tôi trước điều chỉnh), nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện mạnh hơn kỳ vọng. Doanh thu gộp tăng 20% so với cùng kỳ đạt 10.020 tỷ đồng, được hỗ trợ nhờ nhu cầu dịp Tết tích cực và kỳ nghỉ Tết đến muộn, với sản lượng bia và giá bán bình quân ước tính đều tăng khoảng 10%. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện mạnh đạt mức 37,2%, nhờ sản lượng tăng, đợt tăng giá vào tháng 7/2025, cơ cấu sản phẩm hiệu quả hơn và chi phí đầu vào giảm, trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm đã giúp tỷ suất lợi nhuận thuần tăng thêm 4,7 điểm phần trăm đạt mức 18,3%.

HSC đánh giá nhu cầu bia tăng mạnh trong mùa Tết vừa qua là tín hiệu tích cực cho thấy ngành đang phục hồi, qua đó củng cố triển vọng khả quan hơn đối với SAB. Chúng tôi tăng 1-3% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 và tăng 3% giá mục tiêu lên 61.500đ (nhờ áp dụng các giả định định giá mới), đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1% trong 3 tháng qua, SAB đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,1 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

5/2023 ở mức 15,2 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 là 12,6 lần, thấp hơn 19% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực ở mức 15,7 lần. SAB cũng tiếp tục duy trì lợi suất cổ tức hấp dẫn ở mức 10,4%.

VNM: Đà phục hồi đang cải thiện rõ nét; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

VNM công bố KQKD Q1/2026 tăng mạnh và vượt dự báo nhờ doanh thu trong nước phục hồi sau tái cơ cấu (tăng 21% so với cùng kỳ) và doanh thu thị trường quốc tế tăng mạnh (tăng 39% so với cùng kỳ). Tính chung, doanh thu thuần tăng 25% so với cùng kỳ đạt 16,1 nghìn tỷ đồng, vượt 6% dự báo Q1 của HSC ở mức 15,2 nghìn tỷ đồng và bằng 24% dự báo cả năm 2026 trước kỳ công bố KQKD. Trong khi đó, lợi nhuận thuần tăng mạnh 55% so với cùng kỳ đạt 2.429 tỷ đồng, cao hơn khoảng 5% so với dự báo Q1 của HSC ở mức 2.311 tỷ đồng và cũng bằng 24% dự báo cả năm trước kỳ công bố KQKD.

HSC tăng dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 bình quân 5%, trong khi dự báo doanh thu thuần được điều chỉnh tăng nhẹ hơn, bình quân 3%. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 11.668 tỷ đồng (tăng trưởng 7%). Dự báo mới của HSC – hơi cao hơn bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần năm 2026 tăng trưởng 10% và tốc độ CAGR 3 năm đạt 7%.

Tăng trưởng được kỳ vọng chủ yếu đến từ doanh thu trong nước cải thiện sau quá trình tái cơ cấu của VNM về thương hiệu, hiệu quả vận hành và hệ thống phân phối, qua đó giúp ổn định kênh phân phối truyền thống, tiếp tục mở rộng kênh bán hàng hiện đại và đẩy nhanh mở rộng chuỗi cửa hàng Vinamilk. Về dài hạn, tăng trưởng được kỳ vọng sẽ tiếp tục được hỗ trợ nhờ sức mua người tiêu dùng cải thiện và tỷ trọng đóng góp gia tăng từ các phân khúc tăng trưởng cao như dinh dưỡng người lớn, sản phẩm cao cấp, sản phẩm cao đạm và sữa thực vật.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% trong 3 tháng qua và kém hơn VN Index 16%, VNM đang giao dịch ở định giá hấp dẫn, cụ thể: (1) P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 14,5 lần; (2) P/E dự phóng năm 2026 là 13,4 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực ở mức 15,8 lần; và (3) lợi suất cổ tức đạt 7,4%. HSC duy trì giá mục tiêu đối với VNM ở mức 70.600đ, tương đương tiềm năng tăng giá 19,7%, đồng thời giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

QNS: Tăng 5% giá mục tiêu nhờ điều chỉnh giả định định giá; duy trì khuyến nghị Nắm giữ

KQKD Q1/2026 của QNS hơi cao hơn dự báo của HSC, với doanh thu tăng mạnh ở các mảng kinh doanh nhưng bị bù trừ một phần bởi lợi nhuận mảng đường kém tích cực do giá bán thấp. Chúng tôi tiếp tục dự kiến giá đường sẽ duy trì gần vùng đáy của chu kỳ trong suốt năm 2026, trong khi chi phí logistics tăng sẽ gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận mảng sữa đậu nành từ Q2 trở đi. Theo đó, HSC gần như giữ nguyên dự báo giai đoạn 2026-2028, chỉ điều chỉnh giảm nhẹ 1-3%; theo đó lợi nhuận thuần tăng trưởng 4% trong năm 2026, 14% trong năm 2027 và 10% trong năm 2028. Mặc dù tăng 5% giá mục tiêu lên 50.200đ, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Nắm giữ với tiềm năng tăng giá 3%.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua, QNS đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,7 lần, cao hơn 1 độ lệch chuẩn (hay 13%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 6,6 lần. Tuy nhiên, QNS có P/E dự phóng năm 2026 là 7,7 lần, vẫn thấp hơn đáng kể so với bình quân ba doanh nghiệp niêm yết cùng ngành tại Việt Nam ở mức 16,4 lần.

MCH: Định giá trở nên hợp lý hơn; nâng khuyến nghị lên Nắm giữ

KQKD của MCH cải thiện trong Q1/2026, phản ánh sự hiệu quả đến từ mô hình Retail Supreme. Trước áp lực chi phí đầu vào tăng, MCH đã tăng giá bán thêm 3-4%, 7-8% hoặc 10-12%, tùy theo từng ngành hàng. Nhờ đó, tỷ suất lợi nhuận gộp nhiều khả năng sẽ duy trì trên 45% trong các quý tới. HSC gần như giữ nguyên dự báo với lợi nhuận thuần tăng trưởng 14% trong năm 2026, 10% trong năm 2027 và 14% trong năm 2028.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua, MCH đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 21,7 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn (tương đương 10%) so với bình quân từ năm 2024 ở mức 19,7 lần. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2026 của

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

MCH là 22,3 lần, cao hơn 84% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước ở mức 12,1 lần và cao hơn 14% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực ở mức 19,6 lần – dù HSC lưu ý rằng mức định giá cao hơn bình quân ngành của MCH không phải là điều bất thường. Chúng tôi tăng nhẹ 2,5% giá mục tiêu lên 133.200đ do chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027. HSC nâng khuyến nghị đối với cổ phiếu lên Nắm giữ.

Bảng 8: Diễn biến giá cổ phiếu, các công ty ngành Tiêu dùng thiết yếu trong phạm vi phân tích của HSC

Tính bình quân, giá cổ phiếu đã giảm 6,2% trong 3 tháng qua và giảm 5,6% so với đầu năm

	1 tháng qua	3 tháng qua	So với đầu năm	1 năm qua
VNM	-4.2%	-15.1%	-5.1%	11.5%
SAB	6.3%	-1.0%	4.1%	7.3%
MCH	-6.5%	-12.1%	-27.2%	26.3%
QNS	9.2%	3.5%	6.1%	14.5%
Bình quân (giản đơn)	**1.2%**	**-6.2%**	**-5.6%**	**14.9%**
VNI	3.5%	4.0%	43.1%	43.4%

Nguồn: HSC

Bảng 9: So sánh, các công ty ngành Tiêu dùng thiết yếu trong phạm vi phân tích của HSC

Cổ phiếu	Vốn hóa (triệu USD)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng/ giảm	P/E 2026	P/E 2027	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/E dự phóng bình quân*	Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân*	Lợi suất cổ tức năm 2026	CAGR 3 năm của lợi nhuận thuần
VNM	4,679	Tăng tỷ trọng	70,600	19.7%	23.4	12.6	13.4	14.5	1.1	7.4	7.4
SAB	2,336	Mua vào	61,500	28.1%	12.6	11.9	12.1	15.2	1.2	10.4	7.7
MCH	6,434	Nắm giữ	133,200	1.7%	22.3	20.2	21.7	19.7	0.4	3.8	12.7
QNS	577	Nắm giữ	50,200	3.1%	7.7	6.8	7.4	6.6	1.0	8.2	9.0
Bình quân (giản đơn)	**3,507**			**13.1%**	**16.5**	**12.9**	**13.7**	**14.0**	**0.9**	**7.5**	**9.2**

*Ghi chú: *Dựa trên dữ liệu 3 năm qua của SAB và VNM, dữ liệu từ đầu năm 2021 của QNS và dữ liệu từ đầu năm 2024 đối với MCC.*
Nguồn: HSC ước tính

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

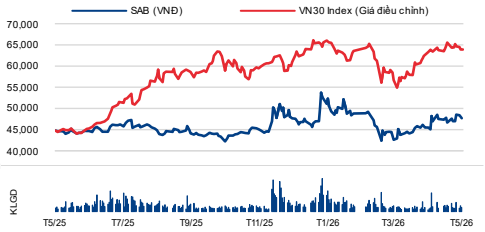
Tổng CTCP Bia - Rượu - NGK Sài Gòn (SAB - HSX)

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ61,500 *(từ 60,000)*
Tiềm năng tăng/giảm: 28.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/5/2026)	48,000
Mã Bloomberg	SAB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,200-53,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	48,150
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	61,563
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,336
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,283
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,283
Slg CP NN được mua (tr.đv)	532
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	58.5%
Tỷ lệ freefloat	10.4%
Cổ đông lớn	Vietnam Beverage (53.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	6.31	(1.03)	7.26
So với chỉ số	5.24	(1.46)	(24.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,796	3,555	6.8
2027F	4,045	3,582	12.9
2028F	4,218	3,528	19.5

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Sabeco là một trong hai doanh nghiệp bia lớn nhất Việt Nam. Ngoài bia, công ty còn sản xuất nước giải khát, rượu, cồn và các sản phẩm khác.

Chuyên viên phân tích

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Triển vọng năm 2026 cải thiện hơn; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC tăng 3% giá mục tiêu của SAB lên 61.500đ do tăng dự báo lợi nhuận và áp dụng các giả định định giá mới. Với tiềm năng tăng giá 28% tại giá mục tiêu mới, HSC duy trì khuyến nghị Mua vào.
- Nhờ các tín hiệu phục hồi ghi nhận trong dịp Tết, HSC nâng lần lượt 1% và 3% dự báo sản lượng tiêu thụ toàn ngành cũng như dự báo lợi nhuận của SAB cho các năm 2026-2027, theo đó lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 12% và 7%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 1% trong 3 tháng qua, SAB đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,1 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 15,2 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 là 12,6 lần, thấp hơn 20% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực ở mức 15,7 lần.

Sự kiện: Cập nhật triển vọng sau KQKD Q1/2026

Trong Q1/2026, SAB ghi nhận doanh thu thuần tăng 11% so với cùng kỳ đạt 6.457 tỷ đồng, sát với dự báo, trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 49% so với cùng kỳ đạt 1.185 tỷ đồng, vượt 25% dự báo Q1 của HSC (và bằng 23% dự báo cho cả năm 2026 của chúng tôi trước kỳ công bố KQKD), nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện mạnh hơn kỳ vọng. Doanh thu gộp tăng 20% so với cùng kỳ đạt 10.020 tỷ đồng, được hỗ trợ nhờ nhu cầu dịp Tết tích cực và kỳ nghỉ Tết đến muộn, với sản lượng bia và giá bán bình quân ước tính đều tăng khoảng 10%. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện mạnh đạt mức 37,2%, nhờ sản lượng tăng, đợt tăng giá vào tháng 7/2025, cơ cấu sản phẩm hiệu quả hơn và chi phí đầu vào giảm, trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm đã giúp tỷ suất lợi nhuận thuần tăng thêm 4,7 điểm phần trăm đạt mức 18,3%.

Tác động: Tăng 1-3% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027

HSC gần như giữ nguyên dự báo năm 2026 với doanh thu thuần đạt 28,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9%) và lợi nhuận thuần đạt 5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%). Trong khi đó, chúng tôi tăng 3% dự báo doanh thu thuần năm 2027 lên 28,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3%) và tăng 3% dự báo lợi nhuận thuần lên 5,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 7%). HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với doanh thu thuần tăng trưởng 3% đạt 29,7 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng trưởng 4% đạt 5,5 nghìn tỷ đồng. Dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 của HSC – cao hơn 7-19% so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 8%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1% trong 3 tháng qua, SAB đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,1 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 15,2 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 là 12,6 lần, thấp hơn 20% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực ở mức 15,7 lần. SAB cũng tiếp tục duy trì lợi suất cổ tức hấp dẫn ở mức 10,4%.

HSC tăng 3% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 61.500đ mặc dù áp dụng giả định WACC cao hơn một chút ở mức 12% (do chi phí nợ vay tăng), nhưng đồng thời nâng giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn và lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026).

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 28% tại giá mục tiêu mới. HSC đánh giá nhu cầu bia tăng mạnh trong mùa Tết vừa qua là tín hiệu tích cực cho thấy ngành đang phục hồi, qua đó củng cố triển vọng khả quan hơn đối với SAB.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,986	5,025	5,707 ▼	6,229	6,563
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	4,330	4,467	4,968	5,294	5,520
EPS ĐC (đồng)	3,291	3,347	3,796	4,045	4,218
DPS (đồng)	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
BVPS (đồng)	18,153	16,493	15,211	14,165	13,283
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.8	11.9	10.7	9.78	9.21
P/E ĐC (lần)	14.6	14.3	12.6	11.9	11.4
Lợi suất cổ tức (%)	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
P/B (lần)	2.64	2.91	3.16	3.39	3.61
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.08	1.70	13.4	6.56	4.27
ROAE (%)	18.2	20.1	24.4	28.1	31.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Đà phục hồi của ngành trong Q1/2026 là tín hiệu tích cực, nhiều khả năng sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

SAB công bố KQKD Q1/2026 tích cực với lợi nhuận thuần vượt 25% dự báo của HSC nhờ doanh thu gộp tăng 20% (với sản lượng tiêu thụ cơ bản tăng 10%). Trong kỳ, tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện mạnh đạt mức 37,2% – nhờ hưởng lợi từ đợt tăng giá vào tháng 7/2025, cơ cấu sản phẩm cải thiện và chi phí đầu vào giảm – trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm đã giúp tỷ suất lợi nhuận thuần tăng thêm 4,7 điểm phần trăm đạt mức 18,3%. HSC đánh giá nhu cầu bia tăng mạnh trong mùa Tết vừa qua là tín hiệu phục hồi tích cực, dù còn ở mức vừa phải, cho thấy triển vọng khả quan hơn đối với SAB. Chúng tôi tăng 1-3% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 và tăng 3% giá mục tiêu lên 61.500đ (nhờ áp dụng các giả định định giá mới), đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào.

KQKD Q1/2026: Vượt dự báo nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện

KQKD Q1/2026 tích cực với doanh thu thuần đạt 6.457 tỷ đồng (tăng 11% so với cùng kỳ và bằng 23% dự báo cho cả năm 2026 của HSC trước kỳ công bố KQKD), trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 49% so với cùng kỳ đạt 1.185 tỷ đồng, vượt 25% dự báo Q1 của HSC ở mức 951 tỷ đồng và bằng 24% dự báo cả năm.

Doanh thu dịp Tết tích cực và kỳ nghỉ Tết đến muộn hỗ trợ tăng trưởng doanh thu

Doanh thu gộp (bao gồm doanh thu thuần cộng chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB)), sau khi loại bỏ ảnh hưởng sai lệch từ việc chi phí thuế TTĐB tăng sau khi hợp nhất CTCP Tập đoàn Bia Sài Gòn – Bình Tây (Sabibeco hay SBB) vào SAB từ tháng 1/2025, đạt 10.020 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ. Tăng trưởng được hỗ trợ nhờ nhu cầu tiêu dùng mạnh trong dịp Tết và kỳ nghỉ Tết đến muộn, khiến phần lớn doanh thu liên quan đến Tết được ghi nhận trong Q1/2026 thay vì Q4/2025 như thường lệ.

Theo ước tính của HSC, trong mức tăng 20% doanh thu gộp của Q1/2026, sản lượng bia tăng 10% trong khi giá bán bình quân cũng tăng 10%, nhờ cơ cấu sản phẩm cải thiện và đợt tăng giá vào tháng 7/2025.

Dù ghi nhận tăng trưởng mạnh nhưng SAB đã mất một phần thị phần vào tay Heineken - doanh nghiệp ghi nhận sản lượng tiêu thụ tăng khoảng 13-15%.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh

Được hỗ trợ nhờ sản lượng tăng, đợt tăng giá vào tháng 7/2025, cơ cấu sản phẩm hiệu quả hơn, chi phí malt giảm (giảm 30% so với cùng kỳ) và chi phí gạo giảm, cũng như được hỗ trợ nhờ chiến lược phòng hộ giá hiệu quả, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên mức 37,2% trong Q1/2026, từ mức 32,2% trong Q1/2025 và gần như đi ngang so với mức 37,9% trong Q4/2025.

Chi phí quảng cáo & khuyến mãi tăng vừa phải 11% so với cùng kỳ lên 447 tỷ đồng, chiếm khoảng một nửa chi phí bán hàng. Tỷ lệ chi phí quảng cáo & khuyến mãi/doanh thu gộp tiếp tục giảm xuống còn 4,5%, nối dài xu hướng giảm trước đó. Trong khi đó, các biện pháp tiết giảm chi phí đã giúp chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 5% xuống 236 tỷ đồng.

Nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện và tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm, tỷ suất lợi nhuận thuần tăng thêm 4,7 điểm phần trăm đạt mức 18,3%.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 10: KQKD hợp nhất Q1/2026, SAB

Tỷ đồng	Q1/25	Q4/25	Q1/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	Q1/26F	Thực tế / 2026 HSCF	2026 HSCF (cũ)	% HSCF (cũ)
Doanh thu thuần	**5,811**	**6,837**	**6,457**	**11%**	**-6%**	**6,548**	**99%**	**27,955**	**23%**
Doanh thu gộp (doanh thu thuần + thuế tiêu thụ đặc biệt)	**8,320**	**9,848**	**10,020**	**20%**	**2%**			**39,161**	**26%**
Lợi nhuận gộp	1,872	2,594	2,405	28%	-7%			10,343	23%
Chi phí BH&QL	(1,046)	(1,590)	(1,136)	9%	-29%			(5,196)	22%
LNTT	1,022	1,372	1,548	51%	13%			6,201	25%
Lợi nhuận thuần	**793**	**1,062**	**1,185**	**49%**	**12%**	**951**	**125%**	**4,922**	**24%**
Tỷ suất lợi nhuận gộp	*32.2%*	*37.9%*	*37.2%*					*37.0%*	
Chi phí BH&QL / doanh thu	*-18.0%*	*-23.3%*	*-17.6%*					*-18.6%*	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	*13.6%*	*15.5%*	*18.3%*			*14.5%*		*17.6%*	

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo mới: Tăng 1-3% dự báo các năm 2026-2027

HSC gần như giữ nguyên dự báo năm 2026 với doanh thu thuần đạt 28.091 tỷ đồng (tăng trưởng 8%) và lợi nhuận thuần đạt 4.968 tỷ đồng (tăng trưởng 13%). Đối với năm 2027, chúng tôi tăng 4% dự báo doanh thu thuần lên 28.929 tỷ đồng (tăng trưởng 3%) và tăng 4% dự báo lợi nhuận thuần lên 5.294 tỷ đồng (tăng trưởng 7%). HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với doanh thu thuần tăng trưởng 3% đạt 29.702 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng trưởng 4% đạt 5.520 tỷ đồng. Theo dự báo mới này, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 8%.

Các thay đổi chính trong giả định của chúng tôi như sau:

- **HSC tăng nhẹ dự báo sản lượng tiêu thụ toàn ngành, theo đó sản lượng dự kiến tăng trưởng ở mức một chữ số thấp đến trung bình**. Dựa trên KQKD tích cực của các doanh nghiệp bia lớn và sản lượng sản xuất toàn ngành tăng 15,1% so với cùng kỳ trong Q1/2026, chúng tôi tăng bình quân 3% dự báo sản lượng tiêu thụ toàn ngành cho các năm 2026-2027. Theo dự báo mới, sản lượng toàn ngành sẽ tăng trưởng 5% trong năm 2026, trước khi tăng chậm lại còn 2% trong các năm 2027 và 2028 do thuế TTĐB tăng từ mức hiện tại 65% lên 70% trong năm 2027 và tiếp tục tăng lên 75% trong năm 2028.
- **HSC giảm giả định về thị phần và sản lượng tiêu thụ của SAB, theo đó sản lượng dự kiến tăng trưởng ở mức một chữ số thấp đến trung bình**. Dựa trên ước tính thị phần điều chỉnh cho năm 2025 và xu hướng thị phần trong Q1/2026, chúng tôi giảm 1,9 điểm phần trăm dự báo thị phần của SAB trong năm 2026 và giảm 1,6 điểm phần trăm trong năm 2027, dù vẫn kỳ vọng Công ty sẽ dần lấy lại một phần thị phần trong dài hạn. Theo đó, HSC giảm 3% dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2026 và giảm 2% cho năm 2027.
- **HSC tăng bình quân 6% dự báo giá bán bình quân cho các năm 2026-2027**. Theo đó, chúng tôi dự báo giá bán bình quân sẽ tăng khoảng 4% mỗi năm trong giai đoạn 2026-2028. SAB đã thực hiện tăng giá bán vào tháng 4/2026 và HSC dự báo Công ty sẽ tiếp tục tăng giá hằng năm trong các năm 2027 và 2028 nhằm bù đắp tác động từ việc tăng thuế TTĐB.
- **HSC gần như giữ nguyên dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp các năm 2026-2027**. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận sẽ cải thiện trong giai đoạn 2026-2028 nhờ khả năng tăng giá bán và giảm mua thành phẩm từ các công ty liên kết, qua đó gần như bù đắp được tác động từ chi phí đầu vào tăng. Đối với năm 2026, HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q2-Q3/2026 sẽ giảm nhẹ xuống 36,8% (từ mức 37,2% trong Q1/2026) do chi phí lon nhôm tăng.
- **HSC tăng bình quân 0,7 điểm phần trăm giả định chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu**, phản ánh kỳ vọng Công ty sẽ đẩy mạnh chi phí quảng cáo & khuyến mãi nhằm thu hẹp khoảng cách thị phần với doanh nghiệp dẫn đầu thị trường.

Chúng tôi tóm tắt những điều chỉnh dự báo trong Bảng 11-13.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 11: Dự báo lợi nhuận, SAB

HSC điều chỉnh tăng nhẹ dự báo lợi nhuận thuần. Trong dự báo mới, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 8%

		Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh	
Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**25,888**	**27,955**	**27,911**	**28,091**	**28,929**	**29,702**	**0%**	**4%**
Tăng trưởng	-19%	0%	0%	9%	3%	3%		
Doanh thu thuần + chi phí thuế tiêu thụ đặc biệt	**37,202**	**39,161**	**40,607**	**40,445**	**42,996**	**45,421**	**3%**	**6%**
Tăng trưởng	-10%	3%	4%	9%	6%	6%		
Lợi nhuận thuần	**4,424**	**4,922**	**5,124**	**4,968**	**5,294**	**5,520**	**1%**	**3%**
Tăng trưởng	2%	6%	4%	12%	7%	4%		

Nguồn: HSC

Bảng 12: Các giả định sản lượng toàn ngành, thị phần & sản lượng của SAB

		Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh	
	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Sản lượng tiêu thụ toàn ngành (triệu lít)	**4,234**	**4,319**	**4,405**	**4,446**	**4,535**	**4,625**	**3%**	**3%**
Tăng trưởng	4%	4%	2%	5%	2%	2%		
Thị phần SAB	**31.6%**	**33.6%**	**33.6%**	**31.7%**	**32.0%**	**32.1%**	**-1.9 điểm%**	**-1.6 điểm %**
Sản lượng tiêu thụ của SAB (triệu lít)	**1,340**	**1,451**	**1,480**	**1,411**	**1,453**	**1,487**	**-3%**	**-2%**
Tăng trưởng	-7%	4%	2%	5%	3%	2%		

Nguồn: HSC

Bảng 13: Giả định tỷ suất lợi nhuận*, SAB

Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp & tỷ suất lợi nhuận thuần

		Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh (điểm %)	
	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35.9%	37.0%	38.4%	36.9%	38.2%	38.9%	-0.1	-0.2
Chi phí BH&QL / doanh thu	19.3%	18.6%	18.8%	19.4%	19.4%	19.5%	0.8	0.6
Tỷ suất lợi nhuận thuần	17.1%	17.6%	18.4%	17.7%	18.3%	18.6%	0.1	-0.1

*Ghi chú: *Tính trên doanh thu thuần.*
Nguồn: HSC

Tăng 3% giá mục tiêu lên 61.500đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 3% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 61.500đ mặc dù áp dụng giả định WACC cao hơn một chút ở mức 12% (do chi phí nợ vay tăng), nhưng đồng thời nâng giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 1,5% (từ 0,5% trước đó) và lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 28% so với thị giá hiện tại.

Bảng 14: Tính toán WACC, SAB

WACC là 12%, chỉ tăng nhẹ

	Cũ	Mới
Tỷ trọng vốn CSH	99.3%	99.5%
Beta	0.9	0.9
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	8.75%
Chi phí vốn CSH	**12.1%**	**12.1%**
Tỷ trọng nợ	0.7%	0.5%
Thuế suất	20.0%	20.0%
Chi phí nợ	6.0%	8.0%
Chi phí nợ sau thuế	**4.8%**	**6.4%**
WACC	**12.0%**	**12.0%**

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 15: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, SAB

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	28,091	28,929	29,702	30,575	31,474
Tỷ suất EBITDA	21.5%	22.2%	22.6%	22.3%	22.0%
EBIT	6,045	6,431	6,708	6,819	6,933
- Thuế suất điều chỉnh	(1,118)	(1,190)	(1,241)	(1,262)	(1,283)
NOPLAT	4,926	5,241	5,467	5,558	5,651
+ Khấu hao	786	786	786	786	786
- Thay đổi vốn lưu động	(110)	37	153	4	(8)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	**5,302**	**5,764**	**6,106**	**6,048**	**6,129**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Tính toán giá trị dài hạn, SAB

	Đơn vị	Giá trị (cuối 2026)	Giá trị (cuối 2027)
Dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	6,129	6,129
WACC		12.0%	12.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		1.5%	1.5%
WACC – tốc độ tăng trưởng dài hạn		10.5%	10.5%
Dòng tiền dài hạn *(1+tốc độ tăng trưởng dài hạn / (WACC-tốc độ tăng trưởng dài hạn)	Tỷ đồng	59,128	59,128
Giá trị hiện tại	Tỷ đồng	37,548	42,061
Bội số EBITDA dài hạn		7.9 lần	8.2 lần

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Định giá DCF, SAB

	Unit	Giá trị (cuối 2026)	Giá trị (cuối 2027)
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	23,509	20,395
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	37,548	42,061
Giá trị của doanh nghiệp	**Tỷ đồng**	**61,056**	**62,456**
Tiền mặt/(nợ) thuần, điều chỉnh	Tỷ đồng	17,516	16,820
Giá trị của vốn CSH	**Tỷ đồng**	**78,572**	**79,276**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	1,282.6	1,282.6
Giá trị DCF của cổ phiếu	**Đồng**	**61,262**	**61,811**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: Giá trị DCF của cổ phiếu, SAB

Giá trị DCF mỗi cổ phiếu đạt 61.537 đồng

Đồng	Giá trị
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – cuối 2026	61,262
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – cuối 2027	61,811
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – giữa 2027	**61,537**

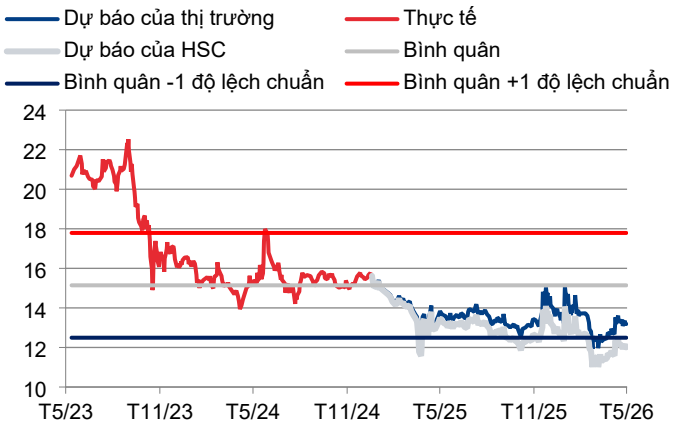
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu SAB đã giảm 1% trong 3 tháng qua, kém hơn 12% so với VN Index. Cổ phiếu đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn với P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,1 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 15,2 lần. SAB cũng đang có P/E năm 2026 là 12,3 lần, thấp hơn 20% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực ở mức 15,7 lần. SAB cũng duy trì lợi suất cổ tức hấp dẫn ở mức 10,4%/năm.

Biểu đồ 19: P/E trượt dự phóng 1 năm, SAB

SAB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 20: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, SAB

... thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 15,2 lần

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 21: Định giá của các công ty cùng ngành, SAB

SAB đang giao dịch với P/E 2026 là 12,6 lần, thấp hơn 20% so với bình quân các công ty cùng ngành tại châu Á và Việt Nam

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2026	EV/EBITDA 2026	P/B 2026
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	4,679	13.4	9.3	3.8
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	MCH VN	6,434	22.3	19.4	9.2
Thai Beverage PCL	THBEV SP	8,382	9.3	9.6	1.8
China Resources Beer Holdings	291 HK	11,135	12.8	7.2	2.4
Heineken Malaysia Bhd	HEIM MK	1,724	14.2	9.5	12.8
Chongqing Brewery Co Ltd	600132 CH	3,756	19.8	6.4	14.0
Budweiser Brewing Co APAC Ltd	1876 HK	13,101	20.1	6.5	1.3
Carlsberg Brewery Malaysia Bhd	CAB MK	1,304	13.4	9.6	16.0
Bình quân – tất cả các công ty		**6,314**	**15.7**	**9.7**	**7.7**
Tổng Công ty Bia – Rượu – NGK Sài Gòn	**SAB VN**	**2,336**	**12.6**	**10.7**	**3.2**

Nguồn: Bloomberg, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	31,872	25,888	28,091	28,929	29,702
Lợi nhuận gộp	9,318	9,301	10,366	11,064	11,567
Chi phí BH&QL	(4,881)	(5,006)	(5,445)	(5,621)	(5,789)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	**4,437**	**4,295**	**4,921**	**5,443**	**5,777**
Lãi vay thuần	1,017	961	1,090	964	908
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	197	278	287	295	304
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(4.50)	118	(3.45)	2.96	2.96
LNTT	**5,647**	**5,652**	**6,294**	**6,704**	**6,992**
Chi phí thuế TNDN	(1,153)	(1,035)	(1,164)	(1,240)	(1,294)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(165)	(150)	(162)	(170)	(179)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**4,330**	**4,467**	**4,968**	**5,294**	**5,520**
Lợi nhuận thuần ĐC	**4,330**	**4,467**	**4,968**	**5,294**	**5,520**
EBITDA ĐC	**4,986**	**5,025**	**5,707**	**6,229**	**6,563**
EPS (đồng)	3,291	3,347	3,796	4,045	4,218
EPS ĐC (đồng)	3,291	3,347	3,796	4,045	4,218
DPS (đồng)	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	4,437	4,295	4,921	5,443	5,777
Khấu hao	(549)	(730)	(786)	(786)	(786)
Lãi vay thuần	1,017	961	1,090	964	908
Thuế TNDN đã nộp	(1,157)	(1,068)	(1,164)	(1,240)	(1,294)
Thay đổi vốn lưu động	574	(43.5)	(110)	36.6	153
Khác	(1,175)	(975)	(941)	(919)	(867)
LCT thuần từ HĐKD	**4,245**	**3,899**	**4,582**	**5,070**	**5,464**
Đầu tư TS dài hạn	(296)	(242)	(300)	(300)	(300)
Góp vốn & đầu tư	(21,223)	(16,861)	(50.5)	951	951
Thanh lý	20,268	18,069	0	0	0
Khác	1,387	1,462	1,131	995	938
LCT thuần từ HĐĐT	**136**	**2,428**	**780**	**1,646**	**1,589**
Cổ tức trả cho CSH	(4,659)	(6,513)	(6,413)	(6,413)	(6,413)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(285)	(275)	(134)	(15.1)	(13.6)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	**(4,943)**	**(6,788)**	**(6,547)**	**(6,428)**	**(6,426)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,040	4,478	4,017	2,832	3,121
LCT thuần trong kỳ	**(562)**	**(461)**	**(1,185)**	**289**	**627**
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.35)	(0.02)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**4,478**	**4,017**	**2,832**	**3,121**	**3,747**
Dòng tiền tự do	**3,949**	**3,657**	**4,282**	**4,770**	**5,164**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	4,478	4,017	2,832	3,121	3,747
Đầu tư ngắn hạn	16,566	14,985	14,985	13,985	12,985
Phải thu khách hàng	433	698	757	779	800
Hàng tồn kho	1,979	2,027	2,397	2,542	2,715
Các tài sản ngắn hạn khác	1,611	414	498	530	559
Tổng tài sản ngắn hạn	**25,067**	**22,141**	**21,469**	**20,957**	**20,807**
TSCĐ hữu hình	2,484	3,493	2,943	2,551	2,160
TSCĐ vô hình	957	1,429	1,339	1,249	1,159
Bất động sản đầu tư	268	239	228	218	207
Đầu tư dài hạn	1,368	1,974	1,974	1,974	1,974
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,305	2,220	2,271	2,320	2,368
Tài sản dài hạn khác	990	1,101	1,111	953	721
Tổng tài sản dài hạn	**8,373**	**10,456**	**9,866**	**9,265**	**8,590**
Tổng cộng tài sản	**33,439**	**32,597**	**31,336**	**30,222**	**29,398**
Nợ ngắn hạn	245	268	150	150	150
Phả trả người bán	2,642	2,404	2,311	2,330	2,365
Nợ ngắn hạn khác	4,354	4,499	4,791	4,827	4,896
Tổng nợ ngắn hạn	**8,657**	**8,880**	**9,080**	**9,149**	**9,281**
Nợ dài hạn	169	168	151	136	122
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	49.2	406	434	438	444
Nợ dài hạn khác	127	143	152	153	155
Tổng nợ dài hạn	**345**	**717**	**737**	**727**	**722**
Tổng nợ phải trả	**9,002**	**9,598**	**9,818**	**9,876**	**10,004**
Vốn chủ sở hữu	23,282	21,153	19,509	18,167	17,036
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,155	1,847	2,009	2,179	2,357
Tổng vốn chủ sở hữu	**24,437**	**23,000**	**21,518**	**20,346**	**19,393**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**33,439**	**32,597**	**31,336**	**30,222**	**29,398**
BVPS (đ)	18,153	16,493	15,211	14,165	13,283
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(4,063)	(3,581)	(2,531)	(2,835)	(3,475)

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	29.2	35.9	36.9	38.2	38.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	15.6	19.4	20.3	21.5	22.1
Tỷ suất LNT (%)	13.6	17.3	17.7	18.3	18.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.4	18.3	18.5	18.5	18.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	4.63	(18.8)	8.51	2.98	2.67
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	13.8	0.78	13.6	9.14	5.37
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	5.16	3.16	11.2	6.56	4.27
Tăng trưởng EPS (%)	5.08	1.70	13.4	6.56	4.27
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.08	1.70	13.4	6.56	4.27
Tăng trưởng DPS (%)	42.9	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	152	149	132	124	119
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	18.2	20.1	24.4	28.1	31.4
ROACE (%)	17.5	17.7	21.4	25.1	28.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.94	0.78	0.88	0.94	1.00
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	0.96	0.91	0.93	0.93	0.95
Số ngày tồn kho	32.0	44.6	49.4	51.9	54.6
Số ngày phải thu	7.01	15.3	15.6	15.9	16.1
Số ngày phải trả	42.8	52.9	47.6	47.6	47.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(17.0)	(16.5)	(12.5)	(15.1)	(19.9)
Nợ/tài sản (%)	1.52	1.59	1.25	1.25	1.24
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.10	0.10	0.07	0.06	0.06
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.90	2.49	2.36	2.29	2.24
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.84	2.31	2.17	2.11	2.04
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.8	11.9	10.7	9.78	9.21
P/E (lần)	14.6	14.3	12.6	11.9	11.4
P/E ĐC (lần)	14.6	14.3	12.6	11.9	11.4
P/B (lần)	2.64	2.91	3.16	3.39	3.61
Lợi suất cổ tức (%)	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

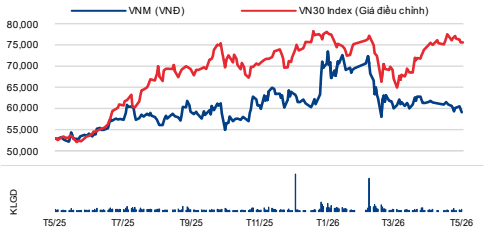
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng tỷ trọng *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ70,600 *(giữ nguyên)*
Tiềm năng tăng/giảm: 19.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/5/2026)	59,000
Mã Bloomberg	VNM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	52,154-73,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	59,600
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	123,307
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,679
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,090
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,090
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,067
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	51.1%
Tỷ lệ freefloat	36.5%
Cổ đông lớn	SCIC (36.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.22)	(15.1)	11.5
So với chỉ số	(5.19)	(15.5)	(21.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,419	4,408	0.3
2027F	4,678	4,623	1.2
2028F	5,000	4,623	8.1

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VNM là công ty sữa lớn nhất Việt Nam. Sản phẩm chính của công ty bao gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các sản phẩm khác.

Chuyên viên phân tích

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Huỳnh Phương Bảo Khánh
Chuyên viên , Ngành Hàng Tiêu Dùng
khanh.hpb@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Đà phục hồi đang cải thiện rõ nét; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì giá mục tiêu đối với VNM ở mức 70.600đ, nhờ tăng nhẹ dự báo lợi nhuận và đầu tư vốn, đồng thời áp dụng các giả định định giá mới. Với tiềm năng tăng giá gần 20% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.
- Nhờ KQKD Q1/2026 tích cực hơn kỳ vọng và triển vọng khả quan hơn đối với thị phần trong nước của VNM, HSC tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027. Dự báo lợi nhuận mới, bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2028 (tăng trưởng 7%), cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 7%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% trong 3 tháng qua và kém hơn 16% so với VN Index, VNM đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,3 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 14,5 lần.

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q1/2026 và triển vọng

VNM công bố KQKD Q1/2026 tăng mạnh và vượt dự báo nhờ doanh thu trong nước phục hồi sau tái cơ cấu (tăng 21% so với cùng kỳ) và doanh thu thị trường quốc tế tăng mạnh (tăng 39% so với cùng kỳ). Tính chung, doanh thu thuần tăng 25% so với cùng kỳ đạt 16,1 nghìn tỷ đồng, vượt 6% dự báo Q1 của HSC ở mức 15,2 nghìn tỷ đồng và bằng 24% dự báo cả năm 2026 trước kỳ công bố KQKD. Trong khi đó, lợi nhuận thuần tăng mạnh 55% so với cùng kỳ đạt 2.429 tỷ đồng, cao hơn khoảng 5% so với dự báo Q1 của HSC ở mức 2.311 tỷ đồng và cũng bằng 24% dự báo cả năm trước kỳ công bố KQKD.

Tác động: Tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027

HSC tăng dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 bình quân 5%, trong khi dự báo doanh thu thuần được điều chỉnh tăng nhẹ hơn, bình quân 3%. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 11.668 tỷ đồng (tăng trưởng 7%). Dự báo mới của HSC – hơi cao hơn bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần năm 2026 tăng trưởng 10% và tốc độ CAGR 3 năm đạt 7%.

Tăng trưởng được kỳ vọng chủ yếu đến từ doanh thu trong nước sau quá trình tái cơ cấu của VNM về thương hiệu, hiệu quả vận hành và hệ thống phân phối, qua đó giúp ổn định kênh bán hàng truyền thống, tiếp tục mở rộng kênh bán hàng hiện đại và đẩy nhanh mở rộng chuỗi cửa hàng Vinamilk. Về dài hạn, tăng trưởng được kỳ vọng sẽ tiếp tục được hỗ trợ nhờ sức mua người tiêu dùng cải thiện và tỷ trọng đóng góp gia tăng từ các phân khúc tăng trưởng cao như dinh dưỡng người lớn, sản phẩm cao cấp, sản phẩm cao đạm và sữa thực vật.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% trong 3 tháng qua và kém hơn VN Index 16%, VNM đang giao dịch ở định giá hấp dẫn, cụ thể: (1) P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 14,5 lần; (2) P/E dự phóng năm 2026 là 13,4 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực ở mức 15,8 lần; và (3) lợi suất cổ tức đạt 7,4%. HSC duy trì giá mục tiêu đối với VNM ở mức 70.600đ (với các thay đổi trong giả định dự báo nhìn chung bù trừ lẫn nhau), tương đương tiềm năng tăng giá 19,7%, đồng thời duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	12,500	12,780	14,241 ▲	15,426 ▲	16,638
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	9,392	9,410	10,314	10,918 ▲	11,668
EPS ĐC (đồng)	4,024	4,032	4,419	4,678 ▲	5,000
DPS (đồng)	4,350	4,350	4,350	4,350	4,350
BVPS (đồng)	15,445	14,682	15,230	16,103	17,337
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.4	10.2	9.28	8.58	7.97
P/E ĐC (lần)	14.7	14.6	13.4	12.6	11.8
Lợi suất cổ tức (%)	7.37	7.37	7.37	7.37	7.37
P/B (lần)	3.82	4.02	3.87	3.66	3.40
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	6.02	0.19	9.60	5.86	6.88
ROAE (%)	29.4	29.9	33.0	33.3	33.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng dự báo nhờ triển vọng thị trường trong nước cải thiện

Lợi nhuận thuần Q1/2026 của VNM tăng mạnh 55% so với cùng kỳ đạt 2.429 tỷ đồng (cao hơn 5% so với dự báo Q1 của HSC), nhờ doanh thu trong nước phục hồi sau tái cơ cấu và mảng kinh doanh quốc tế tăng trưởng tích cực. Dựa trên KQKD này cùng triển vọng khả quan hơn đối với thị phần trong nước của VNM, HSC tăng bình quân 5% dự báo các năm 2026-2027; cùng với dự báo lần đầu cho năm 2028, các dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 7%. Để phản ánh việc tăng dự báo nhưng đồng thời cũng tăng giả định chi tiêu vốn, HSC duy trì giá mục tiêu ở mức 70.600đ. Với tiềm năng tăng giá gần 20%, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VNM. Đợt điều chỉnh giá gần đây là cơ hội hấp dẫn để nhà đầu tư tích lũy cổ phiếu này.

KQKD Q1/2026: Tăng mạnh nhờ mức nền thấp của Q1/2025, hơi cao hơn dự báo của HSC

VNM công bố KQKD Q1/2026 tích cực nhờ doanh thu trong nước phục hồi sau tái cơ cấu và mảng kinh doanh quốc tế tăng trưởng mạnh. Doanh thu thuần tăng 25% so với cùng kỳ đạt 16.149 tỷ đồng, vượt 6% dự báo Q1 của HSC ở mức 15.170 tỷ đồng và bằng 24% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi trước kỳ công bố KQKD. Trong khi đó, lợi nhuận thuần tăng mạnh 55% so với cùng kỳ đạt 2.429 tỷ đồng, cao hơn khoảng 5% so với dự báo Q1 của HSC ở mức 2.311 tỷ đồng và cũng bằng 24% dự báo cả năm trước kỳ công bố KQKD.

Bảng 22: KQKD Q1/2026 hợp nhất, VNM

Lợi nhuận thuần tăng mạnh 55% so với cùng kỳ, đạt 2.429 tỷ đồng với doanh thu thuần đạt 16.149 tỷ đồng, tăng 25% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	Q1/26 HSCF	Thực tế / Q1/26 HSCF	2026 HSCF (cũ)	% 2026 HSCF (cũ)
Doanh thu thuần	**12,935**	**16,149**	**25%**	**-5%**	**15,170**	**106%**	**66,243**	**24%**
Giá vốn hàng bán	(7,724)	(9,253)	20%	-9%			(38,166)	24%
Lợi nhuận gộp	5,210	6,896	32%	0%			28,077	25%
Doanh thu HĐ tài chính	366	386	5%	8%			1,423	27%
Chi phí tài chính	(42)	(155)	270%	44%			(391)	40%
Lợi nhuận HĐ tài chính	325	232	-29%	-8%			1,032	22%
Chi phí bán hàng	(3,170)	(3,725)	18%	17%			(14,753)	25%
Chi phí quản lý	(430)	(460)	7%	-16%			(2,069)	22%
Chi phí BH&QL	(3,600)	(4,184)	16%	12%			(16,823)	25%
EBIT	1,951	2,711	39%	-14%			11,254	24%
LNST	1,587	2,458	55%	-13%			9,861	25%
Lợi nhuận thuần	**1,568**	**2,429**	**55%**	**-14%**	**2,311**	**105%**	**9,922**	**24%**
Tỷ suất lợi nhuận gộp	*40.3%*	*42.7%*					*42.4%*	
Chi phí BH&QL / doanh thu	*-27.8%*	*-25.9%*					*-25.4%*	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	*12.1%*	*15.0%*			*15.2%*		*15.0%*	

Nguồn: VNM, HSC

Doanh thu trong nước phục hồi mạnh, chủ yếu nhờ tái cơ cấu kênh bán hàng truyền thống

Doanh thu trong nước của VNM tăng 21% so với cùng kỳ đạt 12.080 tỷ đồng, được hỗ trợ nhờ doanh thu trong nước của công ty mẹ tăng mạnh 24% so với cùng kỳ đạt 10.892 tỷ đồng. Tăng trưởng đến từ sự cải thiện trên diện rộng ở các ngành hàng chủ chốt, bao gồm sữa nước (tăng hơn 15% so với cùng kỳ), sữa đặc (tăng hơn 40%), sữa chua (tăng hơn 5%), sữa bột (tăng hơn 30%) và các ngành hàng khác như sữa hạt, kem và đồ uống (tăng hơn 60%).

Nếu không tính đến yếu tố mức nền thấp (doanh thu trong nước Q1/2025 ở mức thấp bất thường, đạt 10.010 tỷ đồng, giảm 13% so với cùng kỳ do tái cơ cấu kênh bán hàng truyền thống), HSC ước tính doanh thu trong nước tăng khoảng 5% so với cùng kỳ trong Q1/2026, tiếp tục xu hướng cải thiện kể từ Q2/2025.

Theo từng kênh phân phối, tất cả các kênh bao gồm kênh bán hàng truyền thống, kênh bán hàng hiện đại và chuỗi cửa hàng Vinamilk (bao gồm thương mại điện tử)

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

đều ghi nhận tăng trưởng hai chữ số. Đà phục hồi của kênh bán hàng truyền thống cho thấy quá trình tái cơ cấu triển khai từ Q1/2025 đã mang lại kết quả tích cực.

Đối với diễn biến của ngành sữa, HSC ước tính doanh thu toàn ngành – bao gồm các kênh bán hàng truyền thống, kênh bán hàng hiện đại và thương mại điện tử – chỉ tăng khoảng 1% so với cùng kỳ trong Q1/2026, cho thấy sự phục hồi đáng kể trong chi tiêu của người tiêu dùng đối với các sản phẩm sữa vẫn chưa thực sự rõ nét. Điều này cũng đồng nghĩa VNM đã giành lại đáng kể thị phần đã mất trong cùng kỳ năm trước.

Mảng kinh doanh quốc tế tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh

Trong Q1/2026, doanh thu thị trường quốc tế đạt 4.069 tỷ đồng, tăng 39% so với cùng kỳ. Doanh thu từ các công ty con ở nước ngoài tăng mạnh 44% so với cùng kỳ đạt 1.743 tỷ đồng, nhờ KQKD tích cực của Angkor Milk tại Campuchia (tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ), trong khi Driftwood Dairy tại Mỹ ghi nhận doanh thu giảm 5%. Doanh thu xuất khẩu cũng tăng mạnh 34% so với cùng kỳ đạt 2.326 tỷ đồng, được hỗ trợ nhờ doanh thu tích cực tại Trung Đông (chiếm khoảng 60% doanh thu xuất khẩu), Campuchia và các thị trường khác, bất chấp gián đoạn logistics tại eo biển Hormuz.

Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện nhờ sản lượng tăng mạnh

Tỷ suất lợi nhuận gộp trong quý tăng lên 42,7% từ mức 40,3% trong Q1/2025, trong khi tỷ suất lợi nhuận thuần tăng thêm 290 điểm cơ bản so với cùng kỳ đạt mức 15%. Đà cải thiện tỷ suất lợi nhuận chủ yếu đến từ giá sữa bột nguyên liệu giảm (được mua từ năm trước khi giá ở mức thấp) và hiệu quả vận hành, khi sản lượng tăng mạnh giúp Công ty kiểm soát chi phí hiệu quả hơn, với chi phí nguyên vật liệu và chi phí nhân công tăng chậm hơn doanh thu.

Cập nhật triển vọng ngành sữa Việt Nam

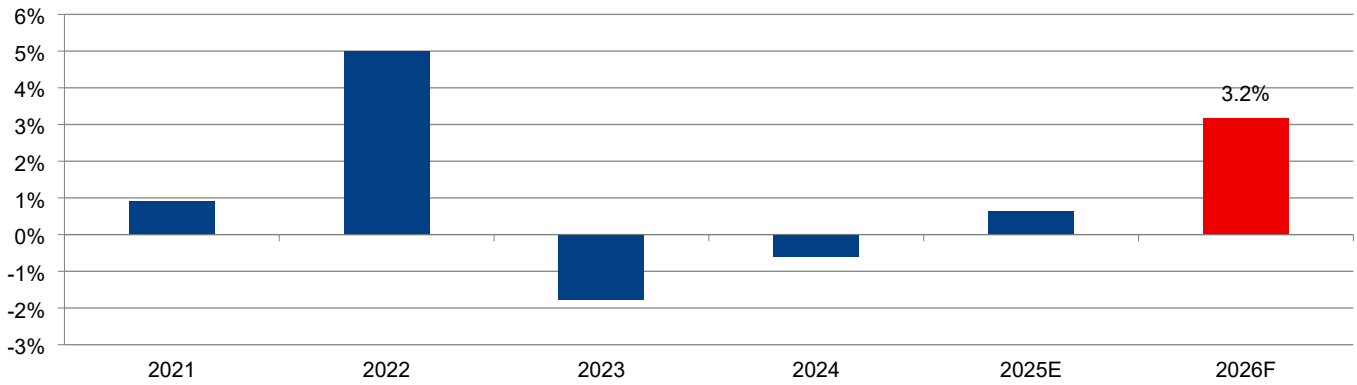
Kỳ vọng ngành tăng trưởng ở mức một chữ số thấp trong giai đoạn 2026-2028

Nhóm phân tích vĩ mô của HSC dự báo tổng mức bán lẻ danh nghĩa của Việt Nam sẽ tăng trưởng 11% trong năm 2026, cao hơn mức 9,2% của năm 2025. Tuy nhiên, sau khi áp dụng giả định CPI mới (được điều chỉnh tăng lên 4,7%), tăng trưởng bán lẻ thực tế được dự báo đạt 6%, tương đối sát với mức 5,7% của năm 2025. Điều này cho thấy đà phục hồi ổn định trong năm 2025 nhiều khả năng sẽ tiếp diễn trong năm 2026 dù sức mua của người tiêu dùng chỉ cải thiện nhẹ trong bối cảnh áp lực lạm phát vẫn dài.

Trong bối cảnh đó, HSC kỳ vọng ngành sữa sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng ở mức một chữ số thấp trong năm 2026, dù tốc độ cải thiện tốt hơn so với năm 2025 (tăng trưởng 3,2% trong năm 2026 so với 0,7% trong năm 2025), chủ yếu nhờ sự phục hồi mạnh của doanh nghiệp dẫn đầu thị trường là Vinamilk. Đối với các năm 2027 và 2028, HSC dự báo ngành sẽ tăng trưởng 4% mỗi năm.

Biểu đồ 23: Tăng trưởng doanh thu ngành sữa, Việt Nam

HSC dự báo ngành sữa sẽ tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng thấp một chữ số trong năm 2026



Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Giá sữa bột toàn cầu đã tăng đáng kể từ đầu năm đến nay

Thị trường sữa toàn cầu hiện đang được cung ứng khá dồi dào tại các khu vực xuất khẩu chủ chốt, với sản lượng duy trì tăng trưởng ổn định so với cùng kỳ. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng này dự kiến sẽ chậm lại trong thời gian tới khi các hộ chăn nuôi bò sữa đối mặt với tỷ suất lợi nhuận thu hẹp, chi phí đầu vào tăng cao (như nhiên liệu và phân bón), cùng khả năng xuất hiện hiện tượng thời tiết El Nino có thể ảnh hưởng tiêu cực đến sức khỏe đàn bò và chất lượng đồng cỏ trong năm nay.

Sau khi tạo đáy vào cuối năm 2025, giá sữa bột nguyên kem và sữa bột tách kem trên nền tảng Global Dairy Trade đã phục hồi ổn định. Tính đến ngày 5/5, giá sữa bột nguyên kem đã tăng khoảng 18% từ đầu năm lên hơn 3.700 USD/tấn (dù vẫn giảm 14,5% so với cùng kỳ), nhờ sản lượng xuất khẩu phục hồi, được hỗ trợ bởi nhu cầu vững chắc từ Trung Quốc, các nước châu Á ngoài Trung Quốc và Bắc Phi. Trong khi đó, giá sữa bột tách kem phục hồi mạnh hơn đáng kể, tăng hơn 45% từ đầu năm lên hơn 3.600 USD/tấn (tăng 25% so với cùng kỳ), phản ánh lượng tồn kho ở mức thấp và nhu cầu ngắn hạn tăng cao, được hỗ trợ nhờ xu hướng tiêu thụ protein thuận lợi trên toàn cầu.

Trong thời gian tới, HSC kỳ vọng giá sữa bột sẽ ổn định quanh mặt bằng hiện tại khi nhu cầu thị trường dần hấp thụ lượng nguồn cung tăng thêm, trong bối cảnh tốc độ tăng nguồn cung đang chậm lại. Giá sữa bột tách kem nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao, thậm chí có thể tăng thêm, nhờ tồn kho thấp và nhu cầu mạnh. Ngược lại, triển vọng đối với sữa bột nguyên kem được đánh giá ổn định hơn do các nhà sản xuất không muốn phân bổ lượng sữa dư thừa sang sản xuất sữa bột nguyên kem trong bối cảnh hiệu quả kinh tế của sữa bột tách kem hấp dẫn hơn – qua đó khiến nguồn cung sữa bột nguyên kem duy trì ở mức hạn chế và hỗ trợ hình thành vùng đáy giá.

Tác động đối với VNM

Chi phí nguyên vật liệu dự kiến chỉ tăng nhẹ trong năm 2026…

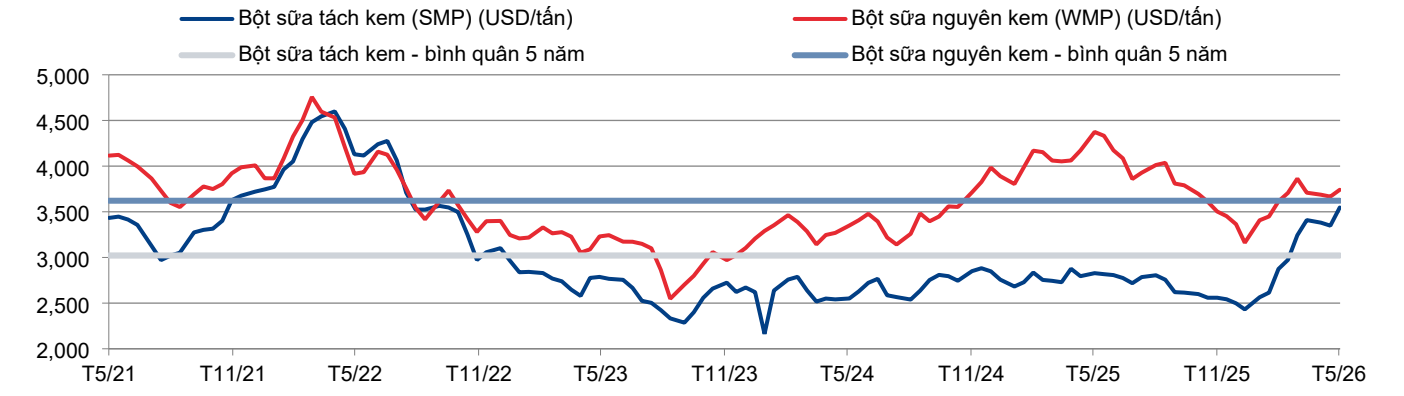
Việc giá sữa bột tăng được kỳ vọng sẽ chỉ tác động hạn chế đến chi phí sữa bột nguyên liệu của Vinamilk trong năm 2026. Trong 6 tháng đầu năm 2026, chi phí này thậm chí vẫn có thể giảm so với cùng kỳ nhờ chính sách phòng hộ giá trong 3-6 tháng của Công ty và tỷ trọng sử dụng sữa bột nguyên kem trong sản xuất cao hơn sữa bột tách kem. HSC ước tính chi phí sữa bột nguyên liệu bình quân của VNM chỉ tăng nhẹ 1% so với cùng kỳ, trong khi chi phí bao bì dự báo tăng 5% và chi phí đường dự kiến giảm 15%. Nhìn chung, HSC dự báo chi phí nguyên vật liệu trên mỗi đơn vị sản phẩm chỉ tăng khoảng 1% so với cùng kỳ.

…nhưng giá bán bình quân tăng sẽ hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận gộp

HSC ước tính giá bán bình quân sẽ tăng 4% trong năm 2026, bao gồm mức tăng giá bán 2,3% và mức cải thiện 1,7% nhờ cơ cấu sản phẩm hiệu quả hơn. Điều này được kỳ vọng không chỉ bù đắp hoàn toàn tác động từ chi phí đầu vào tăng mà còn hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện thêm 70 điểm cơ bản so với cùng kỳ.

Bảng 24: Giá bột sữa trên thị trường Global dairy trade

Giá bột sữa chạm đáy vào tháng 12/2025 rồi bật tăng mạnh trở lại



Nguồn: Global Dairy Trade (GDT)

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 25: Dự báo lợi nhuận, VNM

Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần

		Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh	
Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**63,646**	**66,243**	**68,750**	**68,199**	**71,453**	**74,580**	**3%**	**4%**
Tăng trưởng	3%	5%	4%	7%	5%	4%		
Lợi nhuận thuần	**9,410**	**9,922**	**10,275**	**10,314**	**10,918**	**11,668**	**4%**	**6%**
Tăng trưởng	0%	9%	4%	10%	6%	7%		

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo mới: Tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027

KQKD Q1/2026 của VNM vượt dự báo của HSC, phản ánh hiệu quả tích cực từ quá trình tái cơ cấu về thương hiệu, kênh phân phối và hiệu quả vận hành. Đặc biệt, Công ty đã cho thấy sự cải thiện rõ rệt trong việc ổn định kênh bán hàng truyền thống, thúc đẩy tăng trưởng kênh bán hàng hiện đại và mở rộng chuỗi cửa hàng Vinamilk.

Về chiến lược sản phẩm, bên cạnh việc nâng cấp các sản phẩm truyền thống, Vinamilk đang đẩy mạnh đổi mới sản phẩm, tập trung vào các phân khúc như dinh dưỡng người lớn, sữa thực vật và sản phẩm cao đạm nhằm đón đầu các xu hướng tiêu dùng mới nổi. HSC tin rằng đây sẽ là các động lực tăng trưởng dài hạn quan trọng của Công ty.

Theo đó, chúng tôi phản ánh triển vọng tích cực hơn đối với doanh thu trong nước của VNM vào dự báo; chúng tôi hiện kỳ vọng Công ty sẽ dần lấy lại thị phần trong ba năm tới. Điều này sẽ bù đắp cho triển vọng kém tích cực hơn của thị trường Trung Đông trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị tiếp diễn.

Do đó, cho các năm 2026-2027, HSC tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần đồng thời tăng 3% dự báo doanh thu thuần. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 11.668 tỷ đồng (tăng trưởng 7%) trên doanh thu thuần 74.580 tỷ đồng (tăng trưởng 4%). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần của VNM tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 7%.

Các giả định chính như sau:

- **Thị phần**: HSC tăng dự báo thị phần của VNM, theo đó thị phần dự kiến cải thiện thêm 32 điểm cơ bản lên 42,8% trong giai đoạn 2026-2028 nhờ kênh bán hàng truyền thống dần ổn định, mức độ thâm nhập vào kênh bán hàng hiện đại cải thiện, chuỗi cửa hàng Vinamilk tiếp tục mở rộng thành công và tác động tích cực từ đổi mới sản phẩm cũng như chiến lược thương hiệu. Tăng trưởng doanh thu được thúc đẩy nhờ cả sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân tăng.
- **Xuất khẩu**: HSC giảm bình quân 9% dự báo doanh thu xuất khẩu các năm 2026-2027, phản ánh rủi ro từ các xung đột kéo dài tại Trung Đông – thị trường xuất khẩu quan trọng nhất của VNM – có thể gây áp lực lên sức mua của người tiêu dùng trong khu vực. Dù vậy, chúng tôi vẫn kỳ vọng doanh thu xuất khẩu sẽ tăng trưởng ở mức một chữ số thấp trong giai đoạn 2026-2028, khi sự suy yếu tại Trung Đông được bù trừ nhờ đóng góp tích cực hơn từ các thị trường khác, đặc biệt là Campuchia.
- **Các công ty con**: Công ty TNHH Chăn nuôi Việt Nhật (Vilico sở hữu 51% cổ phần trong khi VNM sở hữu 68,9% Vilico) được kỳ vọng ghi nhận doanh thu năm 2026 đạt 812 tỷ đồng (tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ) nhưng lỗ thuần 151 tỷ đồng (so với dự báo cũ lần lượt là 516 tỷ đồng và 283 tỷ đồng). Trong khi đó, Mộc Châu Milk (Vilico sở hữu 59,3% cổ phần) dự báo đạt doanh thu thuần năm 2026 là 3.118 tỷ đồng (tăng trưởng 10%) và lợi nhuận thuần 251 tỷ đồng (tăng trưởng 16%).
- **Tỷ suất lợi nhuận**: Cho năm 2026, HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện thêm 70 điểm cơ bản lên mức 41,9% nhờ giá bán bình quân tăng trong khi chi phí nguyên vật liệu bình quân chỉ tăng nhẹ. Trong các năm 2027-2028, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục cải thiện dần qua từng năm, nhờ hiệu quả kinh tế theo quy mô khi sản lượng tăng, với giả định cả chi phí đầu vào và giá bán bình quân đều tăng ở mức một chữ số thấp hằng năm.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 26: Giả định về ngành và thị phần, VNM

Chúng tôi nâng giả định thị phần của VNM & giả định tăng trưởng của ngành

		Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh (điểm cơ bản)	
	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Tăng trưởng ngành (doanh thu)	0.7%	2.9%	4.1%	3.2%	3.9%	4.0%	28	(18)
Thị phần của VNM	42.5%	41.1%	41.3%	42.8%	42.8%	42.8%	168	154

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 27: Giả định doanh thu, VNM

Chúng tôi giảm giả định doanh thu xuất khẩu nhưng nâng dự báo doanh thu trong nước

		Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh	
Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Trong nước, loại trừ Vilico	48,232	48,971	51,257	50,953	53,446	55,992	4%	4%
Tăng trưởng	-5%	4%	5%	6%	5%	5%		
Xuất khẩu	7,105	8,216	7,970	7,222	7,553	7,719	-12%	-5%
Tăng trưởng	25%	12%	-3%	2%	5%	2%		
Các công ty con ở nước ngoài	5,576	5,592	5,720	6,825	7,010	7,203	22%	23%
Tăng trưởng	5%	4%	2%	22%	3%	3%		
Vilico	3,112	3,464	3,803	3,935	4,207	4,452	14%	11%
Tăng trưởng	5%	17%	10%	26%	7%	6%		
Tổng doanh thu thuần	**63,646**	**66,243**	**68,750**	**68,199**	**71,453**	**74,580**	**3%**	**4%**
Tăng trưởng	**3%**	**5%**	**4%**	**7%**	**5%**	**4%**		

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 28: Giả định tỷ suất lợi nhuận, VNM

Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận thuần sẽ cải thiện khi tỷ suất lợi nhuận gộp tăng và tỷ lệ chi phí BH&QL giảm

		Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh (điểm cơ bản)	
	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	41.2%	42.4%	42.8%	41.9%	42.4%	42.9%	(51)	(41)
Chi phí BH&QL / doanh thu	24.4%	25.4%	25.4%	24.4%	24.3%	24.3%	(104)	(108)
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.8%	15.0%	14.9%	15.1%	15.3%	15.6%	12	38

Nguồn: HSC ước tính

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giá mục tiêu 70.600đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì giá mục tiêu đối với VNM ở mức 70.600đ, phản ánh việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027, trong khi giả định chi tiêu vốn cũng được điều chỉnh tăng dựa trên kế hoạch mới của Công ty. Với tiềm năng tăng giá 19,7%, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VNM.

HSC tiếp tục định giá VNM theo phương pháp DCF. Ngoài việc nâng giả định chi phí nợ vay lên 6% (từ 4,5% trước đó) để phản ánh mặt bằng lãi suất hiện tại cao hơn, chúng tôi nhìn chung giữ nguyên các giả định chính khác, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, beta 0,7 và tỷ trọng vốn CSH 95%. Theo đó, giả định WACC hầu như không thay đổi, duy trì ở mức 9,9%, dù chi phí nợ vay cao hơn do tỷ trọng nợ vay trong giả định cơ cấu vốn chỉ ở mức 5%.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 29: Giả định WACC

	Cũ	Mới
Tỷ trọng vốn CSH	95.0%	95.0%
Beta	0.7	0.7
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	8.75%
Chi phí vốn CSH	**10.2%**	**10.2%**
Tỷ trọng nợ	5.0%	5.0%
Thuế suất	20.0%	20.0%
Chi phí nợ	4.5%	6.0%
Chi phí nợ sau thuế	**3.6%**	**4.8%**
WACC	**9.9%**	**9.9%**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 30: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VNM

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	68,199	71,453	74,580	77,135	80,111
Tỷ suất EBIT	17.5%	18.1%	18.6%	18.4%	18.0%
EBIT	11,950	12,908	13,896	14,160	14,426
- Thuế đã điều chỉnh	2,451	2,648	2,876	2,959	3,051
NOPLAT	9,500	10,260	11,021	11,201	11,375
+ Khấu hao	2,291	2,518	2,741	2,917	3,093
- Thay đổi vốn lưu động	(1,102)	(594)	(570)	(262)	(303)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(4,160)	(4,151)	(3,352)	(3,412)	(3,140)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	**6,529**	**8,033**	**9,840**	**10,444**	**11,025**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 31: Tính toán giá trị dài hạn (cuối 2026), VNM

	Đơn vị	Giá trị
Dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	10,838
WACC dài hạn		9.9%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Dòng tiền dài hạn *(1 + tốc độ tăng trưởng dài hạn)/ (WACC - tốc độ tăng trưởng dài hạn)	Tỷ đồng	139,199
Giá trị hiện tại	Tỷ đồng	95,276
Bội số EBITDA dài hạn		8.1 lần

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 32: Tính toán giá trị DCF (cuối 2026), VNM

	Đơn vị	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	36,944
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	95,276
Giá trị của doanh nghiệp	**Tỷ đồng**	**132,220**
Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	12,317
Giá trị DCF	**Tỷ đồng**	**144,537**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	2,090
Giá trị DCF của cổ phiếu	**Đồng**	**69,158**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 33: Tính toán giá trị dài hạn (cuối 2027), VNM

	Đơn vị	Giá trị
Dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	10,838
WACC dài hạn		9.9%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Dòng tiền dài hạn *(1+tốc độ tăng trưởng dài hạn) / (WACC - tốc độ tăng trưởng dài hạn)	Tỷ đồng	139,199
Giá trị hiện tại	Tỷ đồng	104,749
Bội số EBITDA dài hạn		8.1 lần

9.9%

Bảng 34: Tính toán giá trị DCF (cuối 2027), VNM

	Đơn vị	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	33,438
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	104,749
Giá trị của doanh nghiệp	**Tỷ đồng**	**138,187**
Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	12,213
Giá trị vốn CSH	**Tỷ đồng**	**150,400**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	2,090
Giá trị vốn CSH mỗi cổ phiếu	**Đồng**	**71,963**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 35: Giá trị vốn CSH trên mỗi cổ phiếu, VNM

Đồng	Giá trị
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – cuối 2026	69,158
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – cuối 2027	71,963
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – giữa 2027	**70,560**

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 36: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro & tốc độ tăng trưởng dài hạn, VNM

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	71,503	67,959	64,792	61,945	59,373
	1.5%	74,998	71,028	67,505	64,359	61,531
	2.0%	78,993	74,508	**70,560**	67,059	63,932
	2.5%	83,604	78,488	74,026	70,100	66,619
	3.0%	88,984	83,083	77,991	73,551	69,646
	3.5%	95,343	88,448	82,571	77,501	73,083

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% trong 3 tháng qua và kém hơn VN Index 16%, VNM đang giao dịch ở định giá hấp dẫn, cụ thể: (1) P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,3 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 14,5 lần; (2) P/E dự phóng năm 2026 là 13,4 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực ở mức 15,8 lần; và (3) lợi suất cổ tức đạt 7,4%.

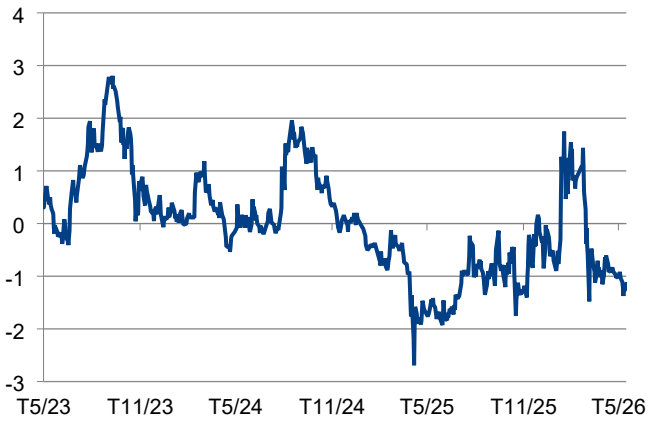
Biểu đồ 37: P/E trượt dự phóng 1 năm, VNM

VNM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,3 lần...

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Biểu đồ 38: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VNM

...thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ tháng 5/2023 là 14,5 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bảng 39: Định giá của các công ty cùng ngành, VNM

VNM đang giao dịch với P/E 2026 là 13,4 lần, thấp hơn so với bình quân 15,8 lần của các công ty cùng ngành

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2026	P/E 2027	EV/EBITDA 2026	P/B 2026
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	MCH VN	6,434	22.3	20.2	19.4	9.3
Tổng Công ty Bia – Rượu – NGK Sài Gòn	SAB VN	2,336	12.6	11.9	10.8	3.6
CTCP Đường Quảng Ngãi	QNS VN	577	7.7	6.8	7.0	1.3
Inner Mongolia Yili Industrial	600887 CH	25,269	14.1	13	11.9	2.9
China Mengniu Dairy Ltd	2319 HK	8,522	11.8	10.7	6.7	1.3
Bright Dairy & Food Co Ltd-A	600597 CH	1,439	22.4	18.9	6.5	1
Dutch Lady Milk Industries Bhd	DLM MK	530	15.2	12.3	9.2	N/a
Fraser & Neave Holdings	FNH MK	2,654	16.2	13.5	9.7	2.6
Cisarua Mountain Diary PT TBK	CMRY IJ	2,110	16.5	13.8	12.4	5
Yakult Honsha Co. Ltd.	2267 JP	5,296	18.8	19	9.6	1.4
Meiji Holdings Co. Ltd.	2269 JP	6,473	15.9	14.7	7.2	1.2
Bình quân		**5,604**	**15.8**	**14.1**	**10.0**	**3.0**
CTCP Sữa Việt Nam	**VNM VN**	**4,679**	**13.4**	**12.6**	**9.3**	**3.9**

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	61,783	63,646	68,199	71,453	74,580
Lợi nhuận gộp	25,590	26,209	28,566	30,288	32,018
Chi phí BH&QL	(15,186)	(15,546)	(16,615)	(17,381)	(18,122)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	**10,405**	**10,664**	**11,950**	**12,908**	**13,896**
Lãi vay thuần	1,111	1,045	957	881	944
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	32.0	(151)	(151)	(151)	(151)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	52.5	91.9	39.0	40.7	43.3
LNTT	**11,600**	**11,650**	**12,796**	**13,678**	**14,733**
Chi phí thuế TNDN	(2,147)	(2,236)	(2,451)	(2,648)	(2,876)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(60.6)	(3.39)	(30.9)	(113)	(189)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**9,392**	**9,410**	**10,314**	**10,918**	**11,668**
Lợi nhuận thuần ĐC	**9,392**	**9,410**	**10,314**	**10,918**	**11,668**
EBITDA ĐC	**12,500**	**12,780**	**14,241**	**15,426**	**16,638**
EPS (đồng)	4,023	4,031	4,418	4,676	4,998
EPS ĐC (đồng)	4,024	4,032	4,419	4,678	5,000
DPS (đồng)	4,350	4,350	4,350	4,350	4,350
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,090	2,090	2,090	2,090	2,090
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,090	2,090	2,090	2,090	2,090
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,090	2,090	2,090	2,090	2,090

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	10,405	10,664	11,950	12,908	13,896
Khấu hao	(2,095)	(2,116)	(2,291)	(2,518)	(2,741)
Lãi vay thuần	1,111	1,045	957	881	944
Thuế TNDN đã nộp	(2,128)	(1,536)	(2,451)	(2,648)	(2,876)
Thay đổi vốn lưu động	182	(1,968)	(1,102)	(594)	(570)
Khác	(1,979)	(1,653)	(1,749)	(1,408)	(1,351)
LCT thuần từ HĐKD	**9,686**	**8,668**	**9,897**	**11,656**	**12,786**
Đầu tư TS dài hạn	(1,742)	(1,762)	(4,160)	(4,151)	(3,552)
Góp vốn & đầu tư	(3,620)	(62.9)	500	0	(2,000)
Thanh lý	149	2,372	0	0	0
Khác	1,473	1,429	1,603	1,483	1,548
LCT thuần từ HĐĐT	**(3,739)**	**1,976**	**(2,057)**	**(2,668)**	**(4,004)**
Cổ tức trả cho CSH	(8,160)	(11,264)	(9,091)	(9,091)	(9,091)
Thu từ phát hành CP	722	7.20	0	0	0
Tăng/giảm nợ	796	175	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	**(6,641)**	**(11,082)**	**(9,091)**	**(9,091)**	**(9,091)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,912	2,226	1,795	544	440
LCT thuần trong kỳ	**(694)**	**(438)**	**(1,251)**	**(104)**	**(310)**
Ảnh hưởng của tỷ giá	8.33	6.62	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**2,226**	**1,795**	**544**	**440**	**130**
Dòng tiền tự do	**7,944**	**6,906**	**5,737**	**7,505**	**9,234**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	2,226	1,795	544	440	130
Đầu tư ngắn hạn	23,260	21,355	20,855	20,855	22,855
Phải thu khách hàng	4,793	4,702	5,246	5,626	5,966
Hàng tồn kho	5,687	6,839	7,583	8,032	8,473
Các tài sản ngắn hạn khác	1,588	1,571	1,680	1,757	1,831
Tổng tài sản ngắn hạn	**37,554**	**36,261**	**35,907**	**36,710**	**39,255**
TSCĐ hữu hình	11,520	11,618	10,964	12,891	14,525
TSCĐ vô hình	1,030	1,031	961	891	821
Bất động sản đầu tư	53.6	51.8	49.3	46.9	44.4
Đầu tư dài hạn	751	446	446	446	446
Đầu tư vào Cty LD,LK	622	511	511	511	511
Tài sản dài hạn khác	3,518	3,393	5,926	5,522	4,468
Tổng tài sản dài hạn	**17,495**	**17,051**	**18,857**	**20,307**	**20,815**
Tổng cộng tài sản	**55,049**	**53,312**	**54,764**	**57,018**	**60,070**
Nợ ngắn hạn	9,115	9,394	9,394	9,394	9,394
Phả trả người bán	3,874	3,923	3,963	4,116	4,256
Nợ ngắn hạn khác	4,264	3,146	3,275	3,364	3,445
Tổng nợ ngắn hạn	**18,460**	**18,520**	**18,810**	**19,136**	**19,434**
Nợ dài hạn	158	62.9	62.9	62.9	62.9
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	256	246	234	222	210
Nợ dài hạn khác	0.72	0.61	0.61	0.61	0.61
Tổng nợ dài hạn	**415**	**309**	**297**	**285**	**273**
Tổng nợ phải trả	**18,875**	**18,829**	**19,107**	**19,421**	**19,707**
Vốn chủ sở hữu	32,279	30,685	31,829	33,656	36,233
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,896	3,798	3,829	3,941	4,131
Tổng vốn chủ sở hữu	**36,174**	**34,483**	**35,658**	**37,597**	**40,363**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**55,049**	**53,312**	**54,764**	**57,018**	**60,070**
BVPS (đ)	15,445	14,682	15,230	16,103	17,337
Nợ thuần*/(tiền mặt)	7,047	7,662	8,913	9,017	9,327

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	41.4	41.2	41.9	42.4	42.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.2	20.1	20.9	21.6	22.3
Tỷ suất LNT (%)	15.2	14.8	15.1	15.3	15.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	18.5	19.2	19.2	19.4	19.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	2.34	3.02	7.15	4.77	4.38
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	3.55	2.24	11.4	8.32	7.86
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	5.84	0.19	9.60	5.86	6.88
Tăng trưởng EPS (%)	5.98	0.19	9.60	5.86	6.88
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	6.02	0.19	9.60	5.86	6.88
Tăng trưởng DPS (%)	13.0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	108	108	98.5	93.0	87.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	29.4	29.9	33.0	33.3	33.4
ROACE (%)	28.9	29.9	33.8	35.0	35.4
Vòng quay tài sản (lần)	1.15	1.17	1.26	1.28	1.27
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	0.93	0.81	0.83	0.90	0.92
Số ngày tồn kho	57.4	66.7	69.8	71.2	72.7
Số ngày phải thu	48.3	45.8	48.3	49.9	51.2
Số ngày phải trả	39.1	38.3	36.5	36.5	36.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	22.4	25.8	28.8	27.6	26.5
Nợ/tài sản (%)	17.2	18.2	17.8	17.1	16.2
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.76	0.76	0.68	0.63	0.59
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.03	1.96	1.91	1.92	2.02
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.11	2.06	1.94	1.85	1.78
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.4	10.2	9.28	8.58	7.97
P/E (lần)	14.7	14.6	13.4	12.6	11.8
P/E ĐC (lần)	14.7	14.6	13.4	12.6	11.8
P/B (lần)	3.82	4.02	3.87	3.66	3.40
Lợi suất cổ tức (%)	7.37	7.37	7.37	7.37	7.37

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

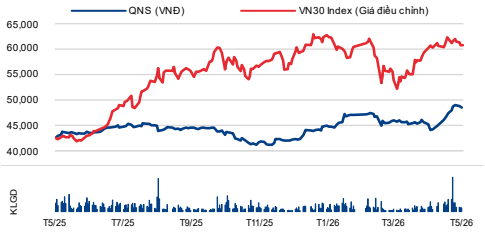
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Nắm giữ *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ50,200 *(từ 47,700)*
Tiềm năng tăng/giảm: 3.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/5/2026)	48,700
Mã Bloomberg	QNS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	41,084-49,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	48,675
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	15,200
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	577
Slg CP lưu hành (tr.đv)	312
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	156
Slg CP NN được mua (tr.đv)	110
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	14.9%
Tỷ lệ freefloat	-
Cổ đông lớn	ương mại Thành Phát (15.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	9.19	3.49	14.5
So với chỉ số	8.09	3.04	(19.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	6,313	5,683	11.1
2027F	7,164	6,265	14.4
2028F	7,904	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Hoạt động kinh doanh chính của QNS bao gồm sữa đậu nành và đường. Công ty là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành sữa đậu nành, chiếm 85% thị phần với nhãn hiệu "Fami", "Vinasoy"

Chuyên viên phân tích

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Duy trì khuyến nghị Nắm giữ nhưng tăng 5% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với QNS nhưng tăng 5% giá mục tiêu lên 50.200đ (tiềm năng tăng giá: 3%) do lùi định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027.
- HSC gần như giữ nguyên dự báo, tiếp tục kỳ vọng lợi nhuận thuần tăng trưởng 4% trong năm 2026, 14% trong năm 2027 và 10% trong năm 2028. Tăng trưởng hai chữ số trong các năm 2027-2028 dự báo được hỗ trợ nhờ giá đường phục hồi và lợi nhuận mảng sữa đậu nành tăng trưởng ở mức một chữ số thấp.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua, QNS đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,4 lần, cao hơn 1 độ lệch chuẩn (hay 13%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 6,6 lần – HSC cho rằng đây là mức định giá hợp lý.

Sự kiện: Cập nhật sau KQKD Q1/2026

KQKD Q1/2026 của QNS hơi cao hơn dự báo của HSC với doanh thu thuần tăng 22% so với cùng kỳ đạt 2.763 tỷ đồng và lợi nhuận thuần đi ngang ở mức 391 tỷ đồng, cao hơn 5% so với dự báo của chúng tôi. Tăng trưởng doanh thu diễn ra ở tất cả các mảng kinh doanh, dẫn dắt bởi sản lượng tiêu thụ đường tăng mạnh và mảng sữa đậu nành tiếp tục mở rộng. Tuy nhiên, lợi nhuận mảng đường vẫn ở mức thấp do giá bán suy yếu, trong khi tăng trưởng lợi nhuận mảng sữa đậu nành bị bù trừ một phần bởi chi phí khuyến mãi tăng mạnh, hiện được hạch toán vào chi phí bán hàng thay vì khấu trừ trực tiếp vào doanh thu như trước đây.

Tác động: Gần như giữ nguyên dự báo

Trong thời gian tới, HSC kỳ vọng giá đường sẽ duy trì gần vùng đáy của chu kỳ trong suốt năm 2026, với đà phục hồi diễn ra dần từ cuối năm 2026 thay vì bật tăng mạnh, trong khi chi phí logistics tăng nhiều khả năng sẽ gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận mảng sữa đậu nành từ Q2 trở đi.

Nhìn chung, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, chỉ điều chỉnh giảm nhẹ 1-3%. Dự báo mới – cao hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 4% trong năm 2026 (đạt 1.990 tỷ đồng), 14% trong năm 2027 (đạt 2.259 tỷ đồng) và 10% trong năm 2028 (đạt 2.492 tỷ đồng).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua, QNS đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới chỉ ở mức 7,4 lần, cao hơn 1 độ lệch chuẩn (hay 13%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 6,6 lần. So với các doanh nghiệp cùng ngành, QNS vẫn có định giá thấp hơn đáng kể như thường thấy; cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2026 là 7,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân của ba doanh nghiệp niêm yết cùng ngành tại Việt Nam là 16,1 lần.

Sau khi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027, HSC tăng 5% giá mục tiêu lên 50.200đ (tiềm năng tăng giá 3%) và duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với QNS.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,825	2,389	2,478	2,784	3,101
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,377	1,923	1,990	2,259	2,492
EPS ĐC (đồng)	7,682	6,100	6,313	7,164	7,904
DPS (đồng)	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
BVPS (đồng)	32,647	34,130	36,475	39,671	43,607
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.15	7.31	7.04	6.24	5.48
P/E ĐC (lần)	6.34	7.98	7.71	6.80	6.16
Lợi suất cổ tức (%)	8.21	8.21	8.21	8.21	8.21
P/B (lần)	1.49	1.43	1.34	1.23	1.12
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	7.12	(20.6)	3.48	13.5	10.3
ROAE (%)	25.6	18.6	18.1	19.0	19.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng 5% giá mục tiêu nhờ điều chỉnh giả định định giá

KQKD Q1/2026 của QNS hơi cao hơn dự báo của HSC, với doanh thu tăng mạnh ở các mảng kinh doanh nhưng bị bù trừ một phần bởi lợi nhuận mảng đường kém tích cực do giá bán thấp. Chúng tôi tiếp tục dự kiến giá đường sẽ duy trì gần vùng đáy của chu kỳ trong suốt năm 2026, trong khi chi phí logistics tăng sẽ gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận mảng sữa đậu nành từ Q2 trở đi. Theo đó, HSC gần như giữ nguyên dự báo giai đoạn 2026-2028, chỉ điều chỉnh giảm nhẹ 1-3%; theo đó lợi nhuận thuần tăng trưởng 4% trong năm 2026, 14% trong năm 2027 và 10% trong năm 2028. Mặc dù tăng 5% giá mục tiêu lên 50.200đ, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Nắm giữ với tiềm năng tăng giá 3%.

KQKD Q1/2026 hơi cao hơn dự báo của HSC

KQKD Q1/2026 của QNS hơi cao hơn kỳ vọng với doanh thu thuần tăng 22% so với cùng kỳ đạt 2.763 tỷ đồng (tương đương 19% dự báo cả năm 2026 của HSC trước kỳ công bố KQKD) và lợi nhuận thuần đi ngang ở mức 391 tỷ đồng, cao hơn 5% so với dự báo của chúng tôi (và tương đương 19% dự báo cả năm 2026 trước điều chỉnh). HSC lưu ý rằng Q1 thường là mùa thấp điểm của QNS. Doanh thu ở tất cả các mảng kinh doanh đều ghi nhận tăng trưởng dù lợi nhuận mảng đường vẫn ở mức kém tích cực do giá bán thấp.

Mảng đường: Doanh thu thuần tăng 34% so với cùng kỳ đạt 925 tỷ đồng, nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 68% đạt 59 nghìn tấn. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh xuống 16% từ mức 24,1% trong Q1/2025, trong khi LNTT giảm 27% so với cùng kỳ xuống 110 tỷ đồng do giá bán suy yếu. HSC ước tính giá bán bình quân giảm 18% so với cùng kỳ xuống khoảng 15.700đ/kg.

Mảng sữa đậu nành: Doanh thu thuần tăng 22% so với cùng kỳ đạt 1.130 tỷ đồng, được hỗ trợ nhờ sản lượng tăng 11% và thay đổi trong phương pháp hạch toán chi phí khuyến mãi. Lợi nhuận gộp tăng mạnh 40% so với cùng kỳ, với tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 48,9% từ mức 42,5% trong Q1/2025. Tuy nhiên, LNTT chỉ tăng 8% so với cùng kỳ đạt 150 tỷ đồng do chi phí khuyến mãi tăng mạnh, hiện được ghi nhận vào chi phí bán hàng thay vì khấu trừ trực tiếp vào doanh thu, khiến cả doanh thu và chi phí bán hàng cùng tăng tương ứng. Trong Q1/2026, chi phí khuyến mãi tăng mạnh lên 171 tỷ đồng từ mức 64 tỷ đồng trong Q1/2025, chủ yếu liên quan đến mảng sữa đậu nành.

Gần như giữ nguyên dự báo

Đối với mảng đường, HSC giữ nguyên quan điểm rằng giá đường nhiều khả năng sẽ duy trì gần vùng đáy của chu kỳ trong các tháng tới trước khi phục hồi dần từ cuối năm 2026. Đối với các năm 2027 và 2028, chúng tôi dự báo giá đường sẽ phục hồi ở mức vừa phải, lần lượt tăng trưởng 8% và 3%.

Đối với mảng sữa đậu nành, dù nguyên liệu đầu vào là đậu nành đã được đảm bảo cho cả năm 2026 với mức giá nền hơi thấp hơn so với năm 2025 nhưng chi phí logistics và bốc dỡ cảng tăng dự kiến sẽ gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận từ Q2 trở đi, với tỷ suất lợi nhuận nhiều khả năng thấp hơn mức ghi nhận trong Q1/2026.

Bảng 40: KQKD Q1/2026, QNS

Lợi nhuận thuần đi ngang so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q1/2025	Q1/2026	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	**2,269**	**2,763**	**21.8%**
Lợi nhuận gộp	739	888	20.2%
Lợi nhuận hoạt động tài chính	36	63	72.9%
Chi phí BH&QL	337	509	51.2%
LNTT	438	447	2.1%
Lợi nhuận thuần	**392**	**391**	**0.0%**
Tỷ suất lợi nhuận gộp	*32.5%*	*32.1%*	
Chi phí BH&QL / doanh thu	*14.8%*	*18.4%*	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	*17.3%*	*14.2%*	

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 41: Cơ cấu doanh thu thuần, QNS

Doanh thu tất cả các mảng kinh doanh đều tăng mạnh

Tỷ đồng	Q1/2025	Q1/2026	So với cùng kỳ
Đường	734	934	27.2%
Sữa đậu nành	937	1,139	21.5%
Khác	598	691	15.4%
Doanh thu thuần	**2,269**	**2,763**	**21.8%**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 42: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh, QNS

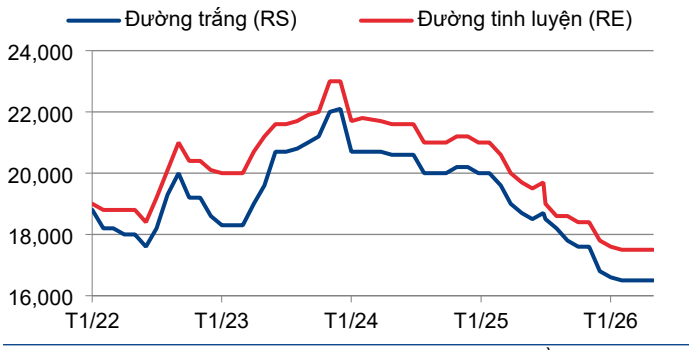
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng đường vẫn yếu

	Q1/2025	Q1/2026	Chênh lệch (điểm cơ bản)
Đường	24.1%	16.0%	(810)
Sữa đậu nành	42.5%	48.9%	640
Khác	27.3%	26.2%	(101)
Tổng tỷ suất lợi nhuận gộp	**32.5%**	**32.1%**	**(41)**

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 43: Giá đường trong nước

Giá đường vẫn thấp, ở mức 16.000-17.000đ/kg đối với đường trắng



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 44: Giá đường kỳ hạn

Giá đường vẫn thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh

Nguồn: Trading Economics

Nhìn chung, HSC gần như giữ nguyên dự báo, chỉ điều chỉnh giảm nhẹ 1-3%, theo đó lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 4% trong năm 2026, 14% trong năm 2027 và 10% trong năm 2028. Cụ thể:

- Với mảng đường: HSC tăng 3-7% dự báo doanh thu sau khi điều chỉnh tăng 6-12% giả định sản lượng tiêu thụ, nhưng bì bù trừ một phần do giảm 2-4% giả định giá bán, theo đó dự báo LNTT giảm 7-12%.
- Với mảng sữa đậu nành: HSC tăng 6-8% dự báo doanh thu, chủ yếu phản ánh giả định chi phí khuyến mãi cao hơn, khiến cả doanh thu và chi phí bán hàng cùng tăng tương ứng, trong khi dự báo LNTT chỉ được điều chỉnh tăng nhẹ 1-2%.

Chúng tôi tóm tắt những điều chỉnh dự báo trong Bảng 45-50.

Bảng 45: Dự báo dự báo giai đoạn 2026-2028, QNS

Chúng tôi điều chỉnh giảm 1-3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2026F				
Doanh thu thuần	10,744	**11,330**	5.5%	7.2%
Lợi nhuận thuần	2,014	**1,990**	-1.2%	3.5%
2027F				
Doanh thu thuần	11,637	**12,552**	7.9%	10.8%
Lợi nhuận thuần	2,317	**2,259**	-2.5%	13.5%
2028F				
Doanh thu thuần	12,387	**13,723**	10.8%	9.3%
Lợi nhuận thuần	2,491	**2,492**	0.0%	10.3%

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 46: Doanh thu mảng đường, QNS

Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định doanh thu mảng đường

Tỷ đồng	2026F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2027F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2028F	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Đường	3,307	-2.5%	3.6%	3,847	16.3%	4.8%	4,284	11.3%	7.6%
Mật rỉ	249	3.9%	0.2%	269	7.8%	2.6%	291	8.1%	5.3%
Tổng	**3,556**	**-2.0%**	**3.3%**	**4,116**	**15.7%**	**3.1%**	**4,574**	**11.1%**	**7.4%**
% tổng doanh thu	28.3%			32.8%			33.3%		

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 47: Giả định sản lượng tiêu thụ và giá bán mảng đường, QNS

Đối với mảng đường, chúng tôi điều chỉnh tăng giả định sản lượng tiêu thụ nhưng giảm giả định giá bán

	2026F		2027F		2028F	
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Sản lượng tiêu thụ mảng đường (nghìn tấn)	**194**	**205**	**203**	**221**	**214**	**239**
Tăng trưởng	1.5%	7.5%	4.6%	7.8%	5.3%	8.1%
Điều chỉnh		5.9%		9.1%		12.0%
Giá bán bình quân mảng đường (đồng/kg)	**16,458**	**16,102**	**18,102**	**17,387**	**18,642**	**17,905**
Tăng trưởng	-7.2%	-9.2%	10.0%	8.0%	3.0%	3.0%
Điều chỉnh		-2.2%		-4.0%		-4.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 48: Dự báo lợi nhuận mảng đường, QNS

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận

	2026F		2027F		2028F	
Tỷ đồng	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Lợi nhuận gộp	**736**	**690**	**958**	**852**	**1,062**	**979**
% tổng lợi nhuận gộp	19.6%	17.5%	23.2%	19.8%	24.0%	20.7%
Tăng trưởng	2.3%	-4.0%	30.1%	15.7%	10.8%	14.9%
Điều chỉnh		-6.2%		-11.1%		-7.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	**21.4%**	**19.4%**	**24.4%**	**20.7%**	**24.9%**	**21.4%**
LNTT	**685**	**637**	**901**	**791**	**999**	**911**
Tăng trưởng	2.4%	-4.9%	31.5%	24.2%	10.8%	15.1%
Điều chỉnh		-7.1%		-12.2%		-8.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 49: Dự báo doanh thu mảng sữa đậu nành, QNS

HSC nâng dự báo doanh thu mảng sữa đậu nành, chủ yếu nhờ Công ty đẩy mạnh hoạt động khuyến mãi

	2026F		2027F		2028F	
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Doanh thu (tỷ đồng)	**5,140**	**5,447**	**5,499**	**5,883**	**5,884**	**6,354**
% tổng doanh thu	47.8%	48.1%	47.3%	46.9%	47.5%	46.3%
Tăng trưởng	7.0%	13.4%	7.0%	8.0%	7.0%	15.5%
Điều chỉnh		6.0%		7.0%		8.0%
Sản lượng tiêu thụ (triệu lít)	**282**	**285**	**302**	**308**	**323**	**333**
Tăng trưởng	7.0%	8.0%	7.0%	8.0%	7.0%	8.0%
Điều chỉnh		0.9%		1.9%		2.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 50: Dự báo lợi nhuận mảng sữa đậu nành, QNS

Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ dự báo lợi nhuận mảng sữa đậu nành

	2026F		2027F		2028F	
Tỷ đồng	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Lợi nhuận gộp	**2,313**	**2,506**	**2,442**	**2,612**	**2,613**	**2,821**
% tổng lợi nhuận gộp	61.5%	63.4%	59.1%	60.7%	59.0%	59.8%
Tăng trưởng	*8.4%*	*17.4%*	*5.6%*	*4.2%*	*7.0%*	*8.0%*
Điều chỉnh		*8.3%*		*7.0%*		*8.0%*
Tỷ suất lợi nhuận gộp	**45.0%**	**46.0%**	**44.4%**	**44.4%**	**44.4%**	**44.4%**
LNTT	**1,232**	**1,245**	**1,319**	**1,333**	**1,393**	**1,418**
Tăng trưởng	*4.3%*	*5.4%*	*7.1%*	*7.0%*	*5.6%*	*6.4%*
Điều chỉnh		*1.1%*		*1.0%*		*1.8%*

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Duy trì khuyến nghị Nắm giữ

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với QNS nhưng tăng 5% giá mục tiêu lên 50.200đ do lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027. Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp ROE/COE để định giá QNS.

Bảng 51: Chi phí vốn CSH, QNS

Giả định chi phí vốn CSH là 14,5%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH	**12.8%**
Phần bù bổ sung	1.8%
Giả định chi phí vốn CSH áp dụng	**14.5%**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 52: Giá mục tiêu giữa năm 2027, QNS

Giá mục tiêu là 50.200đ/cp

	Giá trị (giữa 2027)
ROE	18.5%
g	2.0%
Chi phí vốn CSH	**14.5%**
P/B	1.319
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	38,073
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	**50,201**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 53: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, QNS

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

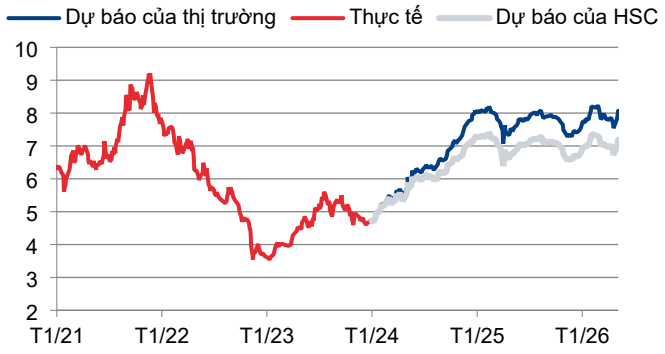
Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	**3.5%**	**4.0%**	**4.5%**	**5.0%**
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	**1.0%**	53,237	51,196	49,305	47,549	45,914
	1.5%	53,867	51,719	49,736	47,899	46,194
	2.0%	54,551	52,286	**50,201**	48,276	46,493
	2.5%	55,298	52,902	50,705	48,683	46,816
	3.0%	56,115	53,573	51,252	49,124	47,165

Nguồn: HSC ước tính

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua, QNS đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới chỉ ở mức 7,4 lần, cao hơn 1 độ lệch chuẩn (hay 13%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 6,6 lần. Trong khi đó, so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước, QNS vẫn có định giá thấp hơn đáng kể như thường thấy; với P/E dự phóng năm 2026 là 7,7 lần, cổ phiếu đang giao dịch thấp hơn nhiều so với mức bình quân 16,1 lần của ba doanh nghiệp niêm yết cùng ngành tại Việt Nam.

Biểu đồ 54: P/E trượt dự phóng 1 năm, QNS

QNS hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,4 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi)...



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.
Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 55: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, QNS

...cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 6,6 lần

Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.
Nguồn: HSC, Bloomberg

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 56: So sánh các công ty cùng ngành, QNS

Như thường lệ, QNS đang giao dịch với định giá thấp hơn so với các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2026	P/E 2027
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	4,679	13.4	12.6
Tổng Công ty Bia – Rượu – NGK Sài Gòn	SAB VN	2,336	12.6	11.9
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	MCH VN	6,434	22.3	20.2
Bình quân		**4,483**	**16.1**	**14.9**
CTCP Đường Quảng Ngãi	**QNS VN**	**577**	**7.7**	**6.8**

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	10,243	10,573	11,330	12,552	13,723
Lợi nhuận gộp	3,486	3,537	3,951	4,300	4,721
Chi phí BH&QL	(1,104)	(1,608)	(1,958)	(2,012)	(2,178)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	**2,381**	**1,929**	**1,993**	**2,287**	**2,544**
Lãi vay thuần	137	166	182	181	182
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	127	126	120	120	120
LNTT	**2,646**	**2,221**	**2,295**	**2,588**	**2,845**
Chi phí thuế TNDN	(268)	(298)	(305)	(330)	(354)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**2,377**	**1,923**	**1,990**	**2,259**	**2,492**
Lợi nhuận thuần ĐC	**2,377**	**1,923**	**1,990**	**2,259**	**2,492**
EBITDA ĐC	**2,825**	**2,389**	**2,478**	**2,784**	**3,101**
EPS (đồng)	7,682	6,100	6,313	7,164	7,904
EPS ĐC (đồng)	7,682	6,100	6,313	7,164	7,904
DPS (đồng)	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	306	312	312	312	312
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	312	312	312	312	312
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	312	312	312	312	312

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	2,381	1,929	1,993	2,287	2,544
Khấu hao	(444)	(460)	(485)	(497)	(557)
Lãi vay thuần	137	166	182	181	182
Thuế TNDN đã nộp	(258)	(273)	(305)	(330)	(354)
Thay đổi vốn lưu động	(504)	24.7	(111)	(175)	(252)
Khác	(167)	(200)	(195)	(193)	(193)
LCT thuần từ HĐKD	**2,033**	**2,107**	**2,049**	**2,267**	**2,484**
Đầu tư TS dài hạn	(255)	(368)	(1,172)	(1,165)	(1,107)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	4.76	0.37	0	0	0
Khác	(903)	(580)	444	310	310
LCT thuần từ HĐĐT	**(1,153)**	**(948)**	**(728)**	**(855)**	**(797)**
Cổ tức trả cho CSH	1,216	1,248	1,248	1,248	1,248
Thu từ phát hành CP	282	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	302	(177)	(34.9)	(25.1)	(24.9)
Khác	(2,433)	(2,497)	(2,547)	(2,574)	(2,573)
LCT thuần từ HĐTC	**(632)**	**(1,426)**	**(1,333)**	**(1,350)**	**(1,350)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	289	539	272	260	322
LCT thuần trong kỳ	**249**	**(266)**	**(11.7)**	**61.5**	**337**
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.00	(0.77)	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**539**	**272**	**260**	**322**	**659**
Dòng tiền tự do	**1,779**	**1,739**	**877**	**1,102**	**1,377**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	539	272	260	322	659
Đầu tư ngắn hạn	7,299	8,132	8,000	8,000	8,000
Phải thu khách hàng	810	1,076	1,139	1,271	1,389
Hàng tồn kho	1,324	1,378	1,477	1,636	1,789
Các tài sản ngắn hạn khác	39.1	35.1	37.6	41.6	45.5
Tổng tài sản ngắn hạn	**10,011**	**10,893**	**10,913**	**11,271**	**11,883**
TSCĐ hữu hình	3,436	3,117	2,885	3,592	4,264
TSCĐ vô hình	17.1	24.7	17.4	9.96	2.37
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	344	328	1,294	1,326	1,272
Tổng tài sản dài hạn	**3,798**	**3,469**	**4,196**	**4,928**	**5,538**
Tổng cộng tài sản	**13,809**	**14,362**	**15,110**	**16,199**	**17,421**
Nợ ngắn hạn	2,714	2,536	2,511	2,486	2,461
Phả trả người bán	464	436	457	511	557
Nợ ngắn hạn khác	234	291	307	333	275
Tổng nợ ngắn hạn	**3,626**	**3,550**	**3,575**	**3,666**	**3,661**
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	180	160	150	150	150
Tổng nợ dài hạn	**180**	**160**	**150**	**150**	**150**
Tổng nợ phải trả	**3,806**	**3,710**	**3,725**	**3,817**	**3,811**
Vốn chủ sở hữu	10,002	10,653	11,384	12,382	13,610
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	**10,002**	**10,653**	**11,384**	**12,382**	**13,610**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**13,809**	**14,362**	**15,110**	**16,199**	**17,421**
BVPS (đ)	32,647	34,130	36,475	39,671	43,607
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,174	2,264	2,251	2,164	1,802

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	34.0	33.4	34.9	34.3	34.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	27.6	22.6	21.9	22.2	22.6
Tỷ suất LNT (%)	23.2	18.2	17.6	18.0	18.2
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.1	13.4	13.3	12.7	12.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	2.22	3.22	7.16	10.8	9.33
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	8.68	(15.4)	3.72	12.4	11.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	8.88	(19.1)	3.48	13.5	10.3
Tăng trưởng EPS (%)	7.12	(20.6)	3.48	13.5	10.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	7.12	(20.6)	3.48	13.5	10.3
Tăng trưởng DPS (%)	14.3	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	52.1	65.6	63.4	55.8	50.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	25.6	18.6	18.1	19.0	19.2
ROACE (%)	25.1	18.4	17.8	19.0	19.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.79	0.75	0.77	0.80	0.82
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	0.85	1.09	1.03	0.99	0.98
Số ngày tồn kho	71.5	71.5	73.1	72.4	72.5
Số ngày phải thu	43.8	55.8	56.3	56.2	56.3
Số ngày phải trả	25.1	22.6	22.6	22.6	22.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	22.3	22.0	20.5	18.3	14.0
Nợ/tài sản (%)	20.1	18.2	17.2	16.0	14.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.98	1.10	1.05	0.93	0.83
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.76	3.07	3.05	3.07	3.25
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.70	1.65	1.54	1.38	1.24
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.15	7.31	7.04	6.24	5.48
P/E (lần)	6.34	7.98	7.71	6.80	6.16
P/E ĐC (lần)	6.34	7.98	7.71	6.80	6.16
P/B (lần)	1.49	1.43	1.34	1.23	1.12
Lợi suất cổ tức (%)	8.21	8.21	8.21	8.21	8.21

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

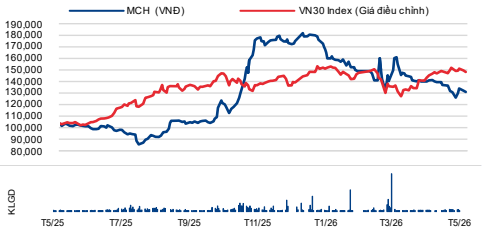
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Nắm giữ *(từ Giảm tỷ trọng)*
Giá mục tiêu: VNĐ133,200 *(từ 130,000)*
Tiềm năng tăng/giảm: 1.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/5/2026)	131,000
Mã Bloomberg	MCH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	85,439-181,862
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	131,250
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	169,574
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,434
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,294
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	647
Slg CP NN được mua (tr.đv)	450
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	15.3%
Tỷ lệ freefloat	30.1%
Cổ đông lớn	Consumer Holdings (69.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(6.50)	(12.1)	26.3
So với chỉ số	(7.44)	(12.5)	(11.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	5,883	5,931	(0.8)
2027F	6,495	6,610	(1.7)
2028F	7,368	7,404	(0.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Hàng tiêu dùng Masan là công ty con của Công ty TNHH Masan Consumer Holdings. Chuyên sản xuất và phân phối nhiều loại gia vị, thực phẩm, đồ uống và các sản phẩm chăm sóc cá nhân và nhà cửa.

Chuyên viên phân tích

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Nâng khuyến nghị lên Nắm giữ nhờ định giá trở nên hợp lý hơn

- HSC tăng 2,5% giá mục tiêu của MCH lên 133.200đ sau khi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027. Với tiềm năng tăng giá 2% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với MCH lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng).
- KQKD Q1/2026 của MCH sát với dự báo của HSC, với đà phục hồi của kênh bán hàng truyền thống cho thấy mô hình "Retail Supreme" đang dần phát huy hiệu quả; và nhờ tăng giá bán, tỷ suất lợi nhuận gộp được kỳ vọng sẽ duy trì trên 45%. HSC gần như giữ nguyên dự báo giai đoạn 2026-2028 với lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 14%, 10% và 14%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua, MCH đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 21,7 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn (hay 10%) so với bình quân ở mức 19,7 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 22,3 lần, cao hơn 84% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước ở mức 12,1 lần.

Sự kiện: Cập nhật sau KQKD Q1/2026

KQKD Q1/2026 của MCH sát với dự báo của HSC. Lợi nhuận thuần tăng 12% so với cùng kỳ đạt 1.778 tỷ đồng trên doanh thu thuần 8.472 tỷ đồng (tăng 14% so với cùng kỳ). Trong quý, kênh bán hàng truyền thống tăng trưởng trở lại 11% so với cùng kỳ sau ba quý liên tiếp suy giảm – giảm lần lượt 19% trong Q2/2025, 10% trong Q3/2025 và 1% trong Q4/2025 – cho thấy mô hình "Retail Supreme" tiếp tục mang lại hiệu quả tích cực.

Lưu ý, trước áp lực chi phí đầu vào gia tăng, MCH đã điều chỉnh tăng giá bán tại các ngành hàng chủ chốt thêm 3-4%, 7-8% hoặc 10-12%, tùy theo từng ngành hàng. Theo đó, BLĐ cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp có thể duy trì trên mức 45% trong các quý tới, sát với dự báo của HSC.

Tác động: Gần như giữ nguyên dự báo

Dự báo lợi nhuận của HSC nhìn chung được giữ nguyên và hiện hơi thấp hơn bình quân dự báo thị trường. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 14% trong năm 2026 (đạt 7.615 tỷ đồng), 10% trong năm 2027 (đạt 8.408 tỷ đồng) và 14% trong năm 2028 (đạt 9.539 tỷ đồng).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua (và giảm 24% trong 6 tháng qua), MCH đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 21,7 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn (hay 10%) so với bình quân từ năm 2024 ở mức 19,7 lần. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2026 của MCH là 22,3 lần, cao hơn 84% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước ở mức 12,1 lần và cao hơn 14% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực ở mức 19,6 lần – tuy nhiên chúng tôi lưu ý rằng mức định giá cao hơn bình quân này của MCH là điều thường thấy.

HSC tăng 2,5% giá mục tiêu khi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027, đồng thời nâng khuyến nghị lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng), với tiềm năng tăng giá 2% so với thị giá hiện tại.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	8,089	7,601	8,803	9,776	11,073
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	7,803	6,667	7,615	8,408	9,538
EPS ĐC (đồng)	6,028	5,151	5,883	6,495	7,368
DPS (đồng)	26,800	5,000	5,000 ▼	5,000 ▼	5,000 ▼
BVPS (đồng)	14,766	13,953	14,150	14,147	14,205
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.4	22.5	19.4	17.5	15.4
P/E ĐC (lần)	21.7	25.4	22.3	20.2	17.8
Lợi suất cổ tức (%)	20.5	3.82	3.82	3.82	3.82
P/B (lần)	8.87	9.39	9.26	9.26	9.22
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	10.1	(14.6)	14.2	10.4	13.4
ROAE (%)	42.8	46.4	41.9	45.9	52.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

"Retail Supreme" hỗ trợ phục hồi kênh bán hàng truyền thống; nâng khuyến nghị lên Nắm giữ

KQKD Q1/2026 của MCH sát với dự báo của HSC, với lợi nhuận thuần tăng 12% so với cùng kỳ đạt 1.778 tỷ đồng trên doanh thu thuần 8.472 tỷ đồng (tăng 14% so với cùng kỳ). Kênh bán hàng truyền thống phục hồi 11% so với cùng kỳ trong Q1/2026 sau ba quý liên tiếp giảm, cho thấy rõ lợi ích tiếp tục đến từ mô hình "Retail Supreme" của MCH. HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần với lợi nhuận tăng trưởng 14% trong năm 2026, 10% trong năm 2027 và 14% trong năm 2028. Tuy nhiên, chúng tôi tăng 2,5% giá mục tiêu lên 133.200đ nhờ áp dụng các giả định định giá mới và lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2027. HSC nâng khuyến nghị đối với MCH lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng), với tiềm năng tăng giá 2% tại giá mục tiêu mới sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh trong 1-3 tháng qua.

KQKD Q1/2026 sát dự báo; đà phục hồi của kênh bán hàng truyền thống cho thấy việc triển khai "Retail Supreme" đang phát huy hiệu quả

Lợi nhuận thuần Q1/2026 tăng 12% so với cùng kỳ đạt 1.778 tỷ đồng, nhìn chung sát với dự báo của HSC, trên doanh thu thuần 8.472 tỷ đồng (tăng 14% so với cùng kỳ). Tăng trưởng chủ yếu đến từ các ngành hàng gia vị (tăng 17% so với cùng kỳ), thực phẩm tiện lợi (tăng 14%) và sản phẩm chăm sóc gia đình & cá nhân (tăng 30%), trong khi doanh thu mảng đồ uống giảm 3% do nhu cầu suy yếu.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhẹ lên 46,7% (so với mức 46,3% trong Q1/2025), trong khi lợi nhuận tài chính tăng 51% so với cùng kỳ, nhờ thu nhập lãi vay từ các bên liên quan tăng cao. Chi phí bán hàng & quản lý tăng 15% so với cùng kỳ do Công ty đẩy mạnh chi phí quảng cáo & khuyến mãi nhằm củng cố các thương hiệu chủ lực và hỗ trợ tăng trưởng.

Xét theo kênh phân phối, kênh bán hàng truyền thống (bao gồm các điểm bán nhỏ lẻ phân mảnh) hiện đóng góp khoảng 75% doanh thu của MCH, doanh thu của kênh này đã phục hồi 11% so với cùng kỳ trong Q1/2026 sau khi giảm lần lượt 19% trong Q2/2025, 10% trong Q3/2025 và 1% trong Q4/2025. Đà phục hồi này cho thấy mô hình "Retail Supreme" (nhân viên bán hàng quản lý toàn bộ ngành hàng trong một khu vực và làm việc trực tiếp với các nhà bán lẻ nhằm cải thiện độ phủ, hiệu quả triển khai tại điểm bán và tốc độ đưa sản phẩm ra thị trường) tiếp tục mang lại hiệu quả tích cực cùng với sự cải thiện trên diện rộng ở các chỉ số vận hành chủ chốt.

Tính đến Q1/2026, số lượng điểm bán đang hoạt động tăng lên 500 nghìn cửa hàng, tăng hơn gấp đôi so với mức 230 nghìn trước khi triển khai mô hình. Số SKU trên mỗi đơn hàng tăng 17% lên 5,5, trong khi tốc độ đưa sản phẩm ra thị trường cải thiện đáng kể, với thời gian triển khai sản phẩm mới được rút ngắn xuống còn hai tuần tại 70 nghìn cửa hàng, so với bốn tuần tại 50 nghìn cửa hàng trước đây. Các kênh khác cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực, với kênh bán hàng hiện đại, (bao gồm các hệ thống bán lẻ có tổ chức và theo chuỗi) tăng 25% và mảng kinh doanh quốc tế tăng 11%.

Bảng 57: KQKD Q1/2026, MCH

Lợi nhuận thuần tăng 12% so với cùng kỳ, sát với dự báo

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	**7,489**	**8,472**	**13.1%**
Lợi nhuận gộp	3,500	3,956	13.0%
Lợi nhuận HĐ tài chính	104	158	51.3%
Chi phí BH&QL	(1,777)	(2,051)	15.4%
LNST	1,614	1,800	11.5%
Lợi nhuận thuần	**1,586**	**1,778**	**12.1%**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 58: Các chỉ số quan trọng, MCH

Tỷ suất lợi nhuận thuần ổn định so với cùng kỳ

	Q1/25	Q1/26	Chênh lệch (điểm cơ bản)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46.7%	46.7%	(0.3)
Chi phí BH&QL / doanh thu	23.7%	24.2%	4.8
Tỷ suất lợi nhuận thuần	21.2%	21.0%	(1.9)

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 59: Cơ cấu doanh thu thuần, MCH

Gia vị, thực phẩm tiện lợi và HPC là những nhóm sản phẩm dẫn dắt tăng trưởng doanh thu trong Q1

Tỷ đồng	Q1/2025	Q1/2026	So với cùng kỳ
Gia vị	2,677	3,136	17.1%
Thực phẩm tiện lợi	2,217	2,526	13.9%
Đồ uống	1,212	1,178	-2.8%
Cà phê	468	511	9.2%
Sản phẩm chăm sóc cá nhân & gia đình (HPC)	461	619	34.2%
Kinh doanh quốc tế	387	431	11.3%
Khác	67	72	7.6%
Doanh thu thuần	**7,489**	**8,472**	**13.1%**

Nguồn: HSC ước tính

Doanh thu tháng 4/2026 phục hồi mạnh

Trong tháng 4/2026, doanh thu thuần đạt 2.112 tỷ đồng, tăng 32% so với cùng kỳ, được hỗ trợ nhờ doanh thu tăng mạnh ở các ngành hàng gia vị (tăng 56%), đồ uống đóng chai (tăng 62%), sản phẩm chăm sóc gia đình & cá nhân (tăng 49%) và mảng kinh doanh quốc tế (tăng 22%). Trong khi đó, doanh thu mảng đồ uống đi ngang. Tính chung 4 tháng đầu năm 2026, doanh thu thuần đạt 10.584 tỷ đồng, tăng 16,6% so với cùng kỳ và đạt 30% dự báo cho cả năm 2026 của HSC ở mức 35.068 tỷ đồng, nhìn chung sát với dự báo.

Đáng chú ý, tại ĐHCĐ và buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích gần đây của MCH, BLĐ cho biết một số chi phí đầu vào đã bắt đầu tăng do giá dầu tăng trong bối cảnh xung đột Iran. Để ứng phó, MCH đã tăng giá bán thêm 3-4%, 7-8% hoặc 10-12%, tùy theo từng ngành hàng. Theo đó, BLĐ kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp có thể duy trì trên mức 45% trong các quý tới (nhìn chung sát với dự báo của HSC).

Gần như giữ nguyên dự báo

Dựa trên KQKD 4 tháng đầu năm 2026 và kế hoạch HĐKD của BLĐ, HSC điều chỉnh tăng dự báo doanh thu đối với một số ngành hàng đồng thời giảm dự báo ở một số ngành hàng khác. Nhìn chung, dự báo của chúng tôi gần như không thay đổi, với lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng 14% trong năm 2026, 10% trong năm 2027 và 14% trong năm 2028, Theo đó, lợi nhuận thuần sẽ đạt 7.615 tỷ đồng trong năm 2026, 8.408 tỷ đồng trong năm 2027 và 9.539 tỷ đồng trong năm 2028. Chúng tôi trình bày chi tiết trong Bảng 60-61.

Bảng 60: Dự báo cho giai đoạn 2026-2028, MCH

Chúng tôi gần như giữ nguyên các dự báo

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2026F				
Doanh thu thuần	35,068	35,407	1.0%	15.9%
Lợi nhuận thuần	7,632	7,615	-0.2%	14.2%
2027F				
Doanh thu thuần	39,144	39,486	0.9%	11.5%
Lợi nhuận thuần	8,442	8,408	-0.4%	10.4%
2028F				
Doanh thu thuần	43,221	43,569	0.8%	10.3%
Lợi nhuận thuần	9,584	9,539	-0.5%	13.5%

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 61: Dự báo cơ cấu doanh thu thuần, MCH

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo đối với mảng gia vị, thực phẩm tiện lợi & HPC nhưng hạ dự báo đối với mảng đồ uống

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Gia vị	11,966	12,923	13,957	12,486	13,485	14,564	4.3%	4.3%	4.3%
Tăng trưởng	*15.0%*	*8.0%*	*8.0%*	*20.0%*	*8.0%*	*8.0%*			
Thực phẩm tiện lợi	10,540	11,804	12,985	10,726	12,013	13,214	1.8%	1.8%	1.8%
Tăng trưởng	*13.0%*	*12.0%*	*10.0%*	*15.0%*	*12.0%*	*10.0%*			
Đồ uống	5,636	6,482	7,324	5,244	6,031	6,815	-7.0%	-7.0%	-7.0%
Tăng trưởng	*15.0%*	*15.0%*	*13.0%*	*7.0%*	*15.0%*	*13.0%*			
Cà phê	2,003	2,203	2,424	2,003	2,203	2,424	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*			
HPC	2,609	3,000	3,390	2,826	3,250	3,673	8.3%	8.3%	8.3%
Tăng trưởng	*20.0%*	*15.0%*	*13.0%*	*10.0%*	*15.0%*	*13.0%*			
Khác	2,314	2,731	3,141	2,122	2,504	2,879	-8.3%	-8.3%	-8.3%
Tăng trưởng	*20.0%*	*18.0%*	*15.0%*	*10.0%*	*18.0%*	*15.0%*			
Tổng	**35,068**	**39,144**	**43,221**	**35,407**	**39,486**	**43,569**	**1.0%**	**0.9%**	**0.8%**
Tăng trưởng	***14.8%***	***11.6%***	***10.4%***	***15.9%***	***11.5%***	***10.3%***			

Nguồn: HSC ước tính

Nâng khuyến nghị lên Nắm giữ nhờ định giá

HSC tăng 2,5% giá mục tiêu lên 133.200đ do lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027. Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá MCH. Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định WACC ở mức 9,9% với các giả định không đổi, bao gồm beta 0,9, lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%.

Bảng 62: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, MCH

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	7,615	8,408	9,538	10,674	11,933
+ Khấu hao	680	737	788	834	874
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	447	485	515	545	583
- Thay đổi vốn lưu động	(465)	(424)	(489)	(508)	(543)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(772)	(798)	(800)	(792)	(791)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	**7,506**	**8,408**	**9,552**	**10,753**	**12,055**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 63: Giá mục tiêu giữa năm 2027, MCH

Giá mục tiêu là 133.200đ/cp

	Tỷ đồng
Giá trị dài hạn	179,083
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	137,365
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	32,325
Giá trị của doanh nghiệp	**169,690**
Tiền mặt & điều chỉnh	13,882
Nợ	(11,150)
Giá trị vốn CSH	**172,422**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,294
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	**133,197**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 64: Tính toán WACC

WACC là 9,9%

	Giả định
Tỷ trọng vốn CSH	70%
Beta	0.9
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	**11.9%**
Tỷ trọng nợ	30%
Chi phí nợ	6.5%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	**5.2%**
WACC	**9.9%**

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 65: Phân tích độ nhạy, MCH

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	130,602	124,963	119,821	115,116	110,793
	2.5%	138,275	131,865	126,059	120,777	115,950
	3.0%	147,179	139,816	**133,197**	127,215	121,783
	3.5%	157,636	149,073	141,443	134,602	128,433
	4.0%	170,091	159,989	151,080	143,165	136,086

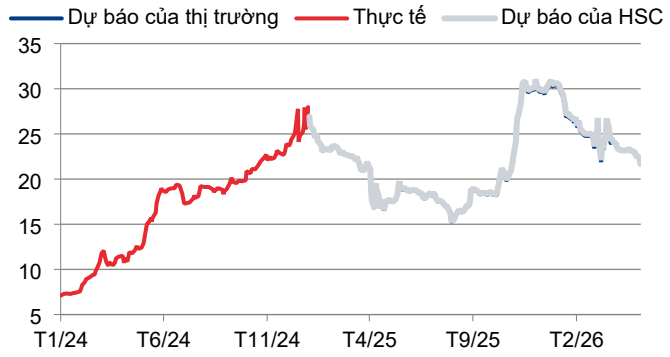
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua, MCH đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 21,7 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn (hay 10%) so với bình quân từ 2024 ở mức 19,7 lần (Biểu đồ 66-67). Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2026 của MCH là 22,3 lần, cao hơn 84% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước ở mức 12,1 lần và cao hơn 14% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực ở mức 19,6 lần (Bảng 68) – tuy nhiên chúng tôi lưu ý rằng mức định giá cao hơn bình quân này của MCH là điều thường thấy.

Biểu đồ 66: P/E trượt dự phóng 1 năm, MCH

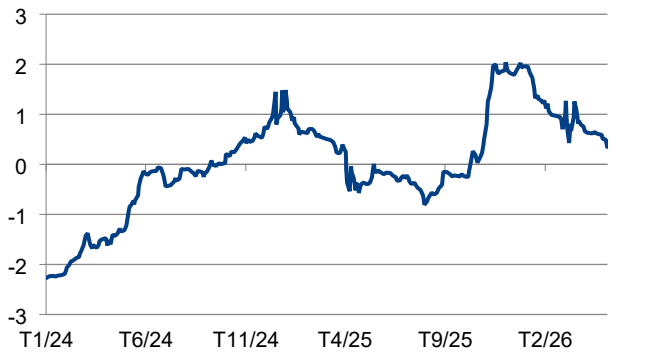
MCH đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,7 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi)...



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2024.
Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 67: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MCH

... cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ tháng 1/2024 là 19,7 lần



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2024.
Nguồn: HSC, Bloomberg

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 68: So sánh các công ty cùng ngành, MCH

Dựa trên P/E 2026, MCH đang giao dịch với định giá cao hơn 84% so với bình quân các công ty cùng ngành trong nước (12,1 lần) và hơn 14% so với bình quân tất cả các doanh nghiệp cùng ngành (19,6 lần)

	Mã CK	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2026
Các công ty cùng ngành trong nước				
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	Việt Nam	4,679	13.4
CTCP Tập đoàn Masan	MSN VN	Việt Nam	4,154	14.8
Tổng Công ty Bia – Rượu – NGK Sài Gòn	SAB VN	Việt Nam	2,336	12.6
CTCP Đường Quảng Ngãi	QNS VN	Việt Nam	577	7.7
Bình quân - các công ty cùng ngành trong nước			**2,937**	**12.1**
Trung vị - các công ty cùng ngành trong nước			**3,245**	**13.0**
Các công ty cùng ngành trong khu vực				
Hindustan Unilever	HINDUNILVR IN	Ấn Độ	57,680	51.4
Inner Mongolia Yili Industrial	600887 CH	Trung Quốc	25,000	14.9
Henan Shuanghui Investment	000895 CH	Trung Quốc	13,000	17.8
Indofood CBP	ICBP IJ	Indonesia	6,076	9.7
Want Want China Holdings	0151 CH	Trung Quốc	7,787	12.2
Unilever Indonesia Tbk	UNVR IJ	Indonesia	5,773	28.0
Universal Robina Corp	URC PM	Philippines	2,599	13.7
Jonjee Hi-tech Industrial and Commercial Holding Co	600872 CH	Trung Quốc	2,300	26.3
Farm Fresh Bhd	5306 MK	Malaysia	1,300	32.0
Bình quân - các công ty cùng ngành trong khu vực			**13,502**	**22.9**
Trung vị - các công ty cùng ngành trong khu vực			**6,076**	**17.8**
Bình quân - tất cả các công ty cùng ngành			**10,251**	**19.6**
Trung vị - tất cả các công ty cùng ngành			**4,679**	**14.8**
CTCP Hàng tiêu dùng Masan		***Việt Nam***	**6,434**	**22.3**

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	30,897	30,557	35,407	39,486	43,569
Lợi nhuận gộp	14,405	13,906	16,154	17,865	20,000
Chi phí BH&QL	(6,880)	(6,769)	(8,031)	(8,825)	(9,715)
Thu nhập khác	0	0	0	0	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	**7,525**	**7,137**	**8,123**	**9,040**	**10,285**
Lãi vay thuần	1,423	545	573	562	609
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	65.1	83.0	91.3	100	110
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(8.28)	0.24	0	0	0
LNTT	**9,004**	**7,765**	**8,787**	**9,702**	**11,005**
Chi phí thuế TNDN	(1,084)	(1,001)	(1,061)	(1,171)	(1,328)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(117)	(97.0)	(111)	(122)	(139)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**7,803**	**6,667**	**7,615**	**8,408**	**9,538**
Lợi nhuận thuần ĐC	**7,803**	**6,667**	**7,615**	**8,408**	**9,538**
EBITDA ĐC	**8,089**	**7,601**	**8,803**	**9,776**	**11,073**
EPS (đồng)	10,769	5,151	5,883	6,495	7,368
EPS ĐC (đồng)	6,028	5,151	5,883	6,495	7,368
DPS (đồng)	26,800	5,000	5,000	5,000	5,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	725	1,294	1,294	1,294	1,294
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	725	1,294	1,294	1,294	1,294
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	7,525	7,137	8,123	9,040	10,285
Khấu hao	(565)	(464)	(680)	(737)	(788)
Lãi vay thuần	1,423	545	573	562	609
Thuế TNDN đã nộp	(1,108)	(993)	(1,061)	(1,171)	(1,328)
Thay đổi vốn lưu động	2,381	(4,317)	(465)	(424)	(489)
Khác	(1,558)	(704)	773	731	751
LCT thuần từ HĐKD	**9,227**	**2,132**	**8,623**	**9,474**	**10,616**
Đầu tư TS dài hạn	(514)	(1,185)	(772)	(798)	(800)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	8.12	9.80	9.80	9.80	9.80
Khác	11,980	2,267	(557)	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	**11,474**	**1,091**	**(1,319)**	**(788)**	**(790)**
Cổ tức trả cho CSH	(23,070)	(2,742)	(7,360)	(8,412)	(9,463)
Thu từ phát hành CP	119	3,320	0	0	0
Tăng/giảm nợ	2,135	(1,206)	1,138	774	721
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	**(20,816)**	**(628)**	**(6,222)**	**(7,637)**	**(8,742)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,790	5,677	8,275	9,358	10,406
LCT thuần trong kỳ	**(115)**	**2,596**	**1,082**	**1,048**	**1,084**
Ảnh hưởng của tỷ giá	2.63	2.59	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**5,677**	**8,275**	**9,358**	**10,406**	**11,490**
Dòng tiền tự do	**8,713**	**947**	**7,851**	**8,676**	**9,816**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	5,677	8,275	9,358	10,406	11,490
Đầu tư ngắn hạn	365	3,443	4,000	4,000	4,000
Phải thu khách hàng	1,705	3,003	3,233	3,427	3,621
Hàng tồn kho	2,582	2,895	3,287	3,592	3,884
Các tài sản ngắn hạn khác	64.3	149	172	192	212
Tổng tài sản ngắn hạn	**10,394**	**17,765**	**20,050**	**21,618**	**23,208**
TSCĐ hữu hình	4,535	4,592	5,227	5,605	5,934
TSCĐ vô hình	714	657	571	484	396
Bất động sản đầu tư	4.17	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	332	916	458	229	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	347	416	416	416	416
Tài sản dài hạn khác	11,574	9,620	9,303	8,986	8,658
Tổng tài sản dài hạn	**17,506**	**16,201**	**15,976**	**15,720**	**15,404**
Tổng cộng tài sản	**27,900**	**33,966**	**36,026**	**37,337**	**38,612**
Nợ ngắn hạn	9,067	7,169	8,307	9,082	9,803
Phả trả người bán	2,315	2,524	2,627	2,655	2,604
Nợ ngắn hạn khác	2,511	2,296	2,656	2,959	3,262
Tổng nợ ngắn hạn	**14,600**	**12,642**	**14,346**	**15,539**	**16,600**
Nợ dài hạn	1,764	2,455	2,455	2,455	2,455
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	150	156	156	156	156
Nợ dài hạn khác	45.9	40.4	30.0	30.0	30.0
Tổng nợ dài hạn	**1,960**	**2,652**	**2,641**	**2,641**	**2,641**
Tổng nợ phải trả	**16,572**	**15,304**	**16,998**	**18,190**	**19,251**
Vốn chủ sở hữu	10,700	18,062	18,317	18,313	18,388
Lợi ích cổ đông thiểu số	628	600	711	834	972
Tổng vốn chủ sở hữu	**11,328**	**18,662**	**19,028**	**19,147**	**19,360**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**27,900**	**33,966**	**36,026**	**37,337**	**38,612**
BVPS (đ)	14,766	13,953	14,150	14,147	14,205
Nợ thuần*/(tiền mặt)	5,154	1,349	1,405	1,131	768

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	46.6	45.5	45.6	45.2	45.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	26.2	24.9	24.9	24.8	25.4
Tỷ suất LNT (%)	25.3	21.8	21.5	21.3	21.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.0	12.9	12.1	12.1	12.1
Tăng trưởng doanh thu (%)	9.41	(1.10)	15.9	11.5	10.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	11.7	(6.03)	15.8	11.1	13.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	10.1	(14.6)	14.2	10.4	13.4
Tăng trưởng EPS (%)	8.91	(52.2)	14.2	10.4	13.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	10.1	(14.6)	14.2	10.4	13.4
Tăng trưởng DPS (%)	168	(81.3)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	249	97.1	85.0	77.0	67.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	42.8	46.4	41.9	45.9	52.0
ROACE (%)	37.5	41.2	37.8	41.6	47.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.90	0.99	1.01	1.08	1.15
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	1.23	0.30	1.06	1.05	1.03
Số ngày tồn kho	57.1	63.5	62.3	60.6	60.2
Số ngày phải thu	37.7	65.8	61.3	57.9	56.1
Số ngày phải trả	51.2	55.3	49.8	44.8	40.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	49.0	8.22	8.53	7.14	5.23
Nợ/tài sản (%)	39.1	28.7	30.3	31.4	32.3
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.35	1.28	1.24	1.20	1.12
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.71	1.41	1.40	1.39	1.40
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.24	5.59	4.83	4.32	3.91
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.4	22.5	19.4	17.5	15.4
P/E (lần)	12.2	25.4	22.3	20.2	17.8
P/E ĐC (lần)	21.7	25.4	22.3	20.2	17.8
P/B (lần)	8.87	9.39	9.26	9.26	9.22
Lợi suất cổ tức (%)	20.5	3.82	3.82	3.82	3.82

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH
Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)