

CTCP SỮA VIỆT NAM

[Việt Nam / Thực phẩm và Đồ uống]

Mã Bloomberg (VNM VN) | Mã Reuters (VNM.HM)

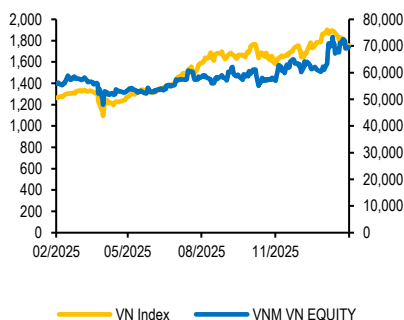
GIỮ

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **78,100 VND**
 Giá hiện tại (09/02/2026) **69,600 VND**
Suất sinh lời (%) **12.2%**

VNINDEX	1,755
P/E thị trường	13.1
Vốn hóa (tỷ VND)	145,461
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,090
Tự do giao dịch (triệu CP)	737
52-tuần cao/thấp (VND)	75,500/51,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	5.91
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	435
Sở hữu nước ngoài (%)	50%

	Tổng CT Đầu tư và Kinh			36.0
Cổ đông lớn (%)	doanh vốn Nhà nước			
	F&N Group			24.99
Biến động giá	3T	6T	12T	
Tuyệt đối (%)	20.8	14.5	14.5	
So với VN-Index (%)	11.1	3.8	-23.1	



Nguồn: Bloomberg

Nhi Nguyễn

(84-28) 6299-8000
 nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Doanh thu lập đỉnh mới

Cập nhật khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 78,100 đồng

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) là doanh nghiệp sữa có thị phần đứng đầu Việt Nam với hệ thống phân phối cùng đàn bò sữa có quy mô lớn nhất cả nước. VNM thị phần dẫn đầu trên hầu hết các phân khúc cùng cơ cấu tài sản lành mạnh và tình hình chi trả cổ tức đều đặn. VNM vừa đây đã công bố kết quả kinh doanh 2025 với doanh thu lập đỉnh mới, cũng như đánh dấu quý thứ 3 liên tiếp tăng trưởng liên tục trở lại. Dựa trên phương pháp FCFF và P/E, chúng tôi cập nhật định giá và khuyến nghị GIỮ đối với VNM với giá mục tiêu là 78,100 VNĐ, tương đương mức sinh lời kỳ vọng 12.2%.

Cập nhật KQKD Q4/2025 và FY2025

Q4/2025, VNM ghi nhận DT thuần hợp nhất thiết lập đỉnh mới là 17,034 tỷ đồng (+0.5% QoQ, +10.1% YoY) và LNST 2,827 tỷ đồng (+12.6% QoQ, +31.7% YoY), đánh dấu quý thứ 3 liên tiếp tăng trưởng doanh thu trở lại. Tuy biên LN gộp chỉ cải thiện 30 điểm cơ bản YoY, việc quản lý chi phí tốt hơn đã giúp lợi nhuận sau thuế Q4 tăng trưởng mạnh 31.7% YoY. Biên LN gộp Q4/2025 đạt 40.4%, tăng nhẹ so với cùng kỳ nhưng có sụt giảm so với quý trước, chủ yếu do biên LNG của thị trường nước ngoài giảm 4.8 điểm phần trăm QoQ và biên LNG của thị trường nội địa giảm 60 điểm cơ bản QoQ.

Như vậy, lũy kế cả năm 2025 thì VNM đã ghi nhận DT 63,646 tỷ đồng (+3% YoY) và LNST đi ngang ở mức 9,414 tỷ đồng. Tuy sụt giảm trong Q1 do tái cấu trúc hệ thống phân phối, kết quả phục hồi trong 3 quý còn lại đã giúp doanh thu cả năm vẫn ghi nhận tăng trưởng. Những nỗ lực kiểm soát chi phí trong nửa cuối năm đã giúp biên chi phí bao gồm cả chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp cả năm 2025 đạt 24.4%, giảm 2 điểm cơ bản so với cùng kỳ.

Dự phóng KQKD 2026F

Cho năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt 67,842 tỷ đồng (+6.6% YoY), tương ứng tốc độ tăng trưởng doanh thu của thị trường nội địa và thị trường nước ngoài đạt lần lượt 4.5% và 15%. Biên lợi nhuận cả năm dự kiến duy trì ở mức 41.2%, tuy nhiên biên SG&A có thể tăng do đẩy mạnh các chương trình marketing vì 2026 là năm đánh dấu kỷ niệm 50 năm thành lập doanh nghiệp. Vì vậy, chúng tôi dự báo LNST đạt mức tăng trưởng 3.5%, tương ứng đạt 9,747 tỷ đồng.

Rủi ro

(1) Rủi ro phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu; (2) Tỷ lệ sinh giảm và hạn chế trong quảng cáo cho trẻ em dưới 2 tuổi; (3) Cạnh tranh; (4) Tốc độ phục hồi tiêu dùng yếu hơn dự kiến.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	60,369	61,783	63,646	67,842	71,801
LN từ HĐKD (tỷ VND)	9,771	10,406	10,664	11,010	11,962
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	9,019	9,453	9,414	9,747	10,528
EPS (VND)	3,796	4,022	4,028	4,172	4,532
BPS (VND)	15,166	15,444	14,682	14,504	14,686
OPM (%)	16.2	16.8	16.8	16.2	16.7
NPM (%)	14.9	15.3	14.8	14.4	14.7
ROE (%)	26.6	26.6	26.6	28.5	30.8
PER (x)	17.0	15.8	15.3	18.7	17.2
PBR (x)	4.3	4.1	4.2	4.8	4.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật kết quả kinh doanh 2025

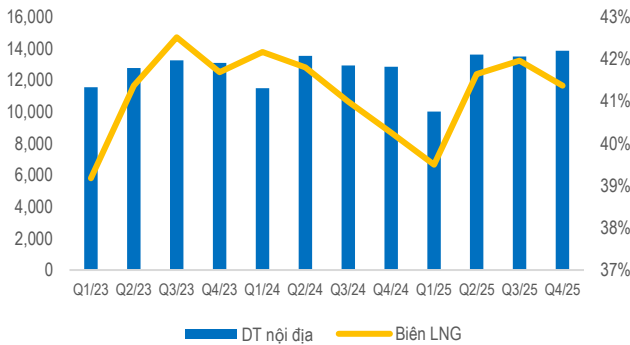
(Tỷ đồng)	Q4/2025	Q4/2024	Thay đổi	FY2025	FY2024	Thay đổi	2026F	Thay đổi (YoY)
Doanh thu thuần	17,034	15,478	10.1%	63,646	61,783	3.0%	67,842	6.6%
Trong nước	13,846	12,843	7.8%	50,965	50,800	0.3%	53,257	4.5%
Nước ngoài	3,188	2,635	21.0%	12,682	10,983	15.5%	14,584	15.0%
Xuất khẩu	1,579	1,254	25.9%	7,105	5,666	25.4%		
CNNN	1,609	1,381	16.5%	5,576	5,317	4.9%		
Lợi nhuận gộp	6,890	6,210	11.0%	26,210	25,590	2.4%	27,953	6.7%
Trong nước	5,728	5,170	10.8%	21,013	20,974	0.2%	21,977	4.6%
Nước ngoài	1,162	1,040	11.8%	5,197	4,616	12.6%	5,975	15.0%
Lợi nhuận sau thuế	2,827	2,147	31.7%	9,414	9,453	-0.4%	9,747	3.5%
Biên LN gộp	40.4%	40.1%		41.2%	41.4%		41.2%	
Nội địa	41.4%	40.3%		41.2%	41.3%		41.3%	
Nước ngoài	36.4%	39.5%		41.0%	42.0%		41.0%	
Biên SG&A	21.9%	25.2%		24.4%	24.6%		25.0%	
Biên LNST	16.6%	13.9%		14.8%	15.3%		14.4%	

Q4/2025, VNM ghi nhận DT thuần hợp nhất thiết lập đỉnh mới là 17,034 tỷ đồng (+0.5% QoQ, +10.1% YoY) và LNST 2,827 tỷ đồng (+12.6% QoQ, +31.7% YoY), đánh dấu quý thứ 3 có DT tăng trưởng liên tiếp trở lại. Tuy biên LN gộp chỉ cải thiện 30 điểm cơ bản YoY, việc quản lý chi phí tốt hơn đã giúp lợi nhuận sau thuế Q4 tăng trưởng mạnh 31.7% YoY. Biên LN gộp Q4/2025 đạt 40.4%, tăng nhẹ so với cùng kỳ nhưng có sụt giảm so với quý trước, chủ yếu do biên LNG của thị trường nước ngoài giảm 4.8 điểm phần trăm QoQ và biên LNG của thị trường nội địa giảm 60 điểm cơ bản QoQ.

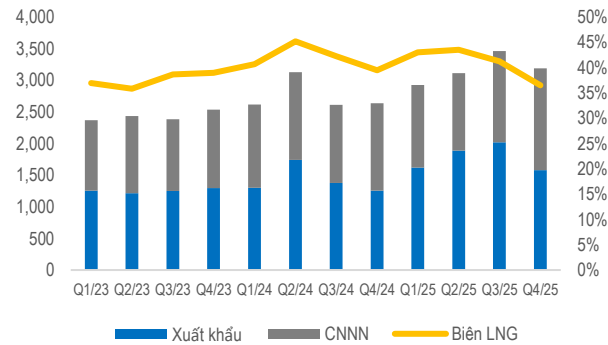
Hoạt động kinh doanh quốc tế tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong khi thị trường nội địa tiếp tục phục hồi. Cụ thể:

- Doanh thu từ thị trường quốc tế tăng trưởng 21% YoY, được thúc đẩy bởi tăng trưởng ở cả mảng xuất khẩu (+25.9% YoY) và đóng góp từ 2 công ty con là Driftwood và Angkormilk (+16.5% YoY). Angkormilk tăng trưởng tốt nhờ tiếp tục tận dụng các cơ hội tại thị trường Campuchia.
- Doanh thu nội địa tăng 7.8% YoY trong Q4/2025, cho thấy hiệu quả của các chiến lược đổi mới và cao cấp hóa dòng sản phẩm. VNM đã tung và tái tung khoảng 100 sản phẩm mới trong năm, và tiên phong dẫn dắt xu hướng sản phẩm cao cấp. Trong bối cảnh Vinamilk đã nắm giữ thị phần áp đảo tại thị trường trong nước, các chiến lược hiện tại có thể là động lực tăng trưởng cho giai đoạn sắp tới, đồng thời việc khai thác tốt các dòng sản phẩm cao cấp có thể giúp VNM tăng được biên gộp khi cơ cấu doanh thu chuyển dịch tỷ trọng sang các dòng sản phẩm có giá trị cao hơn.

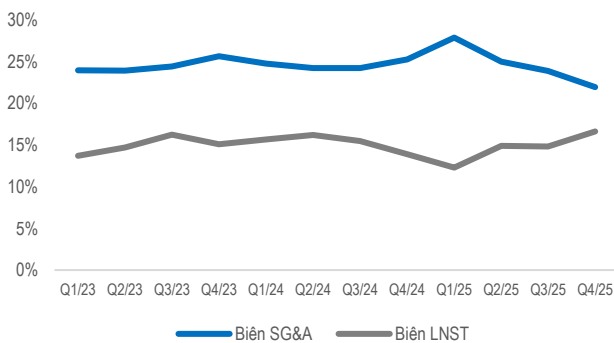
Như vậy, lũy kế cả năm 2025 thì VNM đã ghi nhận DT 63,646 tỷ đồng (+3% YoY) và LNST đi ngang ở mức 9,414 tỷ đồng. Tuy sụt giảm trong Q1 do tái cấu trúc hệ thống phân phối, kết quả phục hồi trong 3 quý còn lại đã giúp doanh thu cả năm vẫn ghi nhận tăng trưởng. Hiện tại đóng góp vào cơ cấu doanh thu của VNM bao gồm: sữa nước (40%), sữa chua (25%), sữa đặc (20%), sữa bột (15%). Kênh phân phối truyền thống (GT) đang chiếm ưu thế với tỷ trọng 70%, trong khi kênh hiện đại (MT) chiếm 30% và có xu hướng mở rộng theo xu thế chung của thị trường.

Doanh thu nội địa tiếp tục tăng trưởng svck trong Q4 (Tỷ đồng)

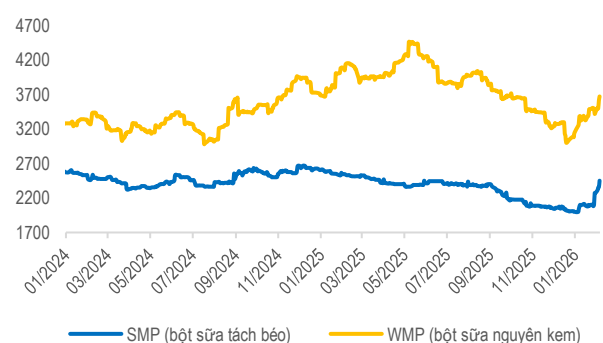
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu nước ngoài duy trì tốt (Tỷ đồng)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận cải thiện nhờ kiểm soát chi phí tốt hơn

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá bột sữa nhập khẩu (USD/tấn)

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Một yếu tố hỗ trợ là giá bột sữa nhập khẩu sụt giảm trong cuối năm 2025 và tăng trở lại trong 2026. Với việc chốt trước nguyên vật liệu từ 3-6 tháng, chúng tôi cho rằng diễn biến của giá NVL có thể thuận lợi cho biên LN gộp của VNM trong hai quý đầu năm 2026.

Cho năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt 67,842 tỷ đồng (+6.6% YoY), tương ứng tốc độ tăng trưởng doanh thu của thị trường nội địa và thị trường nước ngoài đạt lần lượt 4.5% và 15%. Biên lợi nhuận cả năm dự kiến duy trì ở mức 41.2%, tuy nhiên biên SG&A có thể tăng do đẩy mạnh các chương trình marketing trong bối cảnh 2026 là năm đánh dấu kỷ niệm 50 năm thành lập doanh nghiệp. Vì vậy, chúng tôi dự báo LNST đạt mức tăng trưởng 3.5% YoY, tương ứng đạt 9,747 tỷ đồng.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF và P/E để định giá VNM với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng các giả định và dự phóng như bên dưới:

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	9.1
Lãi suất phi rủi ro (%)	4.3
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.13
Beta	0.64
Chi phí nợ sau thuế (%)	2.4
Chi phí sử dụng vốn (%)	9.5
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.07
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	9,457

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCFF của VNM					
Đơn vị: tỷ VND	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	9,747	10,528	11,059	11,700	12,443
(Cộng) Lãi vay sau thuế	315	334	353	373	394
(Cộng) Chi phí không bằng tiền	1,943	2,048	2,149	2,243	2,342
(Trừ) Thay đổi vốn lưu động	595	-272	149	-88	181
(Trừ) Vốn đầu tư	-1,910	-1,928	-1,923	-1,863	-1,905
Dòng tiền tự do (FCFF)	10,690	10,711	11,788	12,365	13,455
Tỷ lệ chiết khấu	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	9,802	9,004	9,085	8,738	8,717
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.00%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	109,121				
Giá trị doanh nghiệp	154,467				
(Cộng) Tiền và tương đương tiền	23,148				
(Trừ) Nợ vay	-9,457				
(Trừ) Lợi ích cổ đông thiểu số	-3,797				
Giá trị vốn chủ sở hữu	164,361				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	2.09				
Giá mục tiêu (VND)	78,600				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Đối với phương pháp P/E, giá trị P/E chúng tôi sử dụng cho định giá là giá trị P/E trung bình của các doanh nghiệp trong ngành và bình quân P/E lịch sử 5 năm gần nhất của doanh nghiệp (với tỷ trọng mỗi giá trị là 50%). Với P/E mục tiêu là 18.6x thì giá mục tiêu cổ phiếu 12 tháng theo phương pháp này là 77,727 đồng.

Phương pháp	P/E hiện tại	P/E trung bình 5 năm	P/E bình quân các công ty trong ngành	P/E mục tiêu	EPS 2026F (VND)	Giá mục tiêu (VND)
P/E	17.2x	16.6x	20.7x	18.6x	4,172	77,727

Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	Tăng trưởng Doanh thu (%)	Tăng trưởng EPS (%)	P/E	ROE (%)
CISARUA MOUNTAIN DAIRY PT TB	Indonesia	68,380	16.10	-66.80	22.6x	-11.00
ULTRAJAYA MILK IND & TRADING	Indonesia	23,763	6.90	-1.90	12.7x	16.28
NEW HOPE DAIRY CO LTD-A	China	62,796	-2.90	29.80	24.6x	24.71
FRASER & NEAVE HOLDINGS BHD	Malaysia	79,452	-0.93	-5.13	26.7x	11.65
INTERNATIONAL DAIRY PRODUCTS	Vietnam	14,709	15.10	-8.30	16.7x	27.04
Trung bình					20.7x	
Trung vị					22.6x	
Cao					26.7x	
Thấp					12.7x	

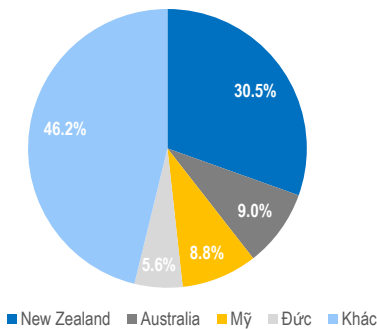
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro phụ thuộc nguyên vật liệu nhập khẩu

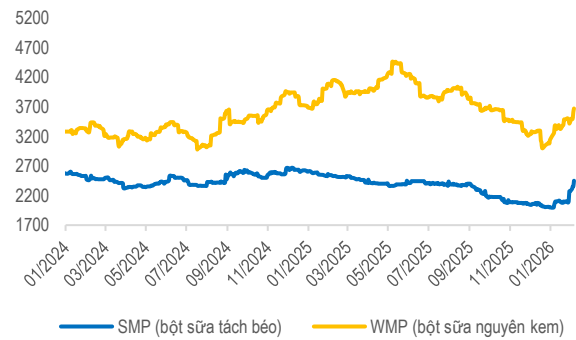
Do nhiều hạn chế về quy mô đàn bò và khí hậu, nguồn sữa trong nước không đủ để đáp ứng nhu cầu nội địa. Các doanh nghiệp sản xuất sữa ở Việt Nam vẫn phải nhập thêm các nguyên liệu như bột sữa và kem béo từ nước ngoài, khiến biên lợi nhuận chịu ảnh hưởng bởi biến động của giá các nguyên vật liệu này trên thị trường thế giới. Ngoài ra, Việt Nam cũng nhập khẩu thêm nhiều loại sữa ngoại để đáp ứng nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng. Các trường nhập khẩu chính là New Zealand, Úc, Ireland và Mỹ. Trong đó, New Zealand là thị trường nhập khẩu lớn nhất với tỷ lệ 30.5% trong năm 2025.

Thị trường nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa của Việt Nam 2025



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Giá bột sữa nhập khẩu (USD/tấn)



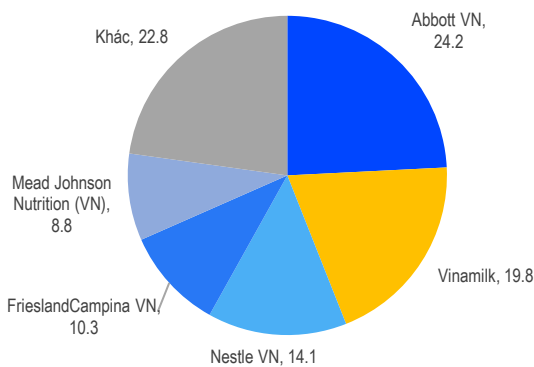
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro tỷ lệ sinh giảm và hạn chế trong quảng cáo cho trẻ dưới 2 tuổi

Tiêu thụ sữa trẻ em chiếm 24% tổng tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa. Tuy nhiên, mức độ cạnh tranh trong mảng sữa trẻ em giữa các doanh nghiệp là gay gắt nhất khi (1) tỷ lệ sinh tại Việt Nam giảm từ 2.12 trẻ/phụ nữ (năm 2020) xuống 1.91 trẻ/phụ nữ (2024) khiến nhu cầu tiêu thụ sữa trẻ em giảm tốc và (2) xu hướng chi tiêu các sản phẩm cao cấp cho trẻ tăng cao trong khi đó các doanh nghiệp sữa ngoại có lợi thế về thương hiệu hơn. Có thể thấy, doanh nghiệp sữa ngoại đang chiếm thị phần cao hơn so với doanh nghiệp sữa nội là Vinamilk.

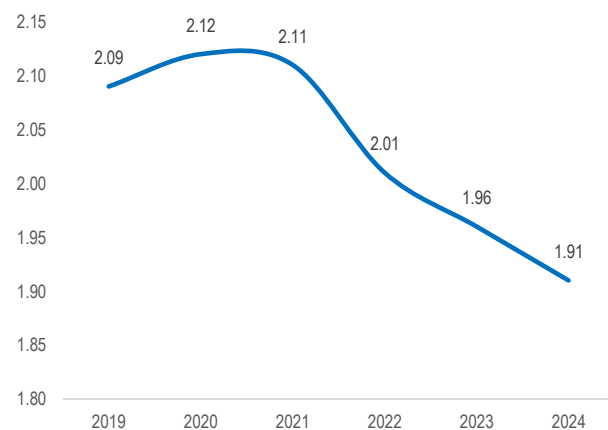
Thêm vào đó, Luật Quảng cáo năm 2018 cấm việc quảng cáo sản phẩm sữa thay thế sữa mẹ dùng cho trẻ dưới 24 tháng tuổi, sản phẩm dinh dưỡng bổ sung dùng cho trẻ dưới 06 tháng tuổi. Điều này góp phần giới hạn việc tiếp cận của doanh nghiệp sữa nội trong mảng sữa trẻ em.

Thị phần mảng sữa trẻ em phân mảnh (2024)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sinh (trẻ/phụ nữ) giảm qua các năm



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

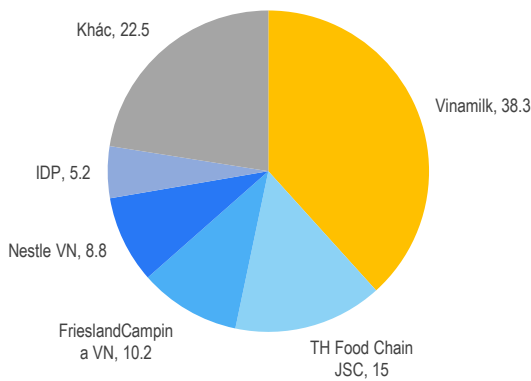
Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) được thành lập năm 1976 dựa trên sự tiếp quản 3 nhà máy sữa của giai đoạn trước. Đến năm 1998, VNM xuất khẩu thành công 300 tấn sữa bột và 2,000 tấn sữa béo nguyên kem sang Iraq, mở đường cho việc xuất khẩu sang thị trường Trung Đông và nhiều nước trên thế giới. Sau 3 năm cổ phần hóa, VNM chính thức niêm yết trên sàn chứng khoán vào năm 2006 và dần trở thành doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống lớn nhất trên HOSE. Sau 48 năm hoạt động, Vinamilk giữ vững vị thế là thương hiệu sữa hàng đầu tại Việt Nam và xếp thứ 36 toàn cầu (2024).

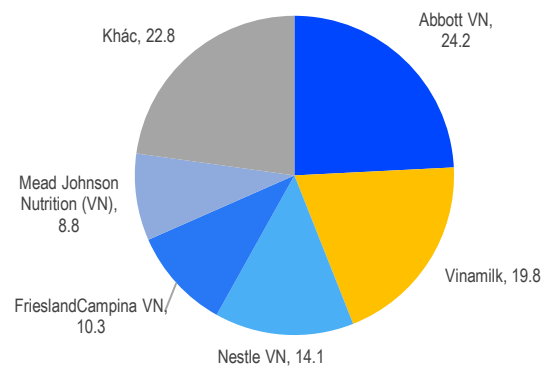
Sự thành công của thương hiệu được củng cố bởi sự đổi mới không ngừng của doanh nghiệp. Doanh nghiệp liên tục ra mắt và cải tiến sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Trong đó, 4 ngành hàng (sữa nước, sữa trẻ em, sữa chua, sữa đặc) chiếm hơn 90% trong tiêu thụ sản phẩm sữa của người Việt Nam (Euromonitor, 2024). Xét theo ngành hàng, Vinamilk chiếm thị phần đứng đầu trong ngành sữa nước, sữa chua và sữa đặc, đứng thứ 2 trong mảng sữa bột trẻ em (sau Abbott).

Thị phần Sữa nước 2024 (%)



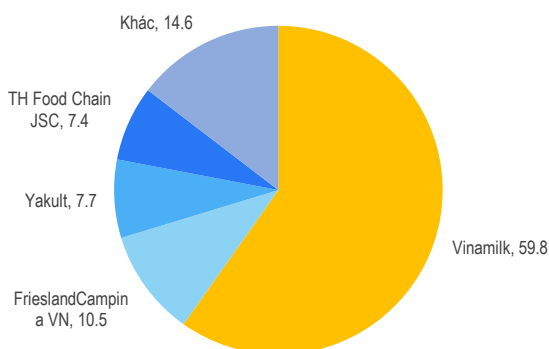
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần sữa bột trẻ em 2024 (%)



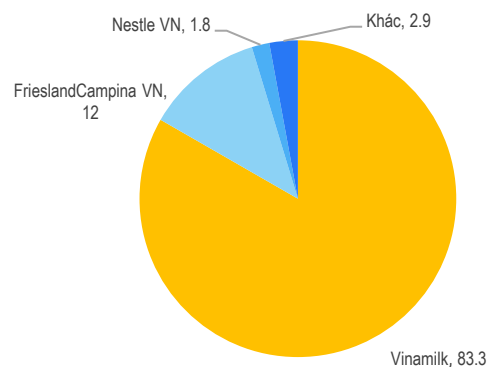
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần Sữa chua 2024 (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

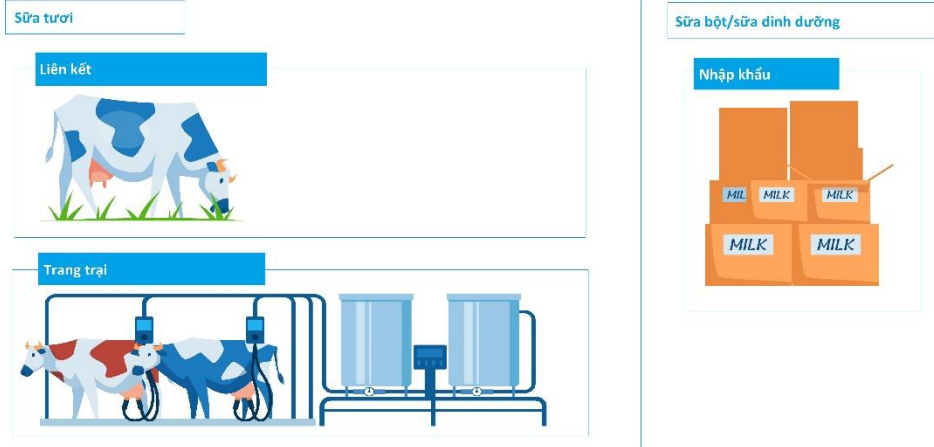
Thị phần Sữa đặc 2024 (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

2. Trang trại và nguyên liệu

Nguyên liệu của VNM chủ yếu đến từ sữa tươi và sữa bột nhập khẩu



Nguồn: VNM - Giới thiệu doanh nghiệp (2023), Shinhan Securities Vietnam

Để sản xuất sản phẩm sữa tươi, doanh nghiệp thu gom sữa tươi từ 15 trang trại của doanh nghiệp 6,000 hộ nông dân liên kết. VNM hiện đang khai thác đàn bò sữa lớn nhất cả nước với khoảng 130,000 con, tự chủ được 50% sữa tươi nguyên liệu đầu vào.

Vinamilk khai thác đàn bò sữa lớn nhất cả nước (31/12/2024)

Trang trại	Đàn bò (con)	% số lượng bò sữa	Sữa sản xuất (tấn/năm)	% sữa thu hoạch	Năng suất (kg/con/năm)
VNM và MCM quản lý trực tiếp	40,000	31%	181,000	44%	4,525
Liên kết với nông dân	90,000	69%	227,000	56%	2,522
Tổng	130,000	100%	408,000	100%	

Nguồn: BCTN (2024), Shinhan Securities Vietnam

Nhìn chung, năng suất đàn bò của Vinamilk trong các trang trại cao gần gấp 2 lần so với liên kết với nông dân và trung bình của cả nước. Năng suất cao tại trang trại của VNM chủ yếu đến từ (1) gia tăng nhập khẩu giống bò sữa từ các quốc gia có năng suất sữa cao như New Zealand và (2) bò sữa được chăm sóc với chế độ đặc biệt nhờ công nghệ tiên tiến và các yếu tố phúc lợi động vật.

Mặt khác, sản xuất sữa trong nước hiện chỉ đáp ứng được 40-50% nhu cầu sữa trong nước. Do đó, để đáp ứng nhu cầu sữa trong nước cùng **sản xuất sản phẩm sữa bột và sữa dinh dưỡng**, VNM nhập khẩu thêm các nguyên liệu gồm sữa bột nguyên kem (WMP), bột sữa tách béo (SMP) và bột béo từ các quốc gia như Mỹ, châu Âu và New Zealand. Điều này khiến biên lợi nhuận gộp của VNM chịu ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu nhập khẩu.

Dự án trọng điểm Vinamilk dự kiến triển khai trong 5 năm tới

Dự án	Quy mô	Vốn đầu tư	Năm dự kiến hoạt động
Tổ hợp Thiên đường sữa Mộc Châu	4,000 con bò sữa	3,150 tỷ đồng	Quý 4/2025
Dự án Tổ hợp Trang trại bò sữa Lao – Jagro	Giai đoạn 1 gồm 24,000 con bò sữa	N/A	Đã khai thác 8,000 con năm 2022
Dự án chăn nuôi và chế biến thịt bò – Vinabeef Tam Đảo giai đoạn 1	10,000 tấn sản phẩm/năm	~ 3,000 tỷ đồng	Thương mại hóa vào cuối 2024

Nguồn: BCTN (2024), Shinhan Securities Vietnam

Dự án chăn nuôi và chế biến thịt bò – Vinabeef Tam Đảo là dự án kết hợp giữa (1) nguồn bò thịt chất lượng cao của Vinamilk, (2) quỹ đất tiềm năng của Vilco với (3) chuyên môn và xử lý thịt bò của Tập đoàn Sojitz Nhật Bản tại Tam Đảo. Dự án gồm 2 phân khu chính là chăn nuôi bò và nhà máy chế biến thịt bò mát công suất 30,000 bò thịt/năm (~10,000 sản phẩm/năm) với tổng quy mô hợp tác đạt 500 triệu USD. Chúng tôi nhận định việc hợp tác mở ra hướng đi mới cho Vinamilk, góp phần hỗ trợ doanh thu cho doanh nghiệp trong 5 năm tiếp theo. Nếu hoạt động hết công suất, chúng tôi ước tính doanh thu vào khoảng 2,000 – 3,000 tỷ đồng (chiếm khoảng 3-5% doanh thu hiện tại). Tuy nhiên, do chưa đủ thông tin, chúng tôi thận trọng chưa phản ánh doanh thu dự phóng của dự án vào doanh thu của doanh nghiệp. Chúng tôi sẽ thực hiện cập nhật khi thông tin rõ ràng hơn.

3. Hệ thống phân phối**Hệ thống phân phối của Vinamilk vượt trội hơn so với đối thủ**

Ngoài vùng nguyên liệu, hệ thống phân phối cũng đóng vai trò quan trọng trong cuộc chiến thị phần. Theo Euromonitor, hơn 98% sữa và các sản phẩm từ sữa được phân phối qua kênh bán lẻ truyền thống như tiệm tạp hóa, siêu thị,... và chỉ khoảng gần 2% sản phẩm được bán thông qua thương mại điện tử. Do đó, việc sở hữu hệ thống phân phối vượt trội hơn đối thủ góp phần tăng độ phủ các sản phẩm của Vinamilk, từ đó củng cố thị phần.

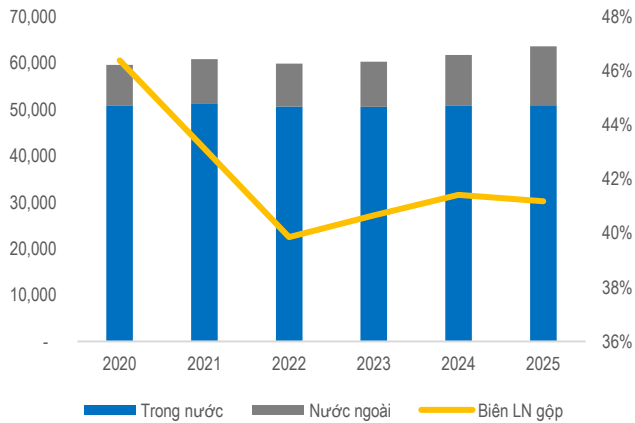
Hiện tại, VNM sở hữu hơn 200 nhà phân phối độc quyền, hơn 690 cửa hàng Vinamilk & Mộc Châu cùng hơn 190,000 điểm bán lẻ truyền thống như cửa hàng tạp hóa, chợ và đại lý nhỏ, kết hợp với hơn 6,000 điểm bán kênh hiện đại, mang lại trải nghiệm mua sắm tiện nghi cho người dùng.

4. Doanh thu và chi phí

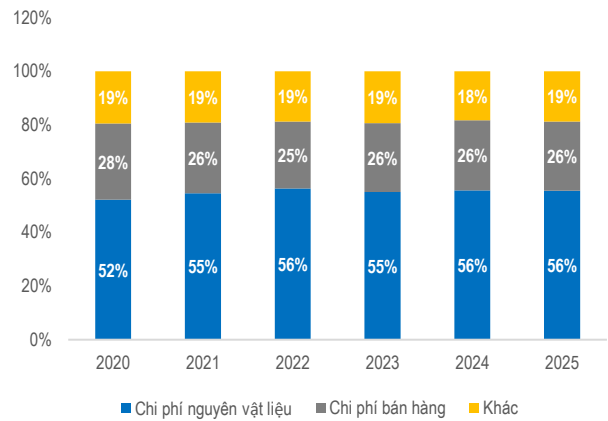
Doanh thu Vinamilk tăng khoảng 7% trong giai đoạn 2020-2025 với khoảng 80% đóng góp từ nội địa và khoảng 20% là doanh thu từ nước ngoài (xuất khẩu và các công ty con ở nước ngoài bao gồm AngkorMilk và Driftwood). Trong đó, doanh thu xuất khẩu chủ yếu là các đơn hàng sữa bột trẻ em tại thị trường Trung Đông, sữa đặc tại thị trường Trung Quốc và các sản phẩm sữa đặc, sữa chua, sữa tươi tại thị trường châu Á. Đáng lưu ý là tỷ trọng đóng góp của doanh thu nước ngoài liên tục tăng nhờ tốc độ tăng trưởng duy trì hai chữ số.

Chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí hoạt động của Vinamilk là chi phí nguyên vật liệu (56%), tiếp đến là chi phí bán hàng (26%). Vinamilk thường chốt trước nguyên liệu từ 3-6 tháng, tuy vậy, giá nguyên vật liệu đạt đỉnh năm 2022 cũng khiến biên gộp của doanh nghiệp giảm nhẹ.

Chi phí bán hàng luôn chiếm tỷ trọng cao trong cấu thành chi phí hoạt động. Điều đó cho thấy mức độ cạnh tranh của ngành sữa tại Việt Nam khi các doanh nghiệp phải gia tăng chi phí bán hàng nhằm gia tăng nhận diện thương hiệu và giữ vững thị phần.

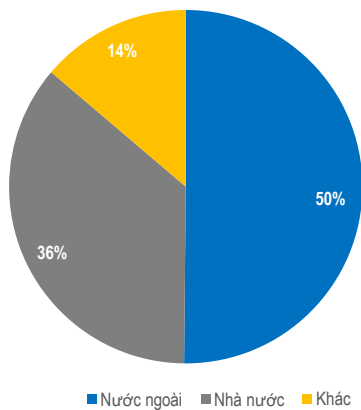
Doanh thu (tỷ) và biên lợi nhuận gộp (%) của Vinamilk qua các năm

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

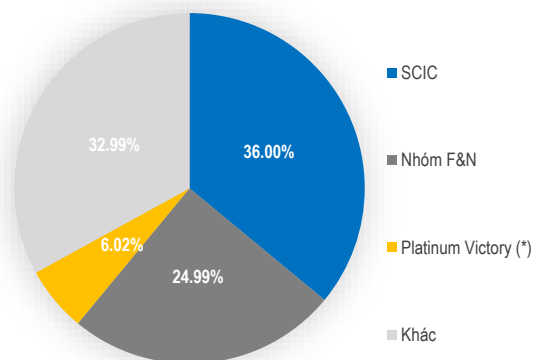
Cơ cấu chi phí hoạt động của Vinamilk qua các năm

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

5. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 03/02/2026

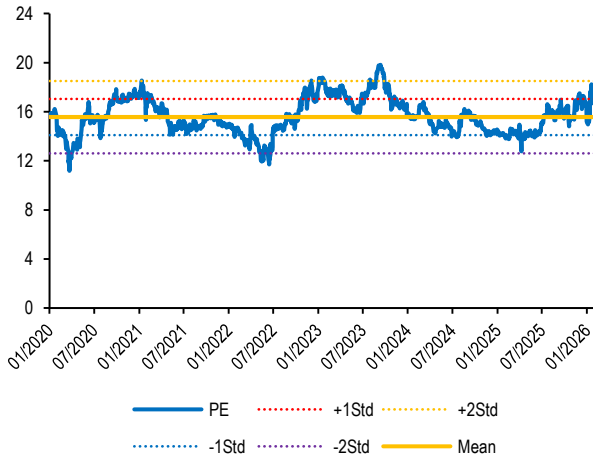
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu của tổ chức ngày 03/02/2026

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

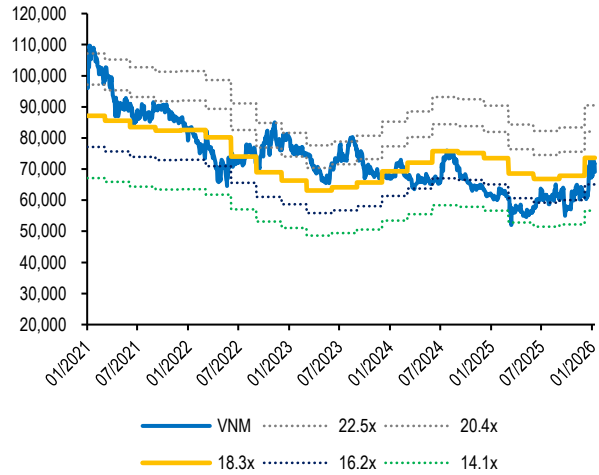
(*) Platinum Victory đã đăng ký bán toàn bộ cổ phần tại Vinamilk, thời gian thực hiện từ 28/1/2026 đến 26/2/2026

Biểu đồ P/E



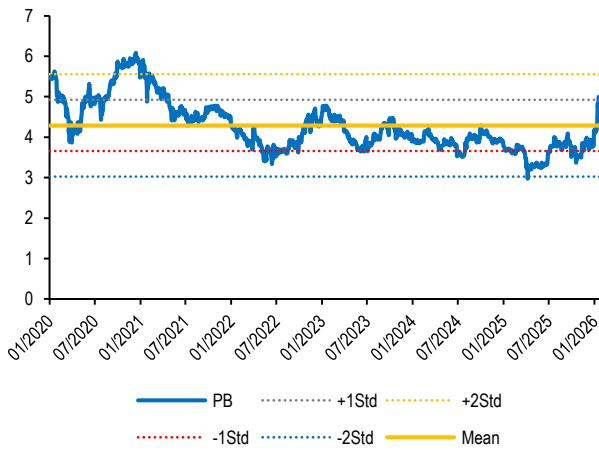
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PE Band



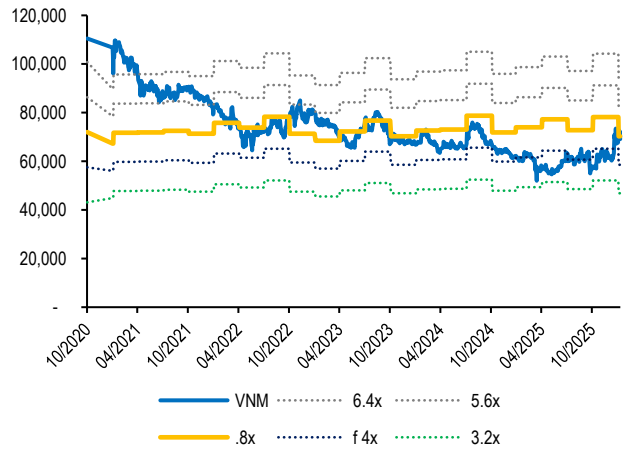
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ P/B



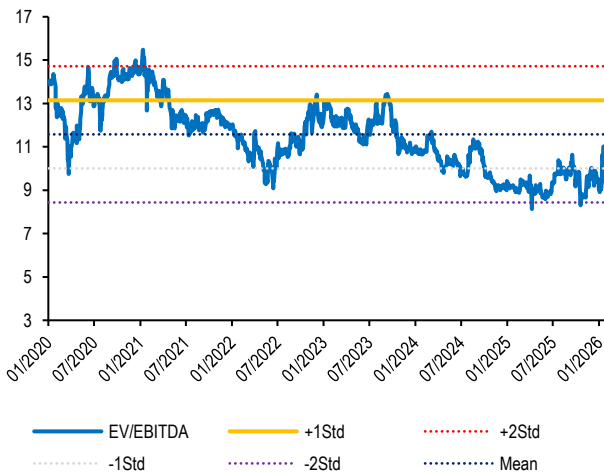
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PB Band



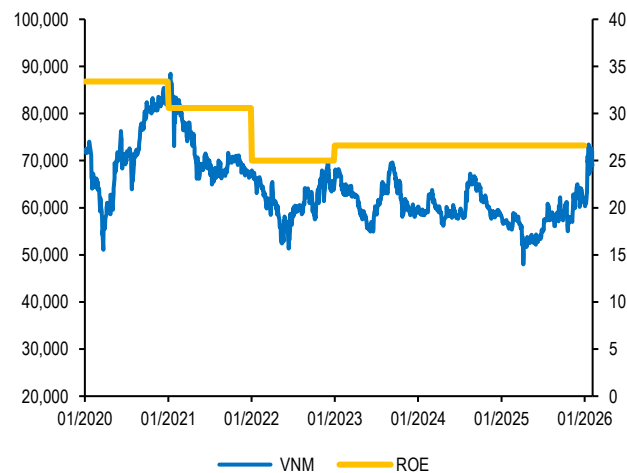
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ EV/EBITDA



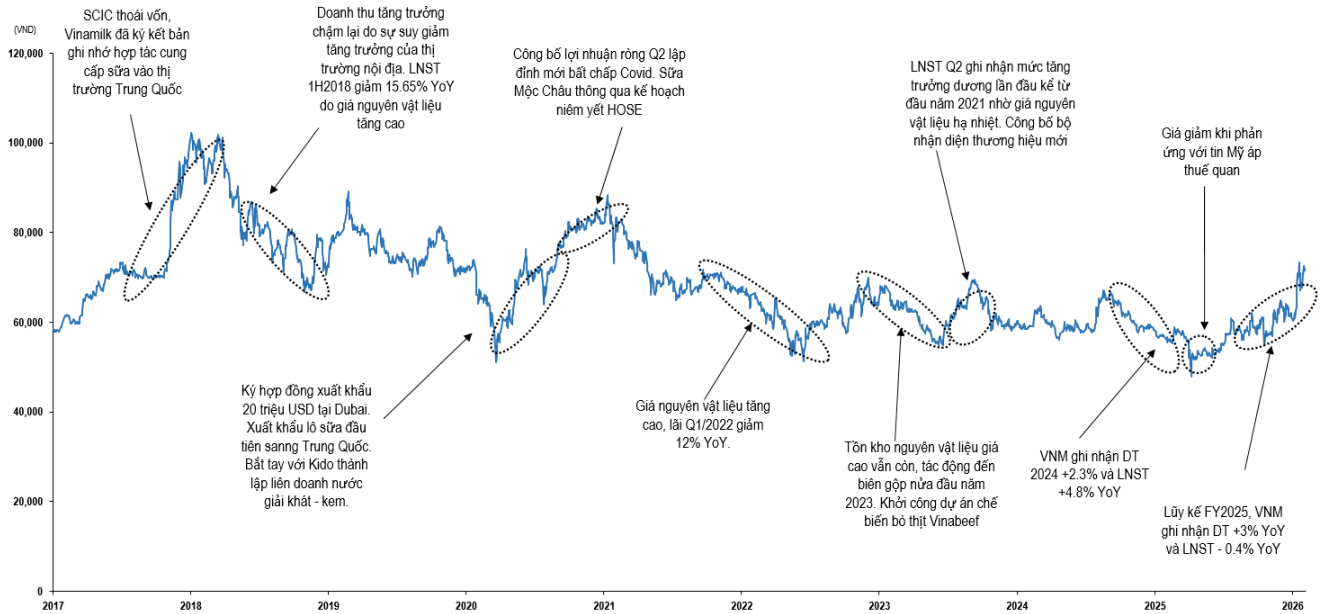
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của VNM



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tổng tài sản	52,673	55,049	53,312	54,898	56,286
Tài sản ngắn hạn	35,936	37,554	36,261	38,045	39,724
Tiền và tương đương tiền	2,912	2,226	1,795	1,310	843
Đầu tư TC ngắn hạn	20,137	23,260	21,355	22,763	24,091
Các khoản phải thu	6,530	6,234	6,028	6,425	6,800
Hàng tồn kho	6,128	5,687	6,839	7,287	7,713
Tài sản ngắn hạn khác	229	147	244	260	275
Tài sản dài hạn	16,737	17,495	17,051	16,852	16,562
Tài sản cố định ròng	12,690	12,551	12,649	12,546	12,506
Tài sản đầu tư	831	1,373	957	957	957
Tài sản dài hạn khác	3,216	3,572	3,445	3,350	3,099
Tổng nợ	17,647	18,875	18,829	20,884	21,987
Nợ ngắn hạn	17,139	18,460	18,520	20,584	21,683
Khoản phải trả	3,806	3,874	3,923	4,180	4,425
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	8,218	9,115	9,394	10,017	10,585
Khác	5,115	5,470	5,203	6,387	6,674
Nợ dài hạn	508	415	309	299	304
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	238	158	63	37	27
Khác	270	257	246	262	277
Vốn chủ sở hữu	35,026	36,174	34,483	34,014	34,299
Vốn góp chủ sở hữu	20,900	20,900	20,900	20,900	20,900
Quỹ đầu tư và phát triển	6,164	7,079	79	79	79
Vốn khác	707	829	1,184	1,184	1,184
Lợi nhuận giữ lại	3,926	3,471	8,522	8,149	8,528
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,329	3,896	3,798	3,702	3,607
*Nợ vay	8,456	9,273	9,457	10,054	10,611
*Nợ ròng (tiền)	(14,593)	(16,213)	(13,693)	(14,019)	(14,323)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	7,887	9,686	8,668	10,894	10,868
Lợi nhuận ròng	9,019	9,453	9,414	9,747	10,528
Khấu hao TSCĐ	2,054	2,095	2,116	1,943	2,048
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,397)	(1,335)	(1,330)	(1,558)	(1,608)
Thay đổi vốn lưu động	(1,702)	182	(1,968)	761	(101)
Thay đổi khác	(87)	-	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(2,989)	(3,739)	1,976	(1,760)	(1,648)
Thay đổi tài sản cố định	(1,580)	(1,742)	(1,762)	(1,910)	(1,928)
Thay đổi tài sản đầu tư	(2,882)	(3,584)	2,191	(1,408)	(1,328)
Khác	1,473	1,473	1,429	1,558	1,608
Tiền từ HĐ tài chính	(4,293)	(6,641)	(11,082)	(9,618)	(9,686)
Thay đổi vốn cổ phần	347	722	7	(1,023)	(1,052)
Tiền vay/(trả) nợ	3,512	796	175	597	557
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(8,152)	(8,160)	(11,264)	(9,192)	(9,190)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	606	(694)	(438)	(484)	(465)
Tổng tiền đầu năm	2,300	2,912	2,226	1,795	1,311
Thay đổi trong kỳ giá	6	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	2,912	2,226	1,795	1,311	845

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	60,369	61,783	63,646	67,842	71,801
Tăng trưởng (%)	0.7	2.3	3.0	6.6	5.8
Giá vốn hàng bán	35,824	36,192	37,436	39,888	42,221
Lợi nhuận gộp	24,545	25,591	26,210	27,954	29,579
Biên lợi nhuận gộp (%)	40.7	41.4	41.2	41.2	41.2
Chi phí BH & QLDN	14,774	15,185	15,546	16,944	17,617
LN từ HĐKD	9,771	10,406	10,664	11,010	11,962
Tăng trưởng (%)	0.2	6.5	2.5	3.2	8.6
Biên LN từ HĐKD (%)	16.2	16.8	16.8	16.2	16.7
LN khác	1,196	1,194	986	1,006	1,021
Thu nhập tài chính	1,716	1,586	1,497	1,558	1,608
Chi phí tài chính	(503)	(428)	(350)	(512)	(542)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(354)	(279)	(326)	(390)	(413)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(17)	38	(161)	(40)	(45)
LN TT	10,967	11,600	11,650	12,016	12,983
Thuế TNDN	1,948	2,147	2,236	2,269	2,455
LN ST	9,019	9,453	9,414	9,747	10,528
Tăng trưởng (%)	5.2	4.8	-0.4	3.5	8.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	14.9	15.3	14.8	14.4	14.7
LN ST cổ đông công ty mẹ	8,873	9,393	9,410	9,743	10,524
Lợi ích CĐTTS	146	61	4	4	4
LN trước thuế và lãi vay	11,321	11,879	11,976	12,406	13,396
Tăng trưởng (%)	6.2	4.9	0.8	3.6	8.0
Biên LN (%)	18.8	19.2	18.8	18.3	18.7
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	13,375	13,974	14,092	14,350	15,445
Tăng trưởng (%)	4.9	4.5	0.8	1.8	7.6
Biên LN (%)	22.2	22.6	22.1	21.2	21.5

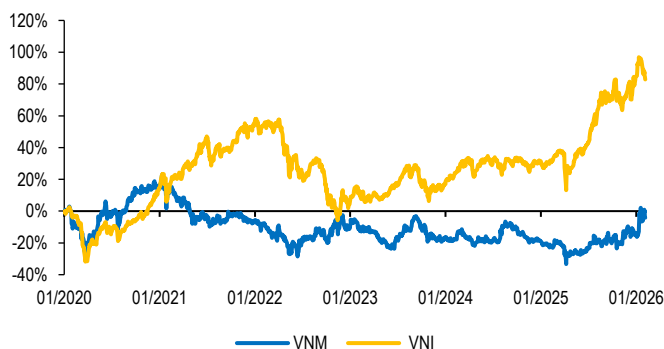
Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS (đồng)	3,796	4,022	4,028	4,172	4,532
BPS (đồng)	15,166	15,444	14,682	14,504	14,686
PER (x)	17.0	15.8	15.3	18.7	17.2
PBR (x)	4.3	4.1	4.2	4.8	4.7
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	72.4	90.7	107.9	96.6	93.3
Lãi cổ tức (%)	6.2	7.2	7.8	6.4	6.4
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	22.2	22.6	22.1	21.2	21.5
Biên LN từ HĐKD (%)	16.2	16.8	16.8	16.2	16.7
Biên LN ST (%)	14.9	15.3	14.8	14.4	14.7
ROA (%)	17.8	17.6	17.4	18.0	18.9
ROE (%)	26.6	26.6	26.6	28.5	30.8
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	24.1	25.6	27.4	29.6	30.9
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(109.1)	(116.0)	(97.2)	(97.7)	(92.8)
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	134.5	138.1	125.0	117.0	115.0
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	32.0	42.6	36.7	31.8	32.4
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày phải trả người bán (ngày)	38.8	39.1	38.2	38.2	38.2
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	62.4	57.4	66.7	66.7	66.7
Số ngày khoản phải thu (ngày)	39.5	36.8	34.6	34.6	34.6

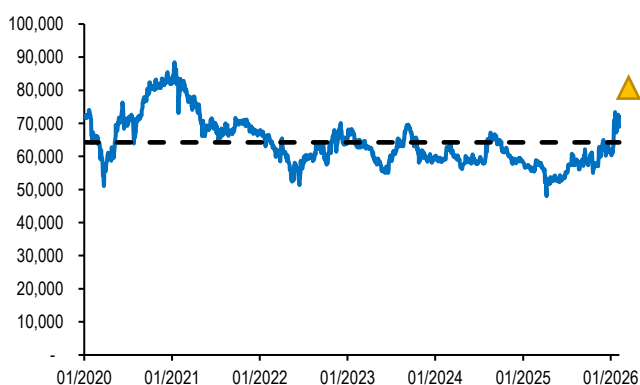
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
25/04/2024 (BC lần đầu)	MUA	84,400	18.6	26.4/6.8
21/11/2024 (BC cập nhật)	MUA	76,000	15	3.5/23.8
11/02/2025 (BC cập nhật)	MUA	75,000	14.8	2.9/24.6
03/06/2025 (BC cập nhật)	MUA	72,700	18.0	3.3/44.8
13/08/2025 (BC cập nhật)	MUA	71,900	20.4	4.0/45.7
06/11/2025 (BC cập nhật)	MUA	71,600	20.7	13.2/33.0
09/02/2026 (BC cập nhật)	GIỮ	78,100	34.1	6.4/62.8

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhi Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VNM VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599