

Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

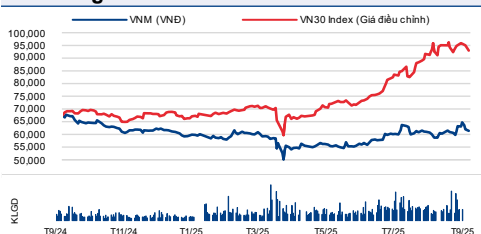
Giá mục tiêu: VNĐ64,300 (từ VNĐ67,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 4.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/9/2025)	61,600
Mã Bloomberg	VNM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	50,222-68,037
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	61,667
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	128,741
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,874
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)	1,049
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	50.2%
Tỷ lệ freefloat	33.0%
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	4.94	10.2	(8.75)
So với chỉ số	4.51	(12.4)	(33.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,893	4,034	(3.5)
2026F	4,114	4,249	(3.2)
2027F	4,312	4,365	(1.2)

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

Giảm dự báo lợi nhuận, hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

- HSC hạ khuyến nghị đối với VNM xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 4% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 64.300đ sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, chủ yếu do việc tái cấu trúc kênh phân phối và sức tiêu dùng yếu.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận giảm 3% trong năm nay nhưng tăng trưởng 6% trong năm 2026, khi ngành sữa chỉ tăng trưởng ở mức thấp một chữ số, mặc dù sự suy giảm của giá bột sữa có thể sẽ hỗ trợ cho biên lợi nhuận của VNM.
- VNM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 15,2 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 9/2022 ở mức 16,1 lần và cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 15,8 lần, sát với bình quân của các công ty cùng ngành. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 4% và cổ phiếu có P/E năm 2025 ở mức 16,5 lần.

Sự kiện: KQKD mới nhất, cập nhật triển vọng

VNM ghi nhận KQKD 6 tháng đầu năm 2025 kém tích cực, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giảm lần lượt 4% và 17% so với cùng kỳ, do việc cơ cấu kênh phân phối trong Q1/2025 và tâm lý người tiêu dùng còn yếu. Lợi nhuận thuần trong giai đoạn này hoàn thành 42% dự báo trước đây cho cả năm 2025 của HSC.

Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng sức tiêu thụ sữa của Việt Nam có thể sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2026-2027 khi sức mua chung cải thiện. Mặc dù vậy, tốc độ tăng trưởng doanh thu của ngành vẫn bị giới hạn ở mức thấp 1 chữ số. Trong khi đó, chúng tôi dự báo giá bột sữa nguyên liệu sẽ duy trì ở mức thấp trong năm 2025 nhờ nguồn cung toàn cầu tăng mạnh và nhu cầu yếu. Yếu tố này dự kiến sẽ hỗ trợ cho biên lợi nhuận và khả năng sinh lời của VNM trong năm 2026.

Tác động: Giảm bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

Nhằm phản ánh KQKD 6 tháng đầu năm 2025 thấp hơn kỳ vọng và các xu hướng cơ bản (bao gồm sự phục hồi chậm của ngành sữa và triển vọng chi phí đầu vào), HSC giảm bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 đối với VNM. Chúng tôi điều chỉnh giảm 6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 9.084 tỷ đồng (giảm 3% so với cùng kỳ) và giảm 4% dự báo cho năm 2026 xuống 9.600 tỷ đồng (tăng trưởng 6%).

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 – thấp hơn 1-4% so với bình quân dự báo của thị trường – tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức khiêm tốn 2% (trước đó: tăng trưởng 3%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 10% trong 3 tháng qua nhưng vẫn kém tích cực hơn so với chỉ số VN Index, VNM đang giao dịch với mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 15,2 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 9/2022 ở mức 16,1 lần và cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 15,8 lần, sát với bình quân của các công ty cùng ngành.

Mặc dù đà sụt giảm của giá nguyên liệu đầu vào có thể sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận trong năm sau, nhưng triển vọng lợi nhuận trong trung hạn của VNM vẫn bị hạn chế do toàn ngành tăng trưởng chậm lại và áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt. Do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, HSC giảm 4% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 64.300đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 5%. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VNM xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	12,071	12,500	12,304 ▼	13,130 ▼	14,055
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,874	9,392	9,084 ▼	9,600	10,063
EPS ĐC (đồng)	3,796	4,024	3,893 ▼	4,114	4,312
DPS (đồng)	3,850	4,350	4,350	4,350	4,350
BVPS (đồng)	15,166	15,445	15,459	15,703	16,168
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.1	10.9	11.0	10.2	9.47
P/E ĐC (lần)	16.2	15.3	15.8	15.0	14.3
Lợi suất cổ tức (%)	6.25	7.06	7.06	7.06	7.06
P/B (lần)	4.06	3.99	3.98	3.92	3.81
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	4.52	6.02	(3.27)	5.68	4.82
ROAE (%)	28.8	29.4	28.1	29.5	30.2

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

Triển vọng khiêm tốn; hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

Mặc dù sức tiêu thụ sữa của Việt Nam có thể sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2026-2027 khi sức mua cải thiện, nhưng tốc độ tăng trưởng doanh thu của ngành có thể sẽ bị giới hạn ở mức thấp một chữ số. Dù vậy, giá bột sữa nguyên liệu được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức thấp trong năm 2025 do nguồn cung toàn cầu tăng mạnh và nhu cầu yếu. Các yếu tố trên dự kiến sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận và khả năng sinh lời của VNM trong năm 2026. Nhìn chung, chúng tôi giảm bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận giảm 3% trong năm nay (sau khi điều chỉnh giảm 6%) và tăng trưởng khiêm tốn với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 2%. Nhằm phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, chúng tôi giảm 4% giá mục tiêu xuống 64.300đ (tiềm năng tăng giá 4%) và hạ khuyến nghị đối với VNM xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng).

Triển vọng ngành sữa

Lợi nhuận dự kiến phục hồi khiêm tốn từ năm 2026

Doanh thu ngành sữa của Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2025 tương đối yếu (Q1/2025 – tăng 1%, theo dữ liệu của NIQ; Q2/2025 – đi ngang, theo dữ liệu của Kantar World Panel), phản ánh sự suy yếu của tâm lý tiêu dùng cũng như sự gián đoạn ở kênh phân phối truyền thống sau những thay đổi về mặt quy định pháp lý.

Trong khi đó, Chính phủ đang tích cực xúc tiến các biện pháp kích cầu để hỗ trợ nền kinh tế – đẩy mạnh đầu tư công, duy trì lãi suất thấp, và giảm thuế (đã giảm 2% thuế GTGT, cùng với kế hoạch giảm thuế TNCN sắp tới). Hơn nữa, sự phục hồi mạnh về số lượng du khách quốc tế cũng đang tạo ra động lực tăng trưởng tích cực cho nền kinh tế.

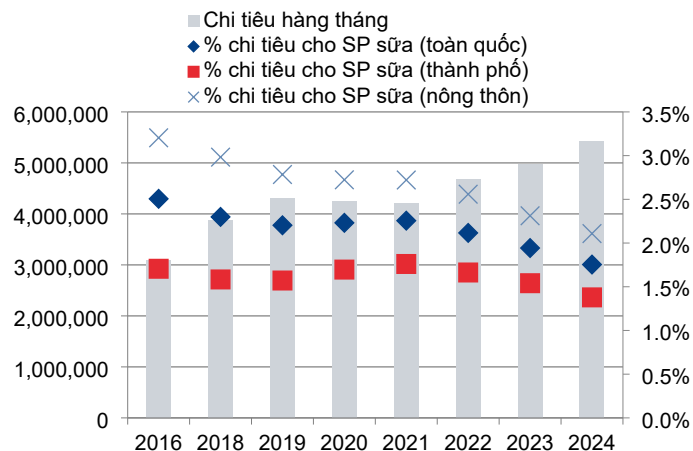
HSC Economics dự báo GDP năm 2025 và 2026 tăng lần lượt 7,3% và 7,1%. Mức tăng trưởng này sẽ dần hỗ trợ thu nhập của người dân và sau đó thúc đẩy nhu cầu ở các ngành hàng tiêu dùng của nền kinh tế.

Dựa trên tất cả các yếu tố trên, chúng tôi dự báo ngành sữa Việt Nam sẽ tăng trưởng ở mức khiêm tốn 0,6% trong năm 2025. Đà phục hồi dự kiến sẽ trở nên rõ nét hơn từ năm 2026, mặc dù chúng tôi chỉ nhận thấy ngành tăng trưởng ở mức thấp một chữ số trong thời gian tới. Những yếu tố bất lợi mang tính hệ thống vẫn còn tồn tại, kìm hãm đà tăng trưởng của ngành. Bao gồm:

- Tỷ lệ sinh giảm.
- Hành vi tiêu dùng thay đổi; lựa chọn dinh dưỡng của người tiêu dùng không còn giới hạn ở các sản phẩm sữa truyền thống trong khi xu hướng nuôi con bằng sữa mẹ đã ảnh hưởng đến doanh thu sữa công thức. Như được trình bày trong Biểu đồ 1, từ năm 2022, người tiêu dùng đã cắt giảm chi phí mua sữa trong tổng mức chi tiêu của mình.

Biểu đồ 1: Chi tiêu bình quân đầu người hàng tháng (đồng) và tỷ trọng chi tiêu sản phẩm sữa

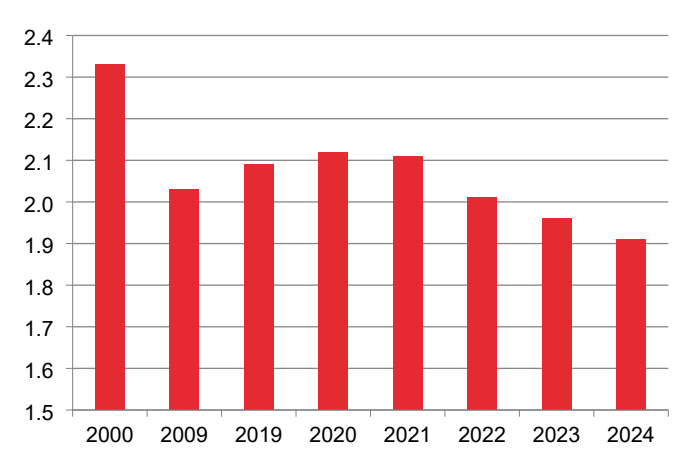
Trong khi chi tiêu cá nhân tăng nhanh, tỷ trọng chi cho sữa lại giảm ở tất cả các khu vực



Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam

Biểu đồ 2: Tổng tỷ suất sinh của Việt Nam (số con trên mỗi phụ nữ)

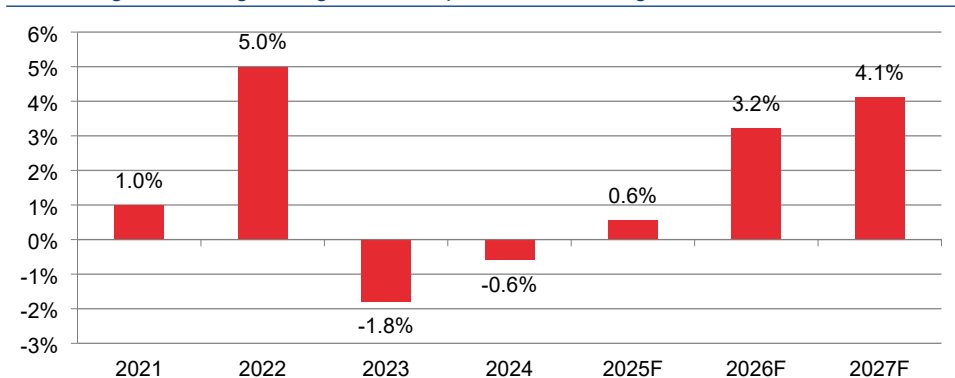
Tỷ suất sinh của Việt Nam đã liên tục giảm và chạm mức thấp kỷ lục vào năm 2024



Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam

Biểu đồ 3: Tăng trưởng doanh thu ngành sữa, Việt Nam

Dự kiến ngành sẽ tăng trưởng ở mức thấp một chữ số trong năm 2026-2027



Nguồn: NIQ, HSC ước tính

Giá sữa nguyên liệu giảm, hỗ trợ biên lợi nhuận đến năm 2026

Sau khi tạo đỉnh vào ngày 25/5/2025, giá bột sữa nguyên liệu của New Zealand đã suy giảm liên tục. Tính đến ngày 16/9/2025, giá bột sữa nguyên kem (WMP) và bột sữa tách kem (SMP) giảm lần lượt 13% và 9% từ đỉnh. Chúng tôi cho rằng nguồn cung toàn cầu gia tăng trong khi nhu cầu yếu tại các thị trường trọng điểm sẽ tạo áp lực lên giá bán trong những tháng tới.

Sản lượng sữa của các nhà xuất khẩu sữa hàng đầu đang có xu hướng tăng.

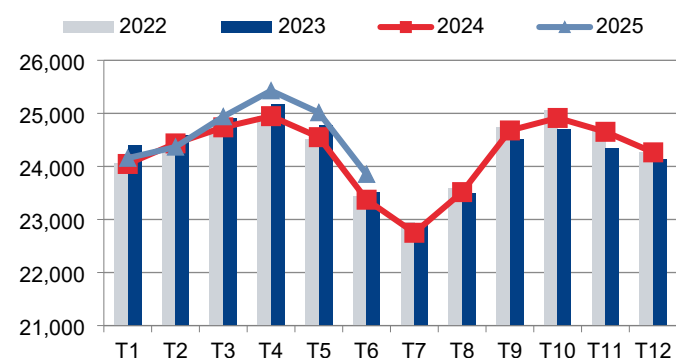
Từ tháng 3/2025 đến tháng 6/2025, sản lượng sữa của 5 nước xuất khẩu lớn nhất đã tăng 1,1% so với cùng kỳ lên 147,8 triệu tấn. Sản lượng sữa của New Zealand, nước xuất khẩu lớn nhất thế giới, đã tăng trong 3 tháng liên tiếp (tháng 5/2025-tháng 7/2025) nhờ đồng cỏ phát triển tốt và mức sinh lời vững chắc của nông dân. Sản lượng sữa của Mỹ trong 7 tháng đầu năm 2025 tăng 1,5% so với cùng kỳ. Trong đó, sản lượng sữa tháng 7 tăng mạnh nhất kể từ tháng 5/2021 ở mức 3,5% so với cùng kỳ, nhờ số lượng bò sữa tăng, năng suất cho sữa cũng được cải thiện và biên lợi nhuận của nông dân được cải thiện. Trong khi đó, sản lượng sữa tại châu Âu trong 6 tháng đầu năm 2025 giảm 0,8% so với cùng kỳ, mặc dù năng suất cho sữa cải thiện nhưng vẫn không đủ bù đắp cho phần sụt giảm về quy mô của đàn bò.

Trong thời gian tới, nguồn cung sữa tại các nước xuất khẩu hàng đầu dự kiến sẽ tiếp tục tăng, nhờ tỷ suất lợi nhuận vững chắc của nông dân cũng như điều kiện thời tiết thuận lợi (hỗ trợ đồng cỏ phát triển). Do đó, nguồn cung sữa tăng sẽ dẫn đến sản lượng bột sữa nguyên liệu (sữa bột nguyên kem và bột sữa tách kem) tăng cao.

Trong khi đó, điều đáng chú ý là nhu cầu sữa đang đối mặt với những yếu tố bất lợi trên toàn cầu. Trung Quốc, nước chiếm đến 40-50% nhu cầu bột sữa nguyên kem trên toàn cầu, đang đối mặt với nhu cầu ẩm đạm do sức chi tiêu kém. Algeria, nước nhập khẩu bột sữa lớn thứ 3 trên thế giới, đã nỗ lực cắt giảm sản lượng bột sữa nhập khẩu nhằm theo đuổi mục tiêu về tự chủ lương thực. Tuy nhiên sau đó, nước này đã phải dỡ bỏ lệnh hạn chế nhập khẩu dù vẫn siết chặt kiểm soát. Nhu cầu bột sữa tại Đông Nam Á yếu và không đồng đều. Kết quả của phiên đấu giá Global Dairy Trade 387 gần đây cho thấy sản lượng mua của khu vực giảm. Những tín hiệu này cho thấy sức cầu khá mong manh, làm hạn chế tiềm năng tăng giá của bột sữa trên toàn cầu.

Biểu đồ 4: Sản lượng sữa của 5 nhà xuất khẩu lớn nhất (nghìn tấn)

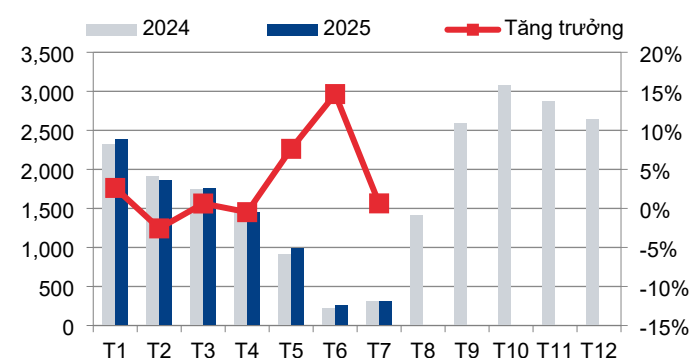
Sản lượng của nhóm 5 nhà xuất khẩu hàng đầu đã tăng lên trong giai đoạn từ tháng 3/2025 đến tháng 6/2025



Ghi chú: (1) Nhóm 5 nhà xuất khẩu lớn nhất gồm EU-27 + Anh, Mỹ, New Zealand, Australia và Argentina.
Nguồn: HighGround Dairy

Biểu đồ 5: Sản lượng sữa của New Zealand (nghìn tấn)

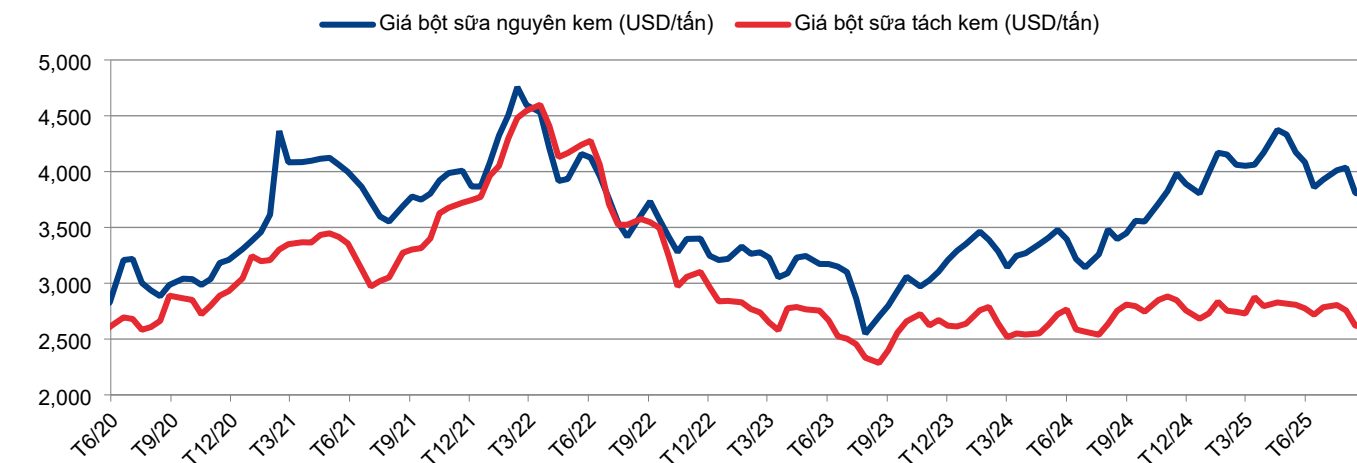
Sản lượng sữa của New Zealand tăng 1,4% so với cùng kỳ trong 7 tháng đầu năm 2025 nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi, trong khi giai đoạn sản xuất cao điểm vẫn còn ở phía trước



Nguồn: New Zealand Exchange (NZX)

Biểu đồ 6: Giá bột sữa nguyên kem & bột sữa tách kem trên sàn Global Dairy Trade

Giá bột sữa đạt đỉnh trong tháng 5/2025



Nguồn: Global Dairy Trade

Nhìn chung, nguồn cung sữa gia tăng trong khi triển vọng nhu cầu yếu đi sẽ tạo thêm áp lực giảm đối với giá bột sữa. Do đó, chúng tôi kỳ vọng chi phí sữa nguyên liệu của VNM sẽ tiếp tục giảm, hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận đến hết năm 2026.

KQKD Q2/2025: Kém, nhưng có cải thiện so với Q1/2025

Lợi nhuận thuần Q2/2025 của VNM giảm 7% so với cùng kỳ xuống 2.475 tỷ đồng trên doanh thu thuần 16.725 tỷ đồng (tăng 0,4% so với cùng kỳ). Lợi nhuận thuần thấp hơn 1% so với dự báo của HSC ở mức 2.512 tỷ đồng, trong khi doanh thu thuần thấp hơn 5% so với dự báo ở mức 17.599 tỷ đồng. So với quý trước, doanh thu thuần và

lợi nhuận thuần tăng lần lượt 29,4% và 57,8%, phản ánh yếu tố mùa vụ và đa phục hồi ở mức vừa phải (từ mức rất thấp trong Q1/2025).

Một điểm tích cực là, doanh thu trong nước của công ty mẹ (thành phần đóng góp doanh thu chính) cải thiện 4% so với cùng kỳ lên 12.301 tỷ đồng, mức cao nhất kể từ năm 2022, khi kênh phân phối truyền thống ổn định hơn sau đợt tái cấu trúc trong Q1/2025. Ngoài ra, trong bối cảnh lo ngại về hàng giả, nhu cầu đối với các thương hiệu sữa uy tín cũng được cải thiện.

Tính chung 6 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần tăng 4% so với cùng kỳ đạt 29.659 tỷ đồng, hoàn thành 46% dự báo trước đây cho cả năm 2025 của HSC, và lợi nhuận thuần giảm 17% so với cùng kỳ, hoàn thành 42% dự báo trước đây cho cả năm 2025.

Giảm bình quân 3% dự báo lợi nhuận

Nhằm phản ánh KQKD 6 tháng đầu năm 2025 thấp hơn kỳ vọng và đa phục hồi chậm của ngành sữa, HSC giảm bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 đối với VNM. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm giai đoạn 2025-2027 ở mức 2% (trước đó: 3%).

Chúng tôi giảm lần lượt 3% và 6% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 62.421 tỷ đồng (tăng trưởng 1%, cho thấy doanh thu thuần nửa cuối năm 2025 tăng 6% so với cùng kỳ) và 9.084 tỷ đồng (giảm 3% so với cùng kỳ, cho thấy lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2025 tăng 11% so với cùng kỳ).

Các giả định chính như sau:

- **Đa tăng trưởng của ngành:** HSC kỳ vọng toàn ngành sẽ đạt mức tăng trưởng 0,6% trong năm 2025 (so với 2,1% trước đó), sau đó tiếp tục tăng 3,2% trong năm 2026 (so với mức 4% trước đó).

Bảng 7: Dự báo lợi nhuận, VNM

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

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	61,783	64,072	67,380	70,504	62,421	65,391	68,443	-3%	-3%	-3%
Tăng trưởng	2%	4%	5%	5%	1%	5%	5%			
Lợi nhuận thuần	9,392	9,626	10,038	10,259	9,084	9,600	10,063	-6%	-4%	-2%
Tăng trưởng	6%	2%	4%	2%	-3%	6%	5%			

Nguồn: HSC ước tính

- **Thị phần:** HSC giảm giả định thị phần trong năm 2025 của VNM xuống 40,7% (từ 41,4% trước đó), thấp hơn 75 điểm cơ bản so với mức 41,4% của năm 2024, do việc tái cấu trúc kênh phân phối trong Q1/2025. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng thị phần sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2026 (lên 41,3%) và năm 2027 (lên 41,5%) nhờ những cải tiến về bao bì, hình ảnh thương hiệu và chất lượng sản phẩm.
- **Biên lợi nhuận:** Chúng tôi tăng biên lợi nhuận gộp năm 2025 lên 41,9% (so với 41,5% trước đó; năm 2024: 41,4%). Chúng tôi cũng tăng biên lợi nhuận gộp của năm 2026 lên 42,2% (so với 41,5% trước đó), với giả định giá bột sữa nguyên liệu sẽ thấp hơn 6% so với dự báo trước đó.
- **Chi phí hoạt động:** HSC điều chỉnh tăng bình quân 110 điểm cơ bản đối với tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giai đoạn 2025-2027 để phản ánh chi phí bán hàng và chi phí nhân sự tăng cao.
- **Doanh thu HĐ tài chính:** Chúng tôi tăng 9% dự báo doanh thu ròng HĐ tài chính năm 2025 lên 1.162 tỷ đồng (bằng 10% LNTT) để phản ánh khoản hoàn nhập dự phòng 52 tỷ đồng đã trích lập cho các khoản chi phí tài chính khác trong 6 tháng đầu năm 2025. Chúng tôi điều chỉnh tăng 4% mỗi năm dự báo doanh thu ròng HĐ tài chính năm 2026 và 2027.
- Các công ty con:
 - HSC kỳ vọng Vinabeef (Vilico sở hữu 51% cổ phần, VNM sở hữu 68,9% cổ phần tại Vilico) sẽ ghi nhận dòng doanh thu đầu tiên là 295 tỷ đồng trong năm 2025 nhưng với khoản lỗ thuần 158 tỷ đồng, không đổi so với dự báo trước đó của chúng tôi.

- HSC kỳ vọng *Sữa Mộc Châu* (Vilico sở hữu 59,3% cổ phần) sẽ ghi nhận 3.004 tỷ đồng doanh thu thuần trong năm 2025 (tăng 3% so với cùng kỳ) và 258 tỷ đồng lợi nhuận thuần (tăng 17% so với cùng kỳ).

Bảng 8: Giả định về ngành và thị phần

HSC điều chỉnh giảm giả định tốc độ tăng trưởng của ngành và thị phần của VNM

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh (điểm cơ bản)		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng toàn ngành (về giá trị doanh thu)	-0.6%	2.1%	4.0%	4.1%	0.6%	3.2%	4.1%	(148)	(79)	0
Thị phần của VNM	41.4%	41.4%	41.7%	41.9%	40.7%	41.3%	41.5%	(75)	(36)	(35)

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Giả định doanh thu, VNM

HSC điều chỉnh giảm giả định doanh thu trong nước nhưng tăng giả định doanh thu xuất khẩu

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Trong nước, loại trừ Vilico	47,882	49,246	51,498	53,867	47,435	49,344	51,645	-4%	-4%	-4%
Tăng trưởng	1%	3%	5%	5%	-1%	4%	5%			
Xuất khẩu	5,665	5,948	6,246	6,433	6,543	6,870	7,076	10%	10%	10%
Tăng trưởng	12%	5%	5%	3%	16%	5%	3%			
Các công ty con ở nước ngoài	5,318	5,456	5,794	6,085	5,139	5,456	5,729	-6%	-6%	-6%
Tăng trưởng	13%	3%	6%	5%	-3%	6%	5%			
Vilico	2,957	3,421	3,841	4,119	3,305	3,720	3,993	-3%	-3%	-3%
Tăng trưởng	-6%	16%	12%	7%	12%	13%	7%			
Tổng doanh thu thuần	61,783	64,072	67,380	70,504	62,421	65,391	68,443	-3%	-3%	-3%
Tăng trưởng	2%	4%	5%	5%	1%	5%	5%			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Giả định tỷ suất lợi nhuận, VNM

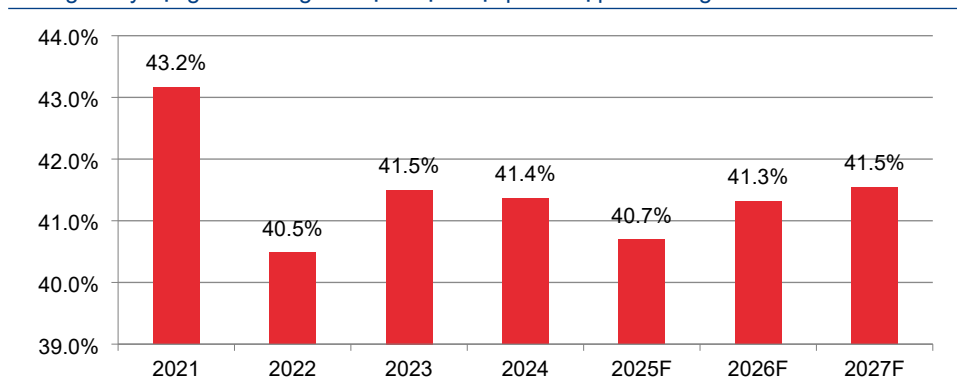
HSC tăng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp sau khi điều chỉnh giảm giả định chi phí đầu vào. Tuy nhiên, chúng tôi hạ giả định tỷ suất lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 sau khi nâng giả định tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh (điểm cơ bản)		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	41.4%	41.5%	41.5%	41.3%	41.9%	42.2%	42.5%	39	70	116
Chi phí BH&QL / Doanh thu	24.6%	24.5%	24.5%	24.4%	25.7%	25.5%	25.5%	117	108	108
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15.2%	15.0%	14.9%	14.6%	14.6%	14.7%	14.7%	(42)	(22)	15

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 11: Thị phần thực tế và dự báo, VNM

Chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ giành lại được một phần thị phần trong năm 2026-2027



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Dự báo lợi nhuận cho 6 tháng cuối năm 2025, VNM

Lợi nhuận thuần Q3/2025 được dự báo sẽ đạt 2.563 tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	6T đầu 2025	% so với cùng kỳ	6T cuối 2025	% so với cùng kỳ	Q3/25F	% so với cùng kỳ	Q4/25F	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần thuần	29,659	-4%	32,762	6%	16,649	7.2%	16,114	4.1%
Giá vốn hàng bán	(17,427)	-2%	(18,851)	2%	(9,573)	4.8%	(9,279)	0.1%
Lợi nhuận gộp	12,232	-6%	13,911	10%	7,076	10.5%	6,835	10.1%
Lợi nhuận HĐ tài chính	591	4%	571	-3%	297	-10.8%	274	7.7%
Chi phí BH&QL	(7,774)	3.4%	(8,265)	7.8%	(4,158)	10.6%	(4,107)	5.2%
LNTT	5,047	-16%	6,237	12%	3,214	9.3%	3,023	14.3%
LNST	4,076	-17%	5,069	11%	2,577	7.2%	2,492	16.1%
Lợi nhuận thuần	4,043	-17%	5,041	11%	2,563	6.6%	2,478	16.7%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	41.2%		42.5%		42.5%		42.4%	
Chi phí BH&QL / doanh thu	-26.2%		-25.2%		-25.0%		-25.5%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	13.6%		15.4%		15.4%		15.4%	

Nguồn: HSC ước tính

Q3/2025: Lợi nhuận thuần dự kiến đạt 2.563 tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ

Với đà tăng trưởng tích cực của doanh thu trong nước và doanh thu xuất khẩu trong thời gian gần đây, HSC kỳ vọng doanh thu thuần Q3/2025 sẽ tăng 7% so với cùng kỳ lên 16.649 tỷ đồng, trong đó doanh thu trong nước và doanh thu xuất khẩu dự kiến tăng lần lượt 7% và 15%. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần đạt 2.563 tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ.

Chúng tôi tăng lần lượt 6% và 12% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2025. Sự tăng trưởng doanh thu và giá sữa nguyên liệu giảm sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng lợi nhuận.

Định giá và khuyến nghị: Hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi giảm dự báo lợi nhuận, HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống 64.300đ. Với tiềm năng tăng giá 4%, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VNM xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng).

Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá VNM, với lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (không đổi), hệ số beta 0,71 lần (không đổi), tỷ trọng vốn CSH 95% (không đổi) và chi phí nợ sau thuế 3,6% (không đổi). Các giả định trên dẫn đến WACC 9,9% (không đổi).

Bảng 13: Giả định WACC, VNM

	Cũ	Mới
Tỷ trọng vốn CSH	95.0%	95.0%
Beta	0.71	0.71
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%	4.5%
Chi phí nợ sau thuế	3.6%	3.6%
WACC	9.9%	9.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, VNM

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	62,421	65,391	68,443	70,932	73,408	75,979
Tỷ suất EBIT	16.2%	16.6%	17.0%	17.1%	16.6%	16.2%
EBIT	10,104	10,861	11,619	12,148	12,216	12,338
- Thuế điều chỉnh	2,109	2,281	2,447	2,562	2,585	2,630
NOPLAT	7,995	8,580	9,172	9,587	9,631	9,709
+ Khấu hao	2,200	2,269	2,436	2,604	2,741	2,879
- Thay đổi vốn lưu động	(1,199)	(612)	(244)	(214)	(202)	(209)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(1,381)	(3,159)	(3,181)	(2,630)	(2,630)	(2,630)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	7,615	7,078	8,183	9,347	9,541	9,749

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Tính toán giá trị dài hạn (cuối 2025), VNM

	Đơn vị	Cuối 2025
Dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	9,749
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	126,159
Giá trị hiện tại	Tỷ đồng	78,757
EBITDA dài hạn		8.4 lần

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Tính toán giá trị DCF (cuối 2025), VNM

	Đơn vị	Cuối 2025
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	34,423
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	78,757
Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	16,826
Giá trị DCF	Tỷ đồng	130,006
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	2,090
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu	Đồng	62,215

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Tính toán giá trị dài hạn (cuối 2026), VNM

	Đơn vị	Cuối 2026
Dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	9,749
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	126,159
Giá trị hiện tại	Tỷ đồng	86,539
EBITDA dài hạn		8.4x

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: Tính toán giá trị DCF (cuối 2026), VNM

	Đơn vị	Cuối 2026
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	36,145
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	86,539
Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	16,158
Giá trị DCF	Tỷ đồng	138,842
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	2,090
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu	Đồng	66,443

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 19: Giá trị DCF mỗi cổ phiếu, VNM

Đồng
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – cuối năm 2025
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – cuối năm 2026
Giá trị DCF mỗi cổ phiếu – giữa năm 2026

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 20: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và 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%	65,529	62,359	59,532	56,994	54,705
	1.5%	68,464	64,923	61,787	58,990	56,481
	2.0%	71,824	67,834	64,329	61,225	58,459
	2.5%	75,705	71,166	67,215	63,745	60,673
	3.0%	80,241	75,018	70,520	66,606	63,171

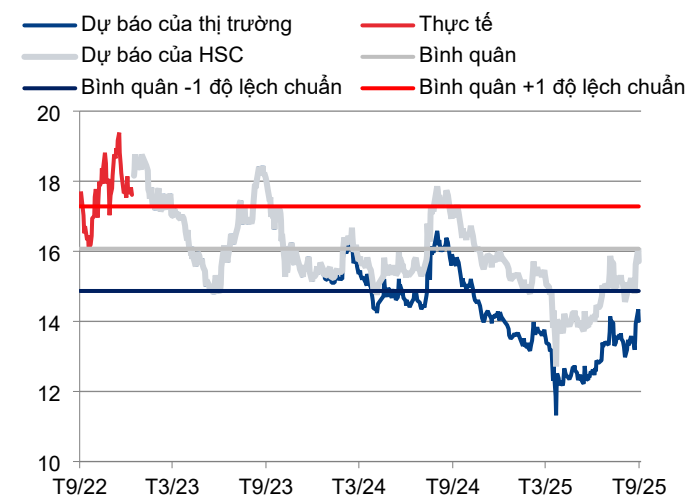
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 10% nhưng vẫn tăng kém hơn 12% so với chỉ số VN Index trong 3 tháng qua, VNM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 15,2 lần, cao hơn so với mức 14,1 lần trong tháng 6. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 15,8 lần, sát với bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 15,5 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, cổ phiếu đang sát với giá trị hợp lý.

Biểu đồ 21: P/E dự phóng 12 tháng tới, VNM

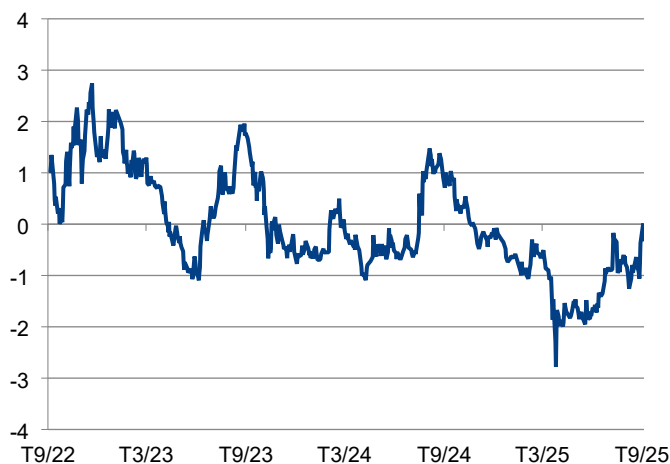
VNM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 15,2 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 22: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VNM

...thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ T9/2022 là 16,1 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 23: Định giá các công ty cùng ngành, VNM

VNM đang giao dịch với P/E 2025 sát với các công ty cùng ngành

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026	2025 EV/ EBITDA	2026 EV/ EBITDA	Tăng trưởng EPS 2025	Tăng trưởng EPS 2026	Lợi suất cổ tức (%)
Inner Mongolia Yili Industrial	Trung Quốc	24,434	15.5	14.0	11.7	10.9	42.1%	10.6%	4.4
China Mengniu Dairy Ltd	Hồng Kông	7,524	12.7	10.2	6.9	6.4	4165.3%	24.6%	3.7
Bright Dairy & Food Co Ltd-A	Trung Quốc	1,630	22.7	20.8	7.2	6.5	-24.3%	9.5%	1.9
Dutch Lady Milk Industries Bhd	Malaysia	413	13.9	12.5	8.8	8.1	47.3%	11.3%	1.8
Fraser & Neave Holdings	Malaysia	2,369	19.0	18.0	10.8	10.0	12.7%	5.1%	2.3
Cisarua Mountain Diary PT TBK	Indonesia	2,325	21.2	18.8	15.5	13.6	21.5%	13.1%	3.1
Yakult Honsha Co. Ltd.	Nhật Bản	5,529	16.3	15.9	8.8	8.4	8.6%	2.4%	2.6
Meiji Holdings Co. Ltd.	Nhật Bản	5,996	15.4	14.2	6.5	6.1	19.4%	8.3%	3.2
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	Việt Nam	5,126	20.4	17.7	18.2	15.9	-14.5%	15.2%	4.6
Tổng Công ty Bia – Rượu – NGK Sài Gòn	Việt Nam	2,217	13.2	12.5	10.2	9.8	6.0%	5.9%	10.9
CTCP Đường Quảng Ngãi	Việt Nam	660	7.2	6.3	6.4	6.0	-14.6%	15.8%	8.4
Trung vị		2,369	15.5	14.2	8.8	8.4	12.7%	10.6%	3.2
CTCP Sữa Việt Nam	Việt Nam	4,938	15.8	15.1	10.8	10.1	-2.9%	5.3%	7.0

*tính đến ngày 22/9/2025
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	60,369	61,783	62,421	65,391	68,443
Lợi nhuận gộp	24,545	25,590	26,143	27,564	29,086
Chi phí BH&QL	(14,774)	(15,186)	(16,039)	(16,703)	(17,467)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	9,771	10,405	10,104	10,861	11,619
Lãi vay thuần	1,186	1,111	1,059	991	932
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(80.6)	32.0	39.9	39.9	39.9
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	91.9	52.5	81.8	53.6	53.6
LN TT	10,968	11,600	11,284	11,946	12,645
Chi phí thuế TNDN	(1,949)	(2,147)	(2,140)	(2,281)	(2,447)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(146)	(60.6)	(60.6)	(64.5)	(135)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,874	9,392	9,084	9,600	10,063
Lợi nhuận thuần ĐC	8,874	9,392	9,084	9,600	10,063
EBITDA ĐC	12,071	12,500	12,304	13,130	14,055
EPS (đồng)	3,796	4,023	3,892	4,113	4,311
EPS ĐC (đồng)	3,796	4,024	3,893	4,114	4,312
DPS (đồng)	3,850	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

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,912	2,226	3,706	4,039	5,416
Đầu tư ngắn hạn	20,137	23,260	22,260	21,260	20,260
Phải thu khách hàng	4,808	4,793	4,843	5,073	5,310
Hàng tồn kho	6,128	5,687	7,219	7,528	7,834
Các tài sản ngắn hạn khác	1,950	1,588	1,600	1,674	1,750
Tổng tài sản ngắn hạn	35,936	37,554	39,628	39,574	40,570
TSCĐ hữu hình	11,689	11,520	11,176	10,475	11,384
TSCĐ vô hình	1,001	1,030	960	890	820
Bất động sản đầu tư	55.6	53.6	51.2	48.7	46.2
Đầu tư dài hạn	229	751	751	751	751
Đầu tư vào Cty LD,LK	603	622	622	622	622
Tài sản dài hạn khác	3,161	3,518	2,856	4,261	3,910
Tổng tài sản dài hạn	16,737	17,495	16,417	17,047	17,534
Tổng cộng tài sản	52,673	55,049	56,044	56,622	58,104
Nợ ngắn hạn	8,218	9,115	9,637	9,637	9,637
Phải trả người bán	3,806	3,874	4,268	4,203	4,373
Nợ ngắn hạn khác	3,982	4,264	4,273	4,426	4,577
Tổng nợ ngắn hạn	17,139	18,460	19,387	19,402	19,789
Nợ dài hạn	238	158	152	152	152
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	269	256	244	232	220
Nợ dài hạn khác	1.06	0.72	0.72	0.72	0.72
Tổng nợ dài hạn	509	415	397	385	373
Tổng nợ phải trả	17,648	18,875	19,784	19,787	20,162
Vốn chủ sở hữu	31,697	32,279	32,304	32,813	33,786
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,329	3,896	3,956	4,021	4,156
Tổng vốn chủ sở hữu	35,026	36,174	36,260	36,834	37,942
Tổng nợ phải trả và VCSH	52,673	55,049	56,044	56,622	58,104
BVPS (đ)	15,166	15,445	15,459	15,703	16,168
Nợ thuần/(tiền mặt)	5,544	7,047	6,082	5,750	4,372

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	9,771	10,405	10,104	10,861	11,619
Khấu hao	(2,300)	(2,095)	(2,200)	(2,269)	(2,436)
Lãi vay thuần	1,186	1,111	1,059	991	932
Thuế TNDN đã nộp	(1,564)	(2,128)	(2,109)	(2,281)	(2,447)
Thay đổi vốn lưu động	(1,702)	182	(1,199)	(612)	(244)
Khác	(2,103)	(1,979)	(1,165)	(1,139)	(1,082)
LCT thuần từ HKKD	7,887	9,686	8,890	10,089	11,214
Đầu tư TS dài hạn	(1,580)	(1,742)	(1,381)	(3,159)	(3,181)
Góp vốn & đầu tư	(2,892)	(3,620)	1,000	1,000	1,000
Thanh lý	115	149	0	0	0
Khác	1,368	1,473	1,546	1,491	1,435
LCT thuần từ HĐĐT	(2,989)	(3,739)	1,165	(667)	(746)
Cổ tức trả cho CSH	(8,152)	(8,160)	(9,090)	(9,090)	(9,090)
Thu từ phát hành CP	347	722	0	0	0
Tăng/giảm nợ	3,512	796	516	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(4,293)	(6,641)	(8,574)	(9,090)	(9,090)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,300	2,912	2,226	3,706	4,039
LCT thuần trong kỳ	606	(694)	1,481	332	1,378
Ảnh hưởng của tỷ giá	5.98	8.33	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,912	2,226	3,706	4,039	5,416
Dòng tiền tự do	6,308	7,944	7,509	6,931	8,033

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	40.7	41.4	41.9	42.2	42.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.0	20.2	19.7	20.1	20.5
Tỷ suất LNT (%)	14.7	15.2	14.6	14.7	14.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.8	18.5	19.0	19.1	19.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	0.69	2.34	1.03	4.76	4.67
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	1.88	3.55	(1.57)	6.71	7.04
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	4.20	5.84	(3.28)	5.68	4.82
Tăng trưởng EPS (%)	4.52	5.98	(3.27)	5.68	4.82
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	4.52	6.02	(3.27)	5.68	4.82
Tăng trưởng DPS (%)	0	13.0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	101	108	112	106	101
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.8	29.4	28.1	29.5	30.2
ROACE (%)	28.4	28.9	27.6	29.4	30.8
Vòng quay tài sản (lần)	1.19	1.15	1.12	1.16	1.19
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.81	0.93	0.88	0.93	0.97
Số ngày tồn kho	62.4	57.4	72.6	72.6	72.7
Số ngày phải thu	49.0	48.3	48.7	49.0	49.2
Số ngày phải trả	38.8	39.1	42.9	40.6	40.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	18.0	22.4	19.4	17.8	13.2
Nợ/tài sản (%)	16.4	17.2	17.8	17.4	17.0
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.71	0.76	0.81	0.75	0.70
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.10	2.03	2.04	2.04	2.05
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.22	2.20	2.16	2.06	1.94
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.1	10.9	11.0	10.2	9.47
P/E (lần)	16.2	15.3	15.8	15.0	14.3
P/E ĐC (lần)	16.2	15.3	15.8	15.0	14.3
P/B (lần)	4.06	3.99	3.98	3.92	3.81
Lợi suất cổ tức (%)	6.25	7.06	7.06	7.06	7.06

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

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, 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