



Cập nhật **VNM – MUA**

Ngày 22/08/2025



Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 7300 7000 (x1042)

chilkt@acbs.com.vn

Báo cáo Cập nhật

Khuyến nghị

MUA

HSX: VNM

Thực phẩm & đồ uống

Giá mục tiêu (VND) **70.300**

Giá hiện tại (VND) **60.100**

Tỷ lệ tăng giá 17,1%

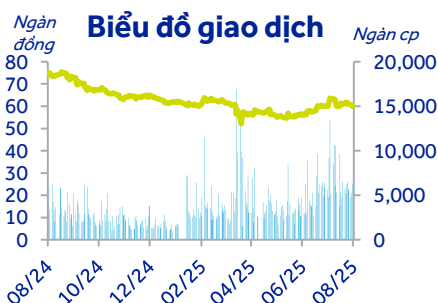
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 7,2%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **24,3%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-3,0	0,2	8,5	-13,8
Tương đối	-36,2	-13,6	-19,7	-47,7

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

SCIC	36,0%
F&N Dairy Inv. Pte.Ltd	17,7%
Platinum Victory Pte.Ltd	10,6%

Thông kê

21/08/2025

Mã Bloomberg	VNM VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	51.400-76.000
SL lưu hành (triệu cp)	2.090
Vốn hóa (tỷ đồng)	124.143
Vốn hóa (triệu USD)	4.674
Room khối ngoại còn lại (%)	51,1
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	35,3
KLGD TB 3 tháng (cp)	5.191.809
VND/USD	26.562
Index: VNIndex / HNX	1671,1/280,4

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM VN)

Công ty ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ trong Q2 so với Q1 sau khi tái cấu trúc hệ thống phân phối, mặc dù hiệu suất svck không theo xu hướng tương tự, phù hợp với dự phóng của chúng tôi. Duy trì khuyến nghị **MUA** và chuyển giá mục tiêu sang 6T2026, ở mức 70.300 đồng/cp, tương đương với tổng tỷ suất lợi nhuận 24,3%.

Doanh thu thuần tăng 0,4% svck trong khi mức giảm LNST thu hẹp còn 7,7% svck trong Q2, đưa kết quả của VNM trong 6T2025 lần lượt đạt 29.659 tỷ đồng (-3,6% svck) và 4.076 tỷ đồng (-16,9% svck). Doanh thu thành phẩm, chiếm 95% tổng doanh thu, giảm 3% svck.

Doanh thu nội địa phục hồi trong Q2 và tăng trưởng so với Q1 sau khi tái cấu trúc hệ thống phân phối, mặc dù chỉ tăng nhẹ trên nền cao của cùng kỳ năm trước (+38,7% q/q và +1,9% svck). Bên cạnh đó, việc mở rộng và cải tạo hệ thống cửa hàng Vinamilk, nằm trong chiến lược tái định vị thương hiệu, đã tạo ra những tác động tích cực đối với hoạt động giới thiệu sản phẩm và kết nối trực tiếp đến người tiêu dùng, góp phần thúc đẩy các kênh bán hàng khác.

Công ty tin rằng việc một số điểm kinh doanh lẻ dừng hoạt động do chính sách thuế mới chỉ là tạm thời và không gây ảnh hưởng nghiêm trọng cho công ty, vì về dài hạn, nhóm này sẽ tìm được giải pháp để thích ứng với chính sách mới.

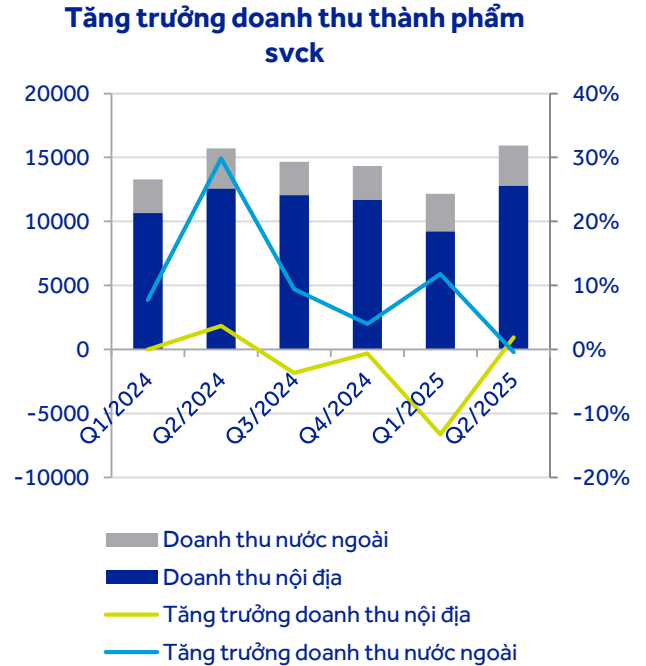
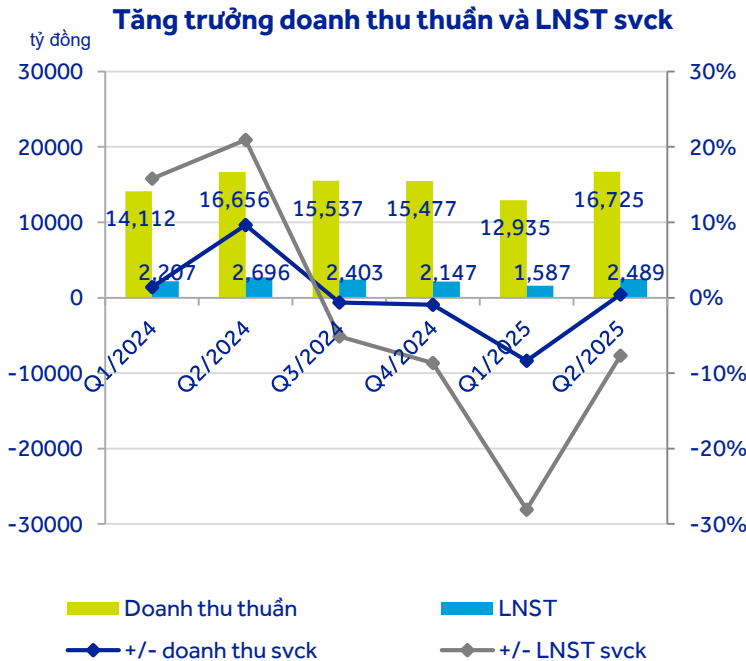
Doanh thu từ nước ngoài không đổi svck trong Q2 do doanh thu xuất khẩu trực tiếp tiếp tục tăng trưởng svck trong khi doanh thu các công ty con ở nước ngoài đi theo chiều ngược lại. Xu hướng cao cấp hóa danh mục sản phẩm và tiếp tục phát triển thị trường xuất khẩu (vd: gần đây đã được cấp phép xuất khẩu sữa đặc Ngôi Sao Phương Nam sang Trung Quốc) là những điểm nhấn trong chiến lược duy trì tăng trưởng cho hoạt động xuất khẩu của công ty.

Hiệu quả lợi nhuận cải thiện, nhờ biên lợi nhuận gộp tăng và tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý (CP BH&QLDN) trên doanh thu thuần giảm do sản lượng bán hàng tốt hơn trong Q2, giúp thu hẹp mức giảm LNST so với Q1. Tuy nhiên, tăng trưởng svck vẫn chưa được ghi nhận khi so sánh lũy kế 6T do giá nguyên vật liệu cao hơn và chi phí tăng nhanh hơn cho hoạt động quảng bá, trưng bày, giới thiệu sản phẩm mới và hỗ trợ bán hàng.

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của VNM ở mức 61.690 tỷ đồng (-0,1% svck) và 9.103 tỷ đồng (-3,7% svck) trong năm 2025. Giá mục tiêu cho VNM đến 6T2026 là 70.300 đ/cp.

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
DT Thuần (tỷ đồng)	60.369	61.783	61.690	64.392	67.042
Tăng trưởng	0,7%	2,3%	-0,1%	4,4%	4,1%
LNST (tỷ đồng)	9.019	9.453	9.103	9.694	10.124
Tăng trưởng	5,2%	4,8%	-3,7%	6,5%	4,4%
EPS (hiệu chỉnh; VND)	3.802	4.030	3.877	4.130	4.313
Tăng trưởng	4,1%	6,0%	-3,8%	6,5%	4,4%
ROE	28,8%	29,4%	28,0%	29,6%	30,2%
ROA	17,5%	17,4%	16,2%	17,0%	17,7%
Nợ ròng/EBITDA (lần)	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2
EV/EBITDA (lần)	9,0	8,5	8,8	8,3	7,9
EV/Doanh thu (lần)	1,8	1,8	1,8	1,7	1,6
P/E (lần)	15,8	14,9	15,5	14,6	13,9
P/B (lần)	4,0	3,9	3,9	3,8	3,7
Cổ tức (đồng)	3.850	4.350	4.350	4.350	4.350
Suất sinh lợi cổ tức	6,4%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%

Kết quả Q2 cải thiện so với Q1 mặc dù chưa tăng trưởng đáng kể svck



Nguồn: VNM; ACBS

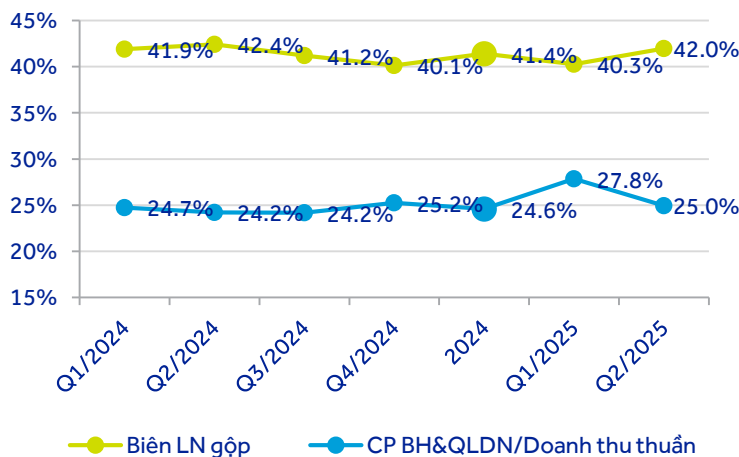
Kết quả tốt hơn trong Q2/2025....

...nhờ doanh thu nội địa hồi phục so với mức thấp trong Q1 khi tái cấu trúc hệ thống phân phối.

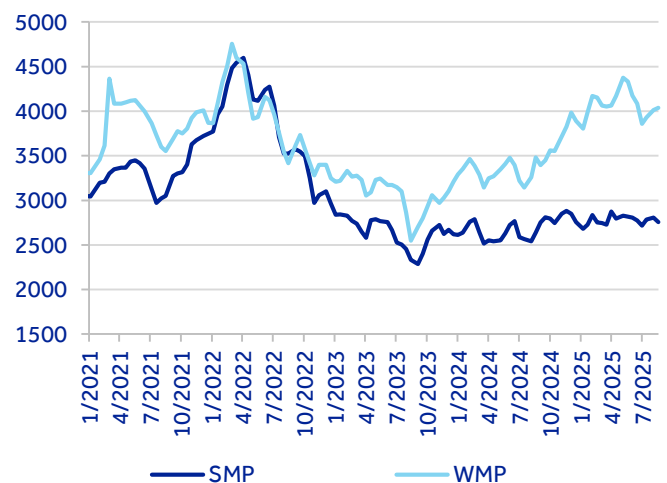
Lũy kế 6T2025, doanh thu nội địa giảm 5,1% svck, chiếm 79% doanh thu thành phẩm của VNM. Trong khi kênh truyền thống vẫn chiếm phần lớn doanh thu, VNM cũng tiếp tục hướng đến gia tăng sự hiện diện ở kênh hiện đại, trực tuyến và cửa hàng bán lẻ.

Doanh thu từ nước ngoài, chiếm 21% doanh thu thành phẩm, tăng 5,1% svck, đạt 6.035 tỷ đồng trong 6T2025, với 58% đến từ xuất khẩu trực tiếp (thị trường chủ yếu là Trung Đông) và phần còn lại đến từ các công ty con ở nước ngoài (như Angkor Milk, Driftwood).

Biên LN gộp và tỷ lệ CP BH&QLDN/DTT trong Q2 cải thiện so với Q1



Giá một số nguyên liệu sữa chính (\$/MT)



Nguồn: VNM; globaldairytrade.info; ACBS

Biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ CP BH&QLDN/doanh thu thuần cải thiện q/q trong Q2 nhờ sản lượng bán hàng tăng, mặc dù vẫn chưa hiệu quả hơn khi so với cùng kỳ trong cả Q2 và 6T2025 do giá nguyên vật liệu cao hơn và chi phí tăng nhanh hơn cho hoạt động quảng bá, trưng bày, giới thiệu sản phẩm mới và hỗ trợ bán hàng. Chúng tôi chia sẻ kỳ vọng của công ty về biên lợi nhuận gộp Q2 có thể duy trì trong các quý tiếp theo, nhờ sự cải thiện về doanh thu và giá một số nguyên vật liệu đã được chốt.

Dự phóng và định giá

Với kỳ vọng doanh thu trở lại tăng trưởng svck và mức giảm LNST sẽ tiếp tục thu hẹp trong Q3 và Q4/2025, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của VNM đạt 61.690 tỷ đồng (-0,1% svck) và 9.103 tỷ đồng (-3,7% svck) trong năm 2025.

Kết hợp phương pháp DCF và PE, giá mục tiêu của chúng tôi cho VNM đến 6T2026 là 70.300 đ/cp.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VNM	Giá hiện tại (đồng):	60.100	Giá mục tiêu (đồng):	70.300	Vốn hóa (tỷ đồng):	124.143
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
Doanh thu thuần	60.369	61.783	61.690	64.392	67.042	
<i>Tăng trưởng</i>	<i>0,7%</i>	<i>2,3%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,1%</i>	
GVHB trừ khấu hao	33.906	34.251	34.089	35.504	36.997	
Chi phí bán hàng	12.963	13.299	13.927	14.345	14.869	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.428	1.487	1.454	1.499	1.537	
Doanh thu tài chính không gồm lãi tiền gửi	177	196	168	173	178	
Chi phí tài chính không gồm chi phí lãi vay	149	149	43	115	119	
EBITDA	12.099	12.793	12.346	13.102	13.698	
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,7%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,3%</i>	<i>20,4%</i>	
Khấu hao	2.300	2.341	2.338	2.372	2.455	
Lợi nhuận từ HĐKD	9.799	10.452	10.008	10.730	11.243	
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,9%</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,8%</i>	
Lợi nhuận/Lỗ khác	64	6	2	2	2	
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLC	-81	32	40	49	59	
Chi phí lãi vay ròng	-1.186	-1.111	-1.116	-1.117	-1.128	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,9%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,0%</i>	
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>-8,3</i>	<i>-9,4</i>	<i>-9,0</i>	<i>-9,6</i>	<i>-10,0</i>	
Thuế	1.949	2.147	2.063	2.205	2.308	
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,5%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,7%</i>	
Lợi ích CĐKKS	146	61	64	68	73	
Lợi nhuận ròng sau CĐKKS	8.874	9.392	9.039	9.625	10.051	
Tiền mặt từ hoạt động kinh doanh	11.174	11.733	11.377	11.998	12.506	
Tổng số lượng cổ phiếu	2.089.955.445	2.089.955.445	2.089.955.445	2.089.955.445	2.089.955.445	
EPS (VND)	3.802	4.030	3.877	4.130	4.313	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
EPS hiệu chỉnh (VND)	3.802	4.030	3.877	4.130	4.313	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>4,1%</i>	<i>6,0%</i>	<i>-3,8%</i>	<i>6,5%</i>	<i>4,4%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Thay đổi vốn lưu động	2.540	-1.160	999	100	95
Capex	1.475	1.628	1.628	1.475	1.475
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-62	20	28	36	46
Các khoản mục dòng tiền khác	788	-1.050	-1.050	-1.050	-1.050
Dòng tiền tự do	8.009	10.196	7.673	9.336	9.840
Phát hành cp	-	-	-	-	-
Cổ tức	8.046	8.046	9.091	9.091	9.091
Thay đổi nợ ròng	38	-2.150	1.419	-245	-749
Nợ ròng cuối năm	-14.743	-16.892	-15.474	-15.719	-16.468
Vốn CSH	31.697	32.279	32.226	32.761	33.721
Giá trị sổ sách/cp (VND)	15.166	15.445	15.420	15.675	16.135
Nợ ròng / VCSH	-46,5%	-52,3%	-48,0%	-48,0%	-48,8%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2
Tổng tài sản	52.673	55.049	56.415	56.704	56.916

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2023	2024	2025F	2026F	2027F
ROE	28,8%	29,4%	28,0%	29,6%	30,2%
ROA	17,5%	17,4%	16,2%	17,0%	17,7%
ROIC	49,5%	52,6%	50,7%	51,7%	53,4%
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
EVA	38,7%	41,8%	39,9%	40,9%	42,6%
P/E (x)	15,8	14,9	15,5	14,6	13,9
EV/EBITDA (x)	9,0	8,5	8,8	8,3	7,9
EV/FCF (x)	13,6	10,7	14,2	11,6	11,0
P/B (x)	4,0	3,9	3,9	3,8	3,7
P/S (x)	2,1	2,0	2,0	2,0	1,9
EV/Doanh thu (x)	1,8	1,8	1,8	1,7	1,6
PEG	7,5	5,1	6,5	2,9	3,3
Suất sinh lợi cổ tức	6,4%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Q.3, TPHCM
Tel: (+84 28) 7300 7000

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Giám Đốc Phòng Phân Tích & Chiến lược Thị trường

Đỗ Minh Trang

(+84 28) 7300 7000 (x1041)

trangdm@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

trucptt@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Tài chính

Cao Việt Hùng

(+84 28) 7300 7000 (x1049)

hungcv@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Bán lẻ, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 7300 7000 (x1042)

chiltk@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích trái phiếu

Võ Diệu Phương Tuyền

(+84 28) 7300 7000 (x1110)

tuyenvdp@acbs.com.vn

CVPT – Vật liệu Xây dựng, Hóa chất

Trần Nhật Trung

(+84 28) 7300 7000 (x1045)

trungtn@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí Phan Việt Hưng

(+84 28) 7300 7000 (x1044)

hungpv@acbs.com.vn

CVPT – Vĩ mô & TT Tiền tệ Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 7300 7000 (x1046)

minhtvh@acbs.com.vn

CVPT - Logistic Nguyễn Thế Hùng

(+84 28) 7300 7000 (x1047)

hungnt@acbs.com.vn

CVPT – Ngành Điện, nước Phạm Đức Toàn

(+84 28) 7300 7000 (x1051)

toanpd@acbs.com.vn

NVPT – PTKT Võ Phú Hữu

(+84 28) 7300 7000 (x1052)

huvvp@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Trưởng phòng khối khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 7300 7000 (x1083)

huongctk@acbs.com.vn

groupis@acbs.com.vn

Giám đốc Xử lý giao dịch KHĐC

Nguyễn Trần Như Huỳnh

(+84 28) 7300 6879 (x1088)

huynhntn@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) cao hơn 20% so với giá thị trường.

KHẢ QUAN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) cao hơn 10% đến 20% so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) trong khoảng -10% và 10% so với giá thị trường.

KÉM KHẢ QUAN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) thấp hơn 10% đến 20% so với giá thị trường.

BÁN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) thấp hơn 20% so với giá thị trường.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2025). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích. Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.