

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Ổn định phân phối, vững vàng đi lên

- Q4/2025, VNM ghi nhận LN ròng tăng mạnh 31% svck đạt 2,840 tỷ đồng nhờ các thị trường đều tăng tốt và cơ cấu lại kênh bán hàng hiệu quả. Cả năm 2025, LN ròng đạt 9,410 tỷ đồng (+0% svck), hoàn tất 95% dự phóng của MBS Research.
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép lợi nhuận ròng đạt 8.5% trong năm 2026-2027 với động lực chủ yếu từ thị trường nội địa và giá NVL đầu vào giảm nhiệt.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 80,800 VND/cổ phiếu

**Q4/2025, LN ròng tăng mạnh 31% svck nhờ các thị trường tăng trưởng tốt và tối ưu kênh bán hàng**  
Q4/2025, tổng DT đạt 17,034 tỷ đồng (+10% svck), trong đó nội địa ghi nhận mức kỉ lục, đạt 13,846 tỷ đồng (+8% svck) chủ yếu nhờ vào chiến lược cao cấp hóa sản phẩm. Bên cạnh đấy, doanh thu nước ngoài ghi nhận 3,188 tỷ đồng (+21% svck) với động lực chủ yếu từ doanh thu xuất khẩu thuần. Biên LN gộp tăng nhẹ 0.3d% svck nhờ khả năng ổn định NVL đầu vào. Tỷ trọng CPBH&QLDN giảm 3d% svck nhờ sự tối ưu chi phí hỗ trợ bán hàng. Thu nhập tài chính giảm 9% svck, chi phí tài chính giảm 23% svck. Tổng kết, LN ròng đạt 2,840 tỷ đồng, tăng 34% svck. Lũy kế cả năm 2025, DT và LN ròng đạt 63,645/9,410 tỷ đồng, hoàn tất 97%/95% dự báo của MBS Research.

**Lợi nhuận ròng ước tính tăng 9%/8% svck trong năm 2026-2027**

Chúng tôi kỳ vọng ~750 cửa hàng Vinamilk với nhận diện thương hiệu mới, cùng hệ thống phân phối bán lẻ được ổn định sẽ là động lực tăng trưởng chính cho VNM, giúp cho sản lượng gia tăng. Kết hợp với chiến lược cao cấp hóa sản phẩm, nâng cao chất lượng sản phẩm với hàm lượng dinh dưỡng cao giúp cho tổng doanh thu tăng 5%/7% svck trong năm 2026-2027. Bên cạnh đấy, giá NVL đầu vào giảm nhiệt nhờ nguồn cung dồi dào quốc tế sẽ giúp cho biên LN gộp cải thiện 1d% svck trong 2026 và duy trì trong năm 2027. Tổng kết, chúng tôi ước tính tăng trưởng kép lợi nhuận ròng đạt 8.5% trong năm 2026-2027

**Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 80,800 VND/cổ phiếu**  
Giá mục tiêu mới cao hơn 4% sv dự báo cũ (T2/2025) do chúng tôi tăng P/E mục tiêu năm 2026 nhờ HDKD cốt lõi vững chắc hơn. Giá NVL sữa giảm nhiệt trong năm 2026, kết hợp với chiến lược cao cấp hóa phù hợp sẽ giúp cho DT và biên LN gộp cải thiện, kỳ vọng LN ròng tăng trưởng kép 8.5% trong năm 2026-2027. Bên cạnh đấy, VNM còn có câu chuyện đáng lưu tâm năm 2026 là việc thoái vốn liên quan đến Platinum Victory (125.8tr cp) với tổng số lượng ~6% CPLH. Chúng tôi cho rằng mức giá thoái vốn sẽ ở mức định giá phù hợp theo quan điểm đầu tư cơ bản và cao hơn giá thị trường hiện tại, điều này sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho diễn biến giá của VNM trong thời gian tới.

| Chỉ tiêu tài chính          | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần             | 61,782 | 63,645 | 67,088 | 72,160 |
| Lợi nhuận ròng              | 9,392  | 9,410  | 10,233 | 11,050 |
| Tăng trưởng doanh thu thuần | 2.3%   | 3.0%   | 5.4%   | 7.6%   |
| Tăng trưởng LN ròng         | 5.8%   | 0.2%   | 8.7%   | 8.0%   |
| Biên LN gộp                 | 41.4%  | 41.2%  | 42.3%  | 42.4%  |
| Biên EBITDA                 | 20.6%  | 20.5%  | 20.7%  | 20.9%  |
| ROAE                        | 26.4%  | 26.6%  | 29.6%  | 31.4%  |
| ROAA                        | 17.4%  | 17.4%  | 19.2%  | 20.2%  |
| EPS (VND/cổ phiếu)          | 4,494  | 4,503  | 4,897  | 5,288  |
| BVPS (VND/cổ phiếu)         | 15,445 | 14,682 | 14,637 | 15,062 |

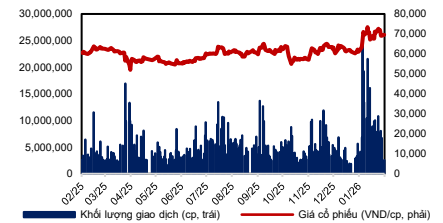
Nguồn: VNM, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu VND80,800

Tiềm năng tăng giá (bao gồm tỷ suất cổ tức) 24%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:  
EPS 26/27 giảm 3%/1% sv báo cáo cũ  
Thông tin cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

|                         |         |
|-------------------------|---------|
| Giá thị trường (VND)    | 69,600  |
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 73,400  |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 48,000  |
| Vốn hóa (tỷ VND)        | 143,789 |
| P/E (TTM)               | 15.5    |
| P/B                     | 4.2     |
| Thị suất cổ tức (%)     | 5.5     |
| Tỷ lệ SH nước ngoài (%) | 50.3    |

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

| Cơ cấu sở hữu (%)                           |      |
|---------------------------------------------|------|
| Tổng CTĐT và KD vốn nhà nước – Công ty TNHH | 36.0 |
| F&N Dairy Investments Pte Ltd               | 22.3 |
| Platinum Victory Pte. Ltd                   | 6.0  |
| Others                                      | 35.7 |



Nguyễn Quỳnh Ly  
Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

## CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

### Luận điểm đầu tư & khuyến nghị

#### Luận điểm đầu tư

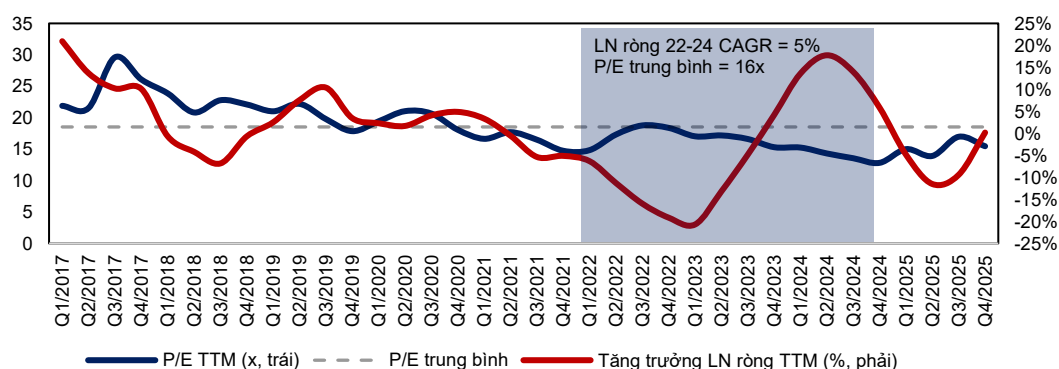
- Sau khi ổn định hệ thống phân phối và mở rộng cửa hàng Vinamilk mô hình mới, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi doanh thu nội địa sẽ khả quan hơn và đạt tốc độ tăng trưởng kép 5% trong năm 2026-27. Bên cạnh đấy, giá NVL sản xuất đầu vào cũng được dự báo sẽ hạ nhiệt trong năm 2026 nhờ nguồn cung dồi dào trong bối cảnh cầu thế giới còn yếu, do vậy chúng tôi ước tính biên LN gộp tăng 1đ% svck và duy trì ~42% trong năm 2026-2027. Tổng kết, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép lợi nhuận ròng sẽ tích cực hơn năm 2026-27, đạt 8.5% với động lực chủ yếu từ sự phục hồi thị trường nội địa cùng với sự giảm nhiệt của giá nguyên vật liệu sữa đầu vào.
- So với các doanh nghiệp sữa trong cùng khu vực, VNM tiếp đà duy trì ROE ở ngưỡng cao (27%), cao hơn trung bình ngành (16%) và tỷ lệ vay nợ/VCSH là 0.3, thấp hơn trung bình ngành (0.4x). Hiện tại, doanh nghiệp có lượng tiền mặt ròng/cổ phiếu ~6,600 đồng, khả năng tài chính lành mạnh giúp VNM hưởng lợi lớn trong bối cảnh lãi suất tăng.
- VNM sở hữu tỷ suất lợi tức cao, tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình duy trì ở mức 80% trong 5 năm gần đây, tương đương khoảng 3,900VND/cổ phiếu, lợi suất cổ tức đạt 5.5%.

#### Khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN**, giá mục tiêu 1 năm là 80,800 VND/cổ phiếu dựa vào 2 phương pháp DCF và P/E (tiềm năng tăng giá 23.8%, bao gồm lợi suất cổ tức 5.7%).

- Phương pháp DCF với WACC: 9.4%, COE: 10%, LTG: 2% để phản ánh ước tính về sự tăng trưởng của VNM trong giai đoạn 2026F-2035F
- VNM đang có mức định giá hấp dẫn khi P/E TTM đang ở mức 16x và lợi nhuận ròng đang trong giai đoạn phục hồi tích cực. Trong bối cảnh sức cầu thiết yếu đang khả quan và hệ thống phân phối của VNM đã ổn định trở lại, chúng tôi kỳ vọng mức P/E mục tiêu cao hơn trong giai đoạn mới, đánh dấu thời điểm tăng trưởng mới của VNM sau giai đoạn khó khăn hậu COVID-19. Do vậy, P/E mục tiêu của chúng tôi cho giai đoạn 2026-27 ở mức 17.5x, cao hơn so với trung bình giai đoạn 2022-24 (16x) để phản ánh tăng trưởng kép về kỳ vọng lợi nhuận ròng của giai đoạn 2026-2027 (9%) tích cực hơn giai đoạn năm 2022 – 2024 (5%).

Hình 1: Tăng trưởng lợi nhuận ròng và P/E



Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 2: Tổng hợp phương pháp định giá

| Phương pháp                                 | Tỷ trọng | Giá (VND/cp) |
|---------------------------------------------|----------|--------------|
| FCFF                                        | 50%      | 81,988       |
| P/E                                         | 50%      | 79,661       |
| Giá mục tiêu (làm tròn)                     |          | 80,800       |
| Giá hiện tại (11/02/2026)                   |          | 68,400       |
| Tiềm năng tăng giá (bao gồm tỷ suất cổ tức) |          | 23.8%        |

Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 3: Dự báo dòng tiền phương pháp DCF

|                                               | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | /// | 2035    |
|-----------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|-----|---------|
| EBIT                                          | 11,790  | 12,857  | 13,640  | 14,483  |     | 21,180  |
| Khấu hao                                      | 1,869   | 1,972   | 2,081   | 2,198   |     | 3,075   |
| Đầu tư tài sản cố định                        | (2,214) | (2,381) | (2,551) | (2,735) |     | (4,238) |
| Thay đổi vốn lưu động                         | 54      | (279)   | (283)   | (307)   |     | (513)   |
| Dòng tiền tự do                               | 11,499  | 12,169  | 12,888  | 13,639  |     | 19,503  |
| Chi phí thuế                                  | (2,339) | (2,642) | (2,707) | (2,985) |     | (4,398) |
| Dòng tiền tự do doanh nghiệp                  | 9,160   | 9,527   | 10,181  | 10,654  |     | 15,106  |
| Giá trị năm cuối mô hình                      |         |         |         |         |     | 210,799 |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do          | 8,374   | 7,962   | 7,779   | 7,442   |     | 6,159   |
| Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình |         |         |         |         |     | 85,953  |

Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 4: Định giá theo FCFF và các giả định

| FCFF                                        |                |                |
|---------------------------------------------|----------------|----------------|
| (+) Giá trị hiện tại giai đoạn 26E-35E      | tỷ đồng        | 71,705         |
| (+) Giá trị hiện tại giá trị DN cuối chu kỳ | tỷ đồng        | 85,953         |
| <b>Giá trị doanh nghiệp</b>                 | <b>tỷ đồng</b> | <b>157,658</b> |
| (+) Tiền và tương đương tiền                | tỷ đồng        | 25,486         |
| (-)Nợ vay ngắn và dài hạn                   | tỷ đồng        | -9,273         |
| <b>Giá trị VCSH</b>                         | <b>tỷ đồng</b> | <b>171,351</b> |
| Số lượng cổ phiếu                           | triệu cp       | 2,090          |
| <b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>              | <b>đồng/cp</b> | <b>81,988</b>  |

WACC và tăng trưởng dài hạn

|                           |             |
|---------------------------|-------------|
| Tăng trưởng dài hạn       | 2.0%        |
| Beta                      | 0.7         |
| Phần bù rủi ro thị trường | 8.5%        |
| Lãi suất phi rủi ro       | 4.0%        |
| Chi phí vốn CSH           | 10.0%       |
| Chi phí sử dụng nợ        | 5.5%        |
| Thuế DN                   | 20.0%       |
| <b>WACC</b>               | <b>9.4%</b> |

Nguồn: VNM, MBS Research

Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 5: Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| Doanh nghiệp                                | Mã Bloomberg | Vốn hóa (tỷ VND) | P/E (lần)   |             | P/B (lần)  |            | ROA%        |             | ROE (%)     |             |
|---------------------------------------------|--------------|------------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                             |              |                  | 2025        | 2026        | 2025       | 2026       | 2025        | 2026        | 2025        | 2026        |
| Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd | 600887 CH    | 676,026          | 22.8        | 15.1        | 3.3        | 3.1        | 5.3         | 7.7         | 14.2        | 20.3        |
| China Mengniu Dairy Co                      | 2319 HK      | 193,492          | 12.4        | 10          | 1.3        | 1.1        | -0.3        | 5.2         | -0.7        | 11.4        |
| Yakult Honsha Co Ltd                        | 600597 CH    | 135,174          | 17          | 16          | 1.3        | 1.2        | 5           | 6           | 7.4         | 7.3         |
| Fraser & Neave Holdings Bhd                 | FNH MK       | 82,836           | 26          | 23          | 3.4        | 3.1        | 9.2         | 10.1        | 13.7        | 13.7        |
| Bright Dairy & Food Co Ltd                  | 2267 JT      | 41,314           | 16.2        | 21.8        | 1.2        | 1.1        | 3           | 2           | 7.6         | 5.2         |
| Trung bình                                  |              |                  | 18.9        | 17.2        | 2.1        | 1.9        | 4.4         | 6.2         | 8.4         | 11.6        |
| <b>CTCP Sữa Việt Nam</b>                    |              | <b>143,789</b>   | <b>15.5</b> | <b>14.2</b> | <b>4.2</b> | <b>4.7</b> | <b>17.4</b> | <b>19.2</b> | <b>26.6</b> | <b>29.6</b> |

Nguồn: VNM, MBS Research

Rủi ro giảm giá:

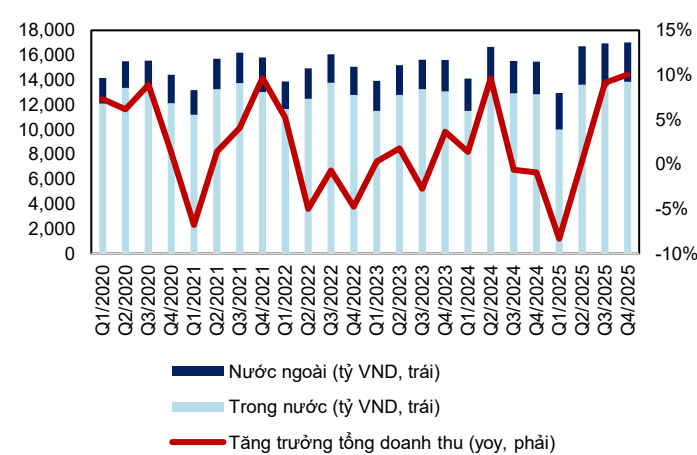
- Thị phần trong nước thấp hơn so với dự tính do tiêu dùng nội địa vẫn còn chậm, đặc biệt tỷ lệ sinh giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu của các sản phẩm giữa cho trẻ em từ 0-4 tuổi.
- Sự cải thiện về thị phần nội địa ít hơn so với ước tính do tính không hiệu quả của các chương trình hỗ trợ bán hàng
- Giá bột sữa thế giới tăng mạnh khi có sự biến động bất thường ở nguồn cung hay nhu cầu trên thế giới, ảnh hưởng trực tiếp đến biên LN gộp của VNM.

Q4/2025, lợi nhuận ròng tăng mạnh 34% svck nhờ các thị trường  
tăng trưởng tốt và tối ưu chi phí bán hàng

Hình 6: KQKD Q4/2025 (tỷ đồng)

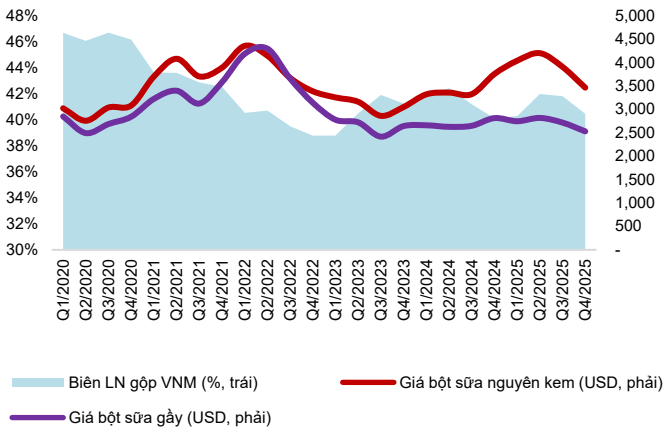
| Tỷ đồng                              | Q4/2025 | so với<br>quý trước<br>(%) | so với<br>cùng kỳ<br>(%) | 2025   | so với<br>cùng kỳ<br>(%) | sv dự<br>bảo cũ | Comment                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|--------------------------------------|---------|----------------------------|--------------------------|--------|--------------------------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Doanh thu thuần                      | 17,034  | 0.5%                       | 10.1%                    | 63,645 | 3.0%                     | 97.1%           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| -Trong nước                          | 13,846  | 2.6%                       | 7.8%                     | 50,964 | 0.3%                     | 95.5%           | Q4/2025, doanh thu trong nước tăng 8% svck chủ yếu nhờ vào chiến lược cao cấp hóa sản phẩm, bên cạnh đó hệ thống phân phối được ổn định trở lại sau 1H2025 cùng tổng cửa hàng bán lẻ VNM được mở rộng rộng rãi, chạm mốc 750 cửa hàng giúp cho sản lượng tiêu thụ ước tính tăng nhẹ svck. Sự tăng trưởng tích cực trong Q4/2025 giúp cho doanh thu cả năm 2025 đi ngang svck.                                                                                                                                                                                                                                                  |
| -Nước ngoài                          | 3,188   | -7.8%                      | 21.0%                    | 12,681 | 15.5%                    | 104.1%          | Q4/2025, doanh thu nước ngoài tăng 21% svck với động lực chủ yếu từ doanh thu xuất khẩu nhờ sự tích cực từ thị trường Trung Đông và các thị trường lân cận. Bên cạnh đấy, doanh thu từ các công ty con nước ngoài tăng 16% svck với sự tăng trưởng khả quan của Angkor Milk tại Campuchia, trong khi Driftwood tăng trưởng ổn định. Lũy kế cả năm 2025, tổng doanh thu nước ngoài tăng 16% svck                                                                                                                                                                                                                                |
| Lợi nhuận gộp                        | 6,890   | -2.8%                      | 11.0%                    | 26,209 | 2.4%                     | 97.2%           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Biên LN gộp                          | 40.5%   | -1.4%                      | 0.3%                     | 41.2%  | -0.2%                    | 100.2%          | Q4/2025, biên LN gộp tăng 0.3d% svck nhờ khả năng ổn định NVL đầu vào cùng với việc cao cấp hóa sản phẩm của VNM trong Q4/2025. Cả năm 2025, do mức nền giá sữa nguyên vật liệu cao hơn svck khiến cho biên LN gộp giảm nhẹ 0.2d% svck.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Chi phí bán hàng                     | 3,187   | -10.8%                     | -4.9%                    | 13,642 | 2.1%                     | 96.8%           | Q4/2025, chi phí bán hàng giảm 5% svck chủ yếu nhờ vào chi phí hỗ trợ bán hàng giảm. Cả năm 2025, nhờ việc tối ưu chi phí hỗ trợ bán hàng nên tổng chi phí bán hàng tăng ít hơn so với sự tăng trưởng của doanh thu. Lũy kế cả năm 2025, chi phí bán hàng tăng tương đương với mức tăng tổng doanh thu.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Chi phí QLDN                         | 545     | 17.0%                      | -1.7%                    | 1,904  | 4.2%                     | 100.2%          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Chi phí bán hàng QLDN/tổng doanh thu | 21.9%   | -1.9%                      | -3.3%                    | 24.4%  | -0.2%                    | 100.1%          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Thu nhập tài chính                   | 358     | -9.5%                      | -9.2%                    | 1,497  | -5.6%                    | 83.3%           | Q4/2025, thu nhập tài chính giảm 9% svck chủ yếu do quy mô tiền gửi ngắn hạn giảm ~8% svck. Cả năm 2025, tổng thu nhập tài chính giảm 6% svck                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Chi phí tài chính                    | 108     | 17.7%                      | -23.2%                   | 350    | -18.2%                   | 70.3%           | Chi phí tài chính giảm 18% svck chủ yếu do trong năm 2025 có thêm 1 khoản hoàn nhập trong chi phí khác ghi nhận ~48 tỷ đồng                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| LN trước thuế                        | 3,477   | 11.2%                      | 31.5%                    | 11,650 | 0.4%                     | 94.7%           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Thuế                                 | 650     | 5.6%                       | 30.9%                    | 2,236  | 4.2%                     | 98.1%           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| LN ròng                              | 2,840   | 12.4%                      | 33.7%                    | 9,410  | 0.2%                     | 94.6%           | Tổng kết, nhìn chung sức cầu năm 2025 còn khá yếu và cũng là thời điểm VNM điều chỉnh lại hệ thống phân phối bán lẻ, do vậy kết quả 1H2025 không nhiều khả quan. Tuy nhiên sự ổn định nhanh chóng đã tạo động lực cho doanh thu 2H2025 tăng trưởng trở lại, đưa số tổng doanh thu cả năm tăng 3% svck. Bên cạnh đấy, khả năng kiểm soát giá NVL đầu vào tốt hơn đã giúp cho biên LN gộp 2H2025 cải thiện sv 1H2025, nhờ vậy biên LN gộp cả năm đi ngang svck. Tổng kết, lợi nhuận ròng cả năm 2025 đi ngang ở mức 9,410 tỷ đồng và hoàn tất 97% kế hoạch của doanh nghiệp. Kết quả này hoàn tất 95% dự phóng của MBS Research. |

Hình 7: Doanh thu theo từng mảng (tỷ đồng)



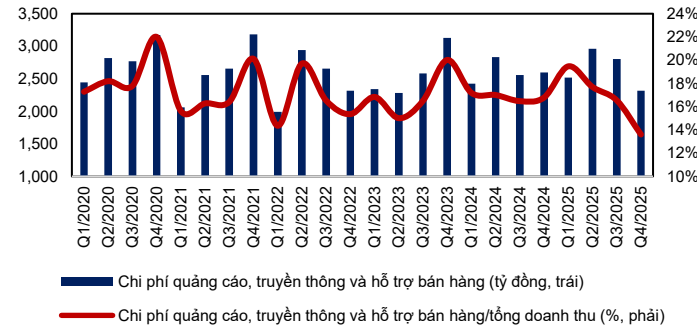
Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 8: Sự tương quan giữa giá bột sữa nguyên kem (WMP) và bột sữa gầy (SMP) thế giới cùng biên lợi nhuận gộp của VNM



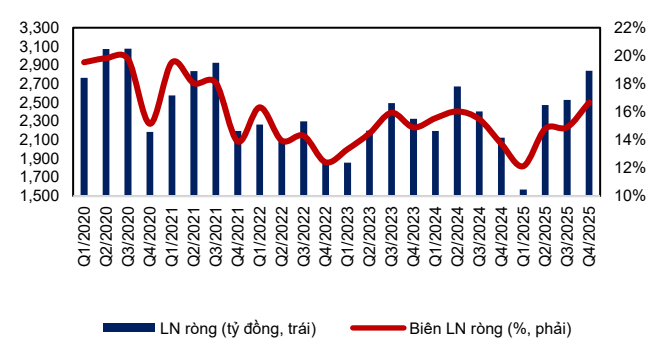
Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 9: Năm 2025, TB tỷ lệ chi phí quảng cáo, truyền thông và hỗ trợ bán hàng trên tổng doanh thu đạt 16.8% - thấp hơn TB giai đoạn 20-24



Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 10: Lợi nhuận ròng và biên LN ròng



Nguồn: VNM, MBS Research

**Năm 2026-2027: Tăng trưởng tích cực nhờ sự phục hồi khả quan của thị trường nội địa cùng biên LN gộp cải thiện.**

**Điều chỉnh dự phóng KQKD 2026F-2027F**

Hình 11: Điều chỉnh dự phóng KQKD VNM 2026F-2027F

| Tỷ VND          | 2025   | 2026F  | svck % | Δ%    | 2027F  | svck% | Δ%    | Đánh giá                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Doanh thu thuần | 63,645 | 67,088 | 5.4%   | -2.9% | 72,160 | 7.6%  | 1.7%  | Chúng tôi giảm dự phóng năm 2026 4.5% sv dự báo cũ do sức tiêu thụ năm 2025 ít hơn so với dự tính ban đầu. Trong giai đoạn 2026-27, sau giai đoạn ổn định hệ thống phân phối cho GT cùng quy mô cửa hàng VNM được mở rộng trong năm 2025 sẽ giúp cho sản lượng tăng 1% mỗi năm, từ đó tăng trưởng kép doanh thu năm 2026-27 đạt 5%. |
| -Trong nước     | 50,964 | 53,023 | 4.0%   | -4.5% | 56,247 | 6.1%  | -0.1% |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| -Nước ngoài     | 12,681 | 14,066 | 10.9%  | 3.5%  | 15,913 | 13.1% | 8.4%  | Chúng tôi tăng dự phóng DT NN 2026/2027 thêm 4%/8% sv dự báo trước nhờ năm 2025, sản lượng xuất khẩu ra nước ngoài tăng trưởng khả quan hơn ước tính ban đầu. Sau điều chỉnh, doanh thu nước ngoài 2026-27 tăng 11%/13% svck dựa trên ước tính sản lượng tăng 5%/5% svck và ước tính giá bán tăng 2%/4% svck.                       |
| Lợi nhuận gộp   | 26,209 | 28,405 | 8.4%   | 0.0%  | 30,584 | 7.7%  | 1.9%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

|                                      |        |        |       |        |        |        |       |                                                                                                                                                                                                                                                 |
|--------------------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Biên LN gộp                          | 41%    | 42%    | 1.2d% | 3.0%   | 42%    | 0.0d%  | 0.2%  | Năm 2026-2027, bên cạnh doanh thu tích cực, chúng tôi kỳ vọng nhờ vào xu hướng giảm giá sữa nguyên vật liệu trên thế giới sẽ tác động tích cực đến lợi nhuận gộp và giúp cho biên LN gộp tăng ~1d% svck vào năm 2026 và duy trì trong năm 2027. |
| Chi phí bán hàng                     | 13,642 | 14,609 | 7.1%  | -0.8%  | 15,569 | 6.6%   | 1.6%  |                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Chi phí QLDN                         | 1,904  | 2,007  | 5.4%  | 0.2%   | 2,159  | 7.6%   | -1.9% |                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Chi phí bán hàng QLDN/tổng doanh thu | 24%    | 25%    | 0.3%  | 2.3%   | 25%    | -0.2d% | -0.5% | Tỷ trọng CPBH&QLDN năm 2026 giảm 2 điểm% sv dự báo cũ do chúng tôi điều chỉnh giảm tỷ trọng CP khuyến mãi/tổng DT trong năm 2026-2027 thấp hơn 2 điểm% khi số thực năm 2025 được tối ưu tốt hơn số dự báo năm 2025 cũ.                          |
| Thu nhập tài chính                   | 1,497  | 1,525  | 1.9%  | -15.4% | 1,591  | 4.4%   | -7.8% | Điều chỉnh doanh thu tài chính năm 2026 giảm 15% sv dự báo trước do chúng tôi điều chỉnh giảm quy mô đầu tư ngắn hạn                                                                                                                            |
| Chi phí tài chính                    | 350    | 523    | 49.5% | 16.6%  | 532    | 1.6%   | 1.4%  | Chi phí tài chính năm 2026 tăng 8% sv dự báo cũ do chúng tôi điều chỉnh tăng lãi suất cho vay thêm 1d% sv dự phóng cũ                                                                                                                           |
| Chi phí lãi vay                      | 326    | 408    | 25.1% | 8.0%   | 407    | -0.1%  | 1.0%  |                                                                                                                                                                                                                                                 |
| LN trước thuế                        | 11,650 | 12,638 | 8.5%  | -3.2%  | 13,764 | 8.9%   | 0.2%  |                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Thuế                                 | 2,236  | 2,339  | 4.6%  | -3.3%  | 2,642  | 13.0%  | 3.9%  |                                                                                                                                                                                                                                                 |
| LN ròng                              | 9,410  | 10,233 | 8.7%  | -3.2%  | 11,050 | 8.0%   | -0.7% | Năm 2026, với động lực từ tăng trưởng sản lượng bán hàng cùng giá NVL đầu vào giảm nhiệt (hỗ trợ biên LN gộp cải thiện), chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng trưởng 9% svck, ghi nhận 10,233 tỷ đồng.                                         |

Nguồn: VNM, MBS Research

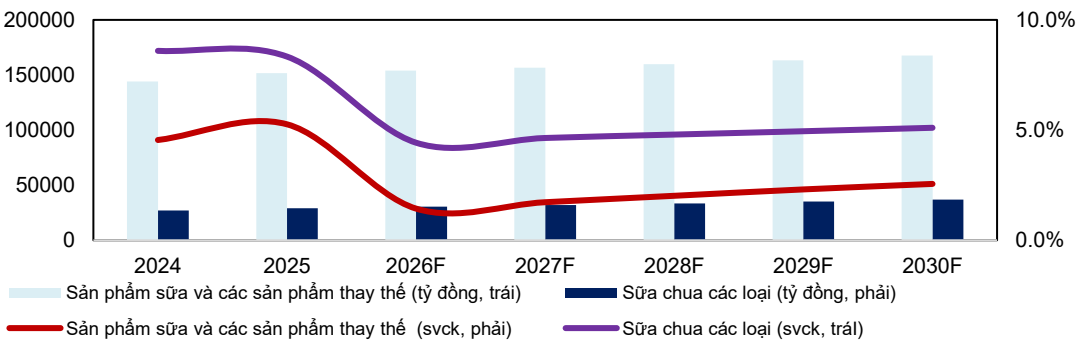
Sự ổn định về hệ thống phân phối cùng thể mạnh về R&D tạo động lực tăng trưởng khả quan cho doanh thu nội địa trong năm 2026-2027

Thị trường chung tăng trưởng ổn định với động lực chính từ phát triển sản phẩm nội địa

Thời gian qua, VNM đã nỗ lực thực hiện hoàn tất thay đổi nhận diện mới cho 100% sản phẩm và liên tục ra mắt các sản phẩm mới với hàm lượng dinh dưỡng vượt trội. Kết thúc năm 2025, VNM có ~100 sản phẩm mới ra mắt thị trường (bao gồm cả tái tung) và ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu các sản phẩm mới đạt 2 chữ số, cho thấy phần nào người tiêu dùng đang phản ứng tích cực với sự chuyển mình mạnh mẽ của doanh nghiệp. Bên cạnh đấy, doanh thu nội địa đi ngang trong khi thị trường chung còn yếu cho thấy thị phần đã được cải thiện đáng kể, tạo bản lề cho sự tăng trưởng trong thời gian tới.

Trong năm 2026-2027F, thị trường Sữa Việt Nam dự báo tăng trưởng kép 2% với động lực chủ yếu đến chiến lược cao cấp hóa sản phẩm nhằm phù hợp với xu hướng tiêu dùng hiện nay, hướng đến các sản phẩm ít đường, hàm lượng dinh dưỡng cao (nhiều đạm, ít béo,...)- phù hợp với sự xu hướng kiểm soát cân nặng và lối sống lành mạnh của người tiêu dùng.

Hình 12: Ước tính tăng trưởng thị trường sữa và thị trường sữa chua tại Việt Nam năm 2026-2027



Nguồn: Euromonitor, MBS Research

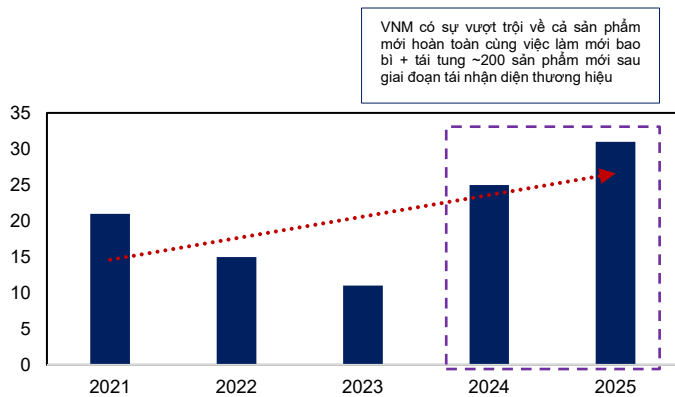
Chúng tôi kỳ vọng với thể mạnh về người dẫn dắt xu hướng, VNM sẽ có tăng trưởng doanh thu tốt hơn thị trường chung.

Vinamilk đã hoàn tất nhận diện thương hiệu trong năm 2025 và ra mắt ~30 sản phẩm hoàn toàn mới với (1) ~35% số sản phẩm có sự đột phá về hàm lượng dinh dưỡng (đạm A2, kombucha, sữa dinh dưỡng ADM cho trẻ con,...), (2) ~25% sản phẩm giảm đường. Doanh thu các sản phẩm mới ghi nhận tăng trưởng 2 chữ số svck, cho thấy sự đúng đắn trong chiến lược đổi mới và phát triển sản phẩm, phù hợp với sự thay đổi chung của người tiêu dùng. Theo đánh giá, chúng tôi nhận thấy Vinamilk đang làm đúng vai trò của người dẫn dắt sự thay đổi xu hướng chung cho thị trường sữa Việt Nam, hướng đến lợi ích sức khỏe cho người tiêu dùng và xu thế này vẫn sẽ tiếp tục khả quan trong trung – dài hạn. Nhờ vậy, chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng khả quan hơn so với thị trường chung, ước tính tăng trưởng kép doanh thu đạt 4% trong năm 2026-2027. Cụ thể, chiến lược cao cấp sản phẩm tiếp tục phát huy giúp cho mức giá bán trung bình tăng ~2% svck, sản lượng tiêu thụ trung bình tăng 2% svck.

Hình 13: Các sản phẩm mới nổi bật của Vinamilk với sự đột phá về dinh dưỡng và hương vị

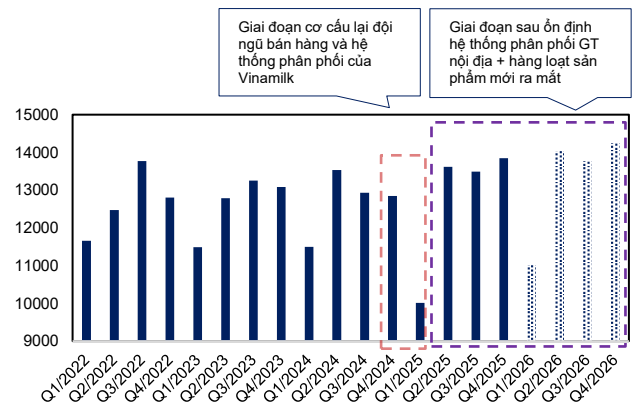


Hình 14: Sự tăng trưởng sản phẩm hoàn toàn mới...



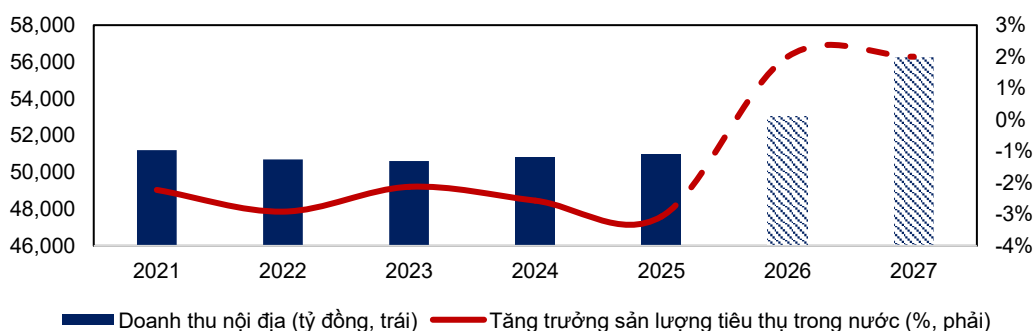
Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 15: ...là một trong những động lực chính cho sự tăng trưởng trong giai đoạn tiếp theo



Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 16: Ước tính doanh thu nội địa của Vinamilk trong năm 2026-2027



Nguồn: VNM, MBS Research

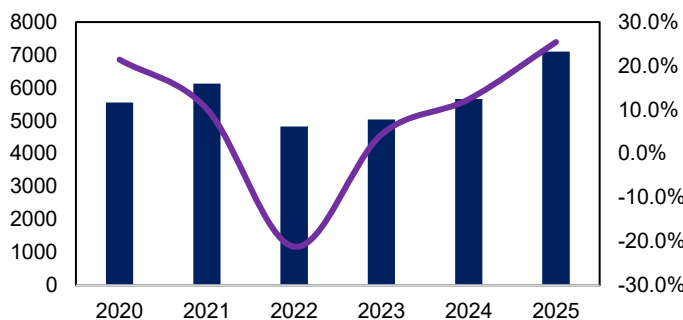
## Doanh thu nước ngoài tiếp đà tăng trưởng 2 chữ số với động lực chính từ xuất khẩu trực tiếp và AngkorMilk

Với sự hiệu quả về chiến lược mở rộng và tiếp cận tại thương trường quốc tế của Vinamilk, sức tiêu thụ tại thị trường Trung Đông và các khu vực lân cận ghi nhận nhiều sự tích cực, nhờ đó doanh thu xuất khẩu trực tiếp tăng trưởng 25% svck trong năm 2025. Bên cạnh đấy, Angkor Milk cũng đang ghi nhận sự tăng trưởng 2 chữ số, tốt hơn trung bình tăng trưởng thị trường sữa tại Campuchia, nhờ vào chiến lược mở rộng danh mục sản phẩm phù hợp.

Trong giai đoạn 2025-2027, chúng tôi ước tính tổng doanh thu nước ngoài tăng trưởng kép 12% với động lực đồng đều từ cả khu vực xuất khẩu trực tiếp và các chi nhánh con nước ngoài, cụ thể:

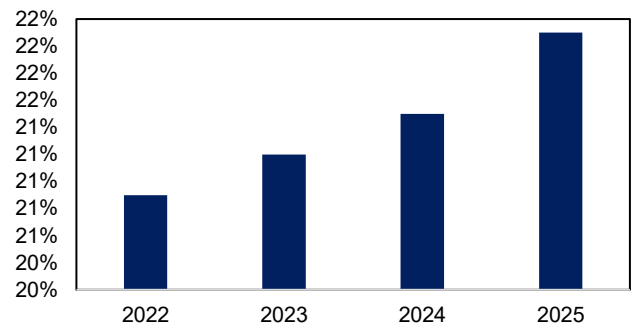
- Tổng doanh thu xuất khẩu thuần tăng 12%/13% svck với động lực chính từ thị trường Trung Đông và các thị trường lân cận. Tại đây, VNM đang ghi nhận sự tăng trưởng tốt nhờ sự yêu thích của người tiêu dùng cùng sự mở rộng của danh mục sản phẩm xuất khẩu.
- Tổng doanh thu các chi nhánh con nước ngoài tăng trưởng kép 9% trong giai đoạn 26-27 với động lực chủ yếu doanh thu Angkormilk sẽ duy trì tăng trưởng 2 chữ số, bên cạnh đấy Driftwood duy trì sự ổn định.

Hình 17: Doanh thu xuất khẩu trực tiếp liên tục tăng trưởng tích cực sau COVID-19.



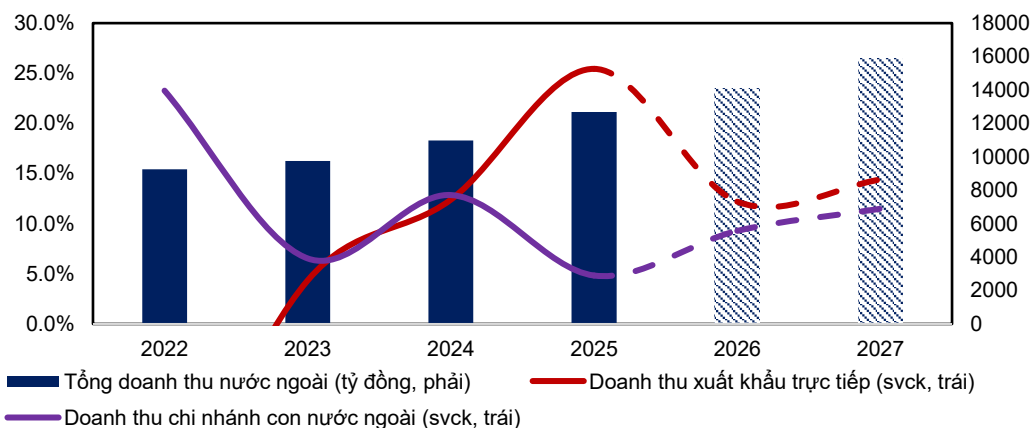
Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 18: Ở các chi nhánh con nước ngoài, tỷ trọng doanh thu Angkor Milk/tổng doanh thu toàn thị trường tăng dần từ năm 2022 đến nay cho thấy phần nào thị phần của Angkor Milk tại đây cải thiện đáng kể.



Nguồn: VNM, MBS Research

Hình 19: Ước tính doanh thu nước ngoài của Vinamilk trong năm 2026-2027



Nguồn: VNM, MBS Research

**Biên LN góp khả năng cải thiện nhờ sự giảm nhiệt của giá NVL đầu vào khi nguồn cung thế giới dồi dào, trong bối cảnh nhu cầu còn yếu**

*Chúng tôi ước tính giá bột sữa nguyên kem giảm nhẹ 3% svck trong 2026 do nguồn cung dồi dào*

Năm 2026, nhu cầu tiêu thụ bột sữa trên toàn thế giới ước tính đi ngang hoặc giảm nhẹ so với cùng kỳ, trong bối cảnh nguồn cung còn khá dồi dào nhờ sự thuận lợi của thời tiết. Trong năm 2026, lượng xuất khẩu của từng quốc gia cũng được ước tính co lại phù hợp để giá sữa không giảm quá mạnh trong năm 2026. Cụ thể:

- Ước tính giá bột sữa nguyên kem giảm 3% svck trong bối cảnh nguồn cung được dự báo giảm nhẹ 1% svck. Nhà xuất khẩu bột sữa lớn nhất thế giới – New Zealand được dự báo có nguồn cung đi ngang svck do lượng cầu từ Algeria hay Trung Quốc chưa có sự đột phá, đặc biệt khi quy chuẩn mới về sữa tiệt trùng tại Trung Quốc có hiệu lực từ 16/9/2025 (chỉ chấp nhận sữa tươi làm sữa tiệt trùng, không chấp nhận sản phẩm sử dụng sữa hoàn nguyên, làm giảm nhu cầu bột sữa). Bên cạnh đấy, lượng xuất khẩu tại châu Âu vẫn tiếp xu hướng giảm, ước tính giảm 9% svck do nguồn cầu chung thế giới còn yếu và sự chủ động trong việc giảm đàn bò sữa tại đây.
- Ước tính giá bột sữa gầy giảm nhẹ 1% svck trong bối cảnh nguồn cung đi ngang svck, giá sữa giảm nhẹ đồng thuận với xu hướng giảm của bột sữa nguyên kem. Nguồn xuất khẩu tại Úc, EU hay US đều đi ngang hoặc giảm nhẹ svck, tuy nhiên lượng xuất khẩu tại New Zealand được dự báo tăng 4% svck nhờ đáp ứng nhu cầu tại EU (các nhà sản xuất tại EU ưu tiên hơn cho việc sản xuất cheese vì có biên LN cao hơn nên nguồn cung nội địa giảm).

**Hình 20: Ước tính sản lượng xuất khẩu WMP của các quốc gia xuất khẩu lớn nhất trên thế giới ('000 tấn)**

|                                       | 2024         | 2025F        | 2026F        | 2026F svck |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| Argentina                             | 121          | 135          | 145          | ▲7%        |
| Australia                             | 55           | 52           | 45           | ▼13%       |
| European Union                        | 208          | 170          | 155          | ▼9%        |
| New Zealand                           | 1,373        | 1,375        | 1,375        | —0%        |
| <b>Tổng lượng XK các quốc gia lớn</b> | <b>1,757</b> | <b>1,732</b> | <b>1,720</b> | <b>▼1%</b> |

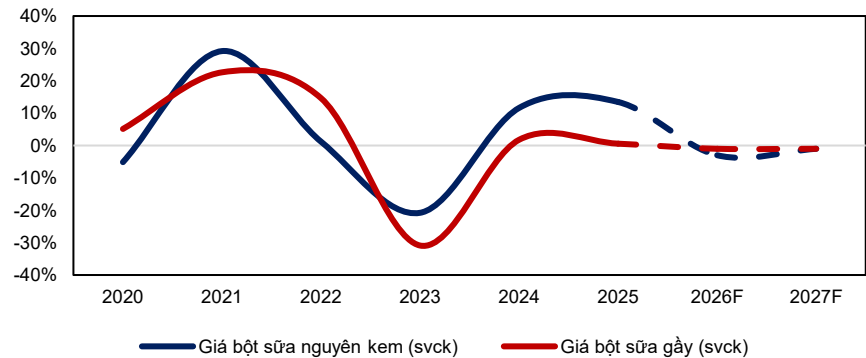
Nguồn: USDA, MBS Research

**Hình 21: Ước tính sản lượng xuất khẩu SMP của các quốc gia xuất khẩu lớn nhất trên thế giới ('000 tấn)**

|                                       | 2024         | 2025F        | 2026F        | 2026F svck |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| Argentina                             | 170          | 155          | 155          | —0%        |
| Australia                             | 716          | 760          | 750          | ▼1%        |
| European Union                        | 441          | 420          | 435          | ▲4%        |
| New Zealand                           | 744          | 669          | 668          | —0%        |
| <b>Tổng lượng XK các quốc gia lớn</b> | <b>2,071</b> | <b>2,004</b> | <b>2,008</b> | <b>—0%</b> |

Nguồn: USDA, MBS Research

**Hình 22: Dự báo tăng trưởng giá bột sữa nguyên kem và bột sữa gầy năm 2025F-26F**

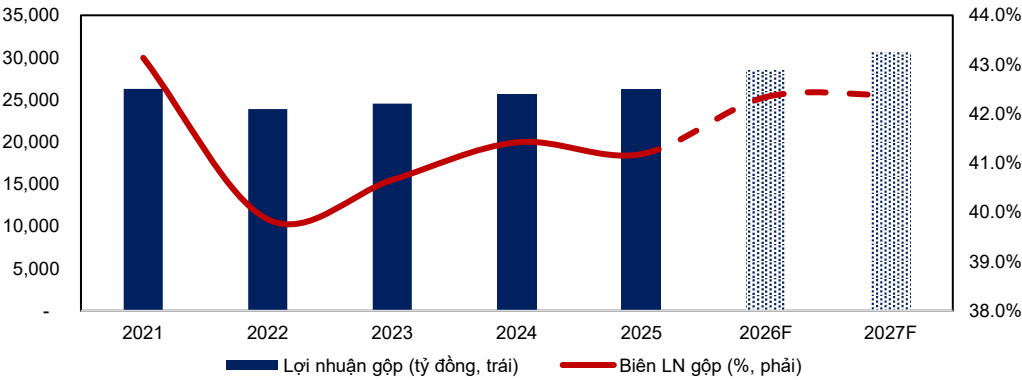


Nguồn: VNM, MBS Research

Cùng với chiến lược cao cấp hóa sản phẩm phù hợp giúp cho biên LN gộp cải thiện ~1đ% svck trong năm 2026.

Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp cải thiện ~1đ%, tăng lên 42.3% nhờ vào sự giảm nhiệt của giá NVL đầu vào cùng với chiến lược cao cấp hóa sản phẩm mà Vinamilk đã và đang thực hiện trong năm 2025.

Hình 23: Ước tính biên lợi nhuận gộp của VNM trong năm 2026-2027



Nguồn: VNM, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

| Báo cáo kết quả HĐKD               | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần                    | 61,782        | 63,645        | 67,088        | 72,160        |
| Giá vốn hàng bán                   | (36,192)      | (37,436)      | (38,683)      | (41,576)      |
| Lợi nhuận gộp                      | 25,590        | 26,209        | 28,405        | 30,584        |
| Chi phí quản lý DN                 | (1,828)       | (1,904)       | (2,007)       | (2,159)       |
| Chi phí bán hàng                   | (13,358)      | (13,642)      | (14,609)      | (15,569)      |
| LN từ HĐKD                         | 10,405        | 10,664        | 11,790        | 12,857        |
| EBITDA thuần                       | 12,746        | 13,027        | 13,905        | 15,075        |
| <b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>10,405</b> | <b>10,664</b> | <b>11,790</b> | <b>12,857</b> |
| Thu nhập lãi                       | 1,586         | 1,497         | 1,525         | 1,591         |
| Chi phí tài chính                  | (428)         | (350)         | (523)         | (532)         |
| Thu nhập ròng khác                 | 6             | (10)          | (2)           | (2)           |
| TN từ các Cty LK & LD              | 32            | (151)         | (151)         | (151)         |
| <b>LN trước thuế</b>               | <b>11,600</b> | <b>11,650</b> | <b>12,638</b> | <b>13,764</b> |
| Thuế TNDN                          | (2,147)       | (2,236)       | (2,339)       | (2,642)       |
| Lợi nhuận sau thuế                 | 9,453         | 9,414         | 10,299        | 11,121        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số           | 61            | 3             | 66            | 71            |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>              | <b>9,392</b>  | <b>9,410</b>  | <b>10,233</b> | <b>11,050</b> |

| Bảng cân đối kế toán          | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương tiền      | 2,226         | 1,795         | 1,536         | 1,213         |
| Đầu tư ngắn hạn               | 23,260        | 21,355        | 21,468        | 23,091        |
| Phải thu khách hàng           | 4,793         | 4,702         | 4,956         | 5,331         |
| Hàng tồn kho                  | 5,687         | 6,839         | 7,209         | 7,754         |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>  | <b>37,554</b> | <b>36,261</b> | <b>36,821</b> | <b>39,165</b> |
| Tài sản cố định               | 11,520        | 11,618        | 11,650        | 11,695        |
| Xây dựng cơ bản dở dang       | 1,540         | 1,321         | 1,374         | 1,439         |
| BDS đầu tư                    | 54            | 52            | 43            | 34            |
| Đầu tư vào công ty con        | -             | -             | -             | -             |
| Đầu tư vào công ty LD, LK     | 622           | 511           | 511           | 511           |
| Các khoản đầu tư dài hạn khác | 902           | 1,243         | 980           | 1,054         |
| Tổng tài sản dài hạn          | 17,495        | 17,051        | 16,664        | 16,883        |
| <b>Tổng tài sản</b>           | <b>55,049</b> | <b>53,312</b> | <b>53,484</b> | <b>56,047</b> |
| Vay & nợ ngắn hạn             | 9,115         | 9,394         | 8,722         | 9,381         |
| Phải trả người bán            | 3,874         | 3,923         | 4,136         | 4,448         |
| Phải trả ngắn hạn khác        | 2,855         | 2,874         | 3,030         | 3,259         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>       | <b>18,460</b> | <b>18,520</b> | <b>18,598</b> | <b>20,004</b> |
| Vay & nợ dài hạn              | 158           | 63            | -             | -             |
| Các khoản phải trả khác       | 257           | 246           | 259           | 279           |
| Tổng Nợ dài hạn               | 415           | 309           | 259           | 279           |
| <b>Tổng nợ</b>                | <b>18,875</b> | <b>18,829</b> | <b>18,858</b> | <b>20,283</b> |
| Vốn điều lệ                   | 20,900        | 20,900        | 20,900        | 20,900        |
| Thặng dư vốn cổ phần          | 34            | 34            | 34            | 34            |
| Cổ phiếu quỹ                  | -             | -             | -             | -             |
| LN giữ lại                    | 3,471         | 8,523         | 8,617         | 9,371         |
| Các quỹ thuộc VCSH            | 7,874         | 1,229         | 1,006         | 1,082         |
| Vốn chủ sở hữu                | 36,174        | 34,483        | 34,627        | 35,764        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số      | -             | -             | -             | -             |
| Tổng vốn chủ sở hữu           | 36,174        | 34,483        | 34,627        | 35,764        |
| <b>Tổng nợ và VCSH</b>        | <b>55,049</b> | <b>53,312</b> | <b>53,484</b> | <b>56,047</b> |

| Báo cáo lưu chuyển tiền tệ                 | 2024           | 2025            | 2026           | 2027           |
|--------------------------------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| LN trước thuế                              | 11,600         | 11,650          | 12,638         | 13,764         |
| Khấu hao                                   | 2,341          | 2,363           | 1,824          | 1,906          |
| Thuế đã nộp                                | (2,128)        | (1,536)         | (2,339)        | (2,642)        |
| Các khoản điều chỉnh khác                  | (861)          | (108)           | (2,379)        | (2,261)        |
| Thay đổi VLĐ                               | (1,053)        | (3,025)         | 54             | (279)          |
| <b>LCTT từ HĐKD</b>                        | <b>9,686</b>   | <b>8,668</b>    | <b>10,313</b>  | <b>11,224</b>  |
| Đầu tư TSCĐ                                | (1,742)        | (1,762)         | (2,214)        | (2,381)        |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ                 | 114            | 118             | 26             | 26             |
| <b>LCTT từ đầu tư</b>                      | <b>(3,739)</b> | <b>1,976</b>    | <b>(1,677)</b> | <b>(4,046)</b> |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH                | 722            | 7               | -              | -              |
| Tiền vay ròng nhận được                    | 796            | 175             | (735)          | 659            |
| Dòng tiền từ HĐTC khác                     | -              | -               | -              | -              |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH                  | (8,160)        | (11,264)        | (8,160)        | (8,160)        |
| <b>LCTT từ hoạt động TC</b>                | <b>(6,641)</b> | <b>(11,082)</b> | <b>(8,895)</b> | <b>(7,500)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 2,912          | 2,226           | 1,795          | 1,536          |
| LC tiền thuần trong năm                    | (686)          | (431)           | (258)          | (323)          |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>2,226</b>   | <b>1,795</b>    | <b>1,536</b>   | <b>1,213</b>   |

| Các chỉ số cơ bản            | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tăng trưởng doanh thu thuần  | 2.3%   | 3.0%   | 5.4%   | 7.6%   |
| Tăng trưởng EBITDA           | 5.6%   | 2.2%   | 6.7%   | 8.4%   |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD       | 6.5%   | 2.5%   | 10.6%  | 9.1%   |
| Tăng trưởng LN trước thuế    | 5.8%   | 0.4%   | 8.5%   | 8.9%   |
| Tăng trưởng LN ròng          | 5.8%   | 0.2%   | 8.7%   | 8.0%   |
| Tăng trưởng EPS              | 6.3%   | 0.2%   | 8.7%   | 8.0%   |
| Biên LN gộp                  | 41.4%  | 41.2%  | 42.3%  | 42.4%  |
| Biên EBITDA                  | 20.6%  | 20.5%  | 20.7%  | 20.9%  |
| Biên LN ròng                 | 15.2%  | 14.8%  | 15.3%  | 15.3%  |
| ROAE                         | 26.4%  | 26.6%  | 29.6%  | 31.4%  |
| ROAA                         | 17.4%  | 17.4%  | 19.2%  | 20.2%  |
| Vòng quay tài sản            | 1.1    | 1.2    | 1.3    | 1.3    |
| Cổ tức chi trả/LN ròng       | 86.9%  | 86.7%  | 79.7%  | 73.8%  |
| Tổng nợ vay/VCSH             | 25.6%  | 27.4%  | 25.2%  | 26.2%  |
| Nợ vay ròng/VCSH             | 19.5%  | 22.2%  | 20.8%  | 22.8%  |
| Nợ vay ròng/Tổng tài sản     | 12.8%  | 14.4%  | 13.4%  | 14.6%  |
| Khả năng thanh toán lãi vay  | 1.51   | 1.53   | 1.55   | 1.56   |
| Số ngày phải thu             | 28.3   | 27.0   | 27.0   | 27.0   |
| Số ngày nắm giữ hàng tồn kho | 57.4   | 66.7   | 68.0   | 68.1   |
| Số ngày phải trả tiền bán    | 39.1   | 38.3   | 39.0   | 39.1   |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn | 2.0    | 2.0    | 2.0    | 2.0    |
| Khả năng thanh toán nhanh    | 1.7    | 1.6    | 1.6    | 1.6    |
| Khả năng thanh toán tiền mặt | 1.4    | 1.2    | 1.2    | 1.2    |
| <b>Định giá</b>              |        |        |        |        |
| EPS                          | 4,494  | 4,503  | 4,897  | 5,288  |
| BVPS                         | 15,445 | 14,682 | 14,623 | 15,020 |
| P/E                          | 14.1   | 13.6   | 14.2   | 13.2   |
| P/B                          | 4.1    | 4.2    | 4.8    | 4.6    |

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

|              |                                                                 |
|--------------|-----------------------------------------------------------------|
| KHẢ QUAN     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| TRUNG LẬP    | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%                     |

### Khuyến nghị đầu tư ngành

|              |                                                                                               |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| KHẢ QUAN     | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền      |
| TRUNG LẬP    | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| KÉM KHẢ QUAN | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền     |

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Nguyễn Đức Hào

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

### Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly