Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 7300 7000 (x1042)
chiltk@acbs.com.vn

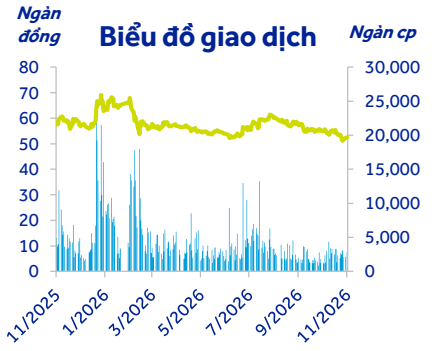
Báo cáo Cập nhật

Khuyến nghị	**MUA**
	HSX: VNM
	Thực phẩm & Đồ uống
Giá mục tiêu (VND)	**74.700**
Giá hiện tại (VND)	**52.500**
Tỷ lệ tăng giá	42,3%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	8,3%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	**50,6%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-7,7	-4,7	-12,9	-8,8
Tương đối	-2,2	-0,4	-5,6	-10,4

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

SCIC	36,0%
F&N Dairy Inv. Pte Ltd	22,3%
F&n Bev Manufacturing Pte. Ltd.	2,7%

Thống kê

25/11/2026	
Mã Bloomberg	**VNM VN**
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	51.100 – 69.050
SL lưu hành (triệu cp)	2.090
Vốn hóa (tỷ đồng)	109.723
Vốn hóa (triệu USD)	4.222
Room khối ngoại còn lại (%)	50,3
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	40,0
KLGD TB 3 tháng (cp)	2.300.090
VND/USD	25.990
Index: VNIndex / HNX	1.687,4/ 227,4

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM VN)

Tăng trưởng Q3/2026 trở về bình thường sau khi tăng vọt trong nửa đầu năm nhờ nền so sánh thấp, mặc dù lợi nhuận vẫn tăng mạnh svck nhờ lợi nhuận tài chính và đóng góp từ các công ty liên doanh, liên kết chuyển từ lỗ sang lãi. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận 2027 tương ứng 7% và 5,2% svck với hiệu ứng nền thấp không còn trong khi giá nguyên liệu tăng có thể tạo thêm áp lực lên lợi nhuận. Chuyển giá mục tiêu đến cuối 2027 ở mức 74.700 đồng/cp, tương ứng với tỷ suất sinh lời kỳ vọng 50,6%. Xếp hạng MUA.

Doanh thu thuần và LNST trong Q3/2026 tăng lần lượt 8,7% svck và 18,0% svck, so với mức 17,8% svck và 38,4% svck trong 6T2026. Tăng trưởng lợi nhuận tiếp tục vượt tăng trưởng doanh thu, lũy kế LNST 9T2026 đạt 8.605 tỷ đồng (+30,6% svck) với doanh thu thuần 53.461 tỷ đồng (+14,5% svck).

Tăng trưởng doanh thu nội địa trở lại một chữ số nhưng vẫn ở mức khá, đạt 8,8% svck trong Q3/2026 nhờ giá bán bình quân cao hơn, thúc đẩy các sản phẩm cao cấp, hiệu ứng từ các hoạt động tái định vị thương hiệu trước đó. Việc mở rộng mạng lưới bán lẻ giúp tăng độ nhận diện thương hiệu có thể là một yếu tố hỗ trợ dù đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận còn hạn chế. Sau khi vượt mốc 1.000 cửa hàng, VNM đang chuyển hướng sang giai đoạn mở rộng có chọn lọc nhằm tối ưu hóa hiệu suất cửa hàng, bên cạnh thử nghiệm các ngành hàng ngoài sữa. Chiến lược này cũng định hướng kênh bán lẻ là kênh bổ trợ thay vì cạnh tranh với các kênh phân phối chính hiện có (kênh truyền thống và kênh hiện đại).

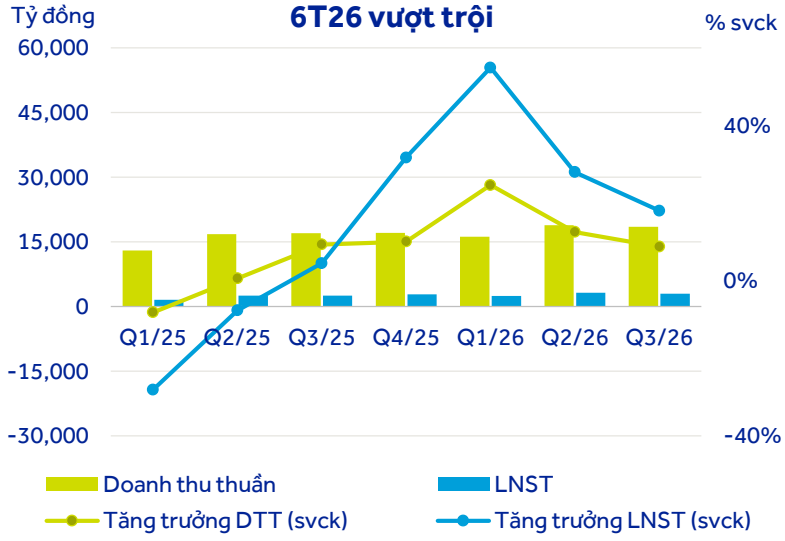
Tín hiệu phục hồi ban đầu từ thị trường nước ngoài trong tháng 10. Doanh thu thị trường nước ngoài trong Q3/2026 tăng 8,3% svck, so với mức 39,1% trong 6T2026. Mặc dù công ty kỳ vọng sự giảm tốc chỉ là tạm thời khi tăng trưởng tháng 10 đã quay lại hai chữ số, đà tăng trưởng này vẫn cần thêm thời gian để xác nhận. Trung Đông vẫn là thị trường trọng điểm và được tiếp tục mở rộng. Tuy nhiên, tình trạng bất định về các tuyến đường vận chuyển và chi phí logistics tăng vẫn là những yếu tố tác động đáng kể đến kết quả kinh doanh tại khu vực này. Ngoài các thị trường truyền thống, VNM cũng ghi nhận tín hiệu khả quan từ việc đa dạng hóa sang các thị trường khác như Campuchia, Hàn Quốc, Nhật Bản, Canada và Mỹ, dù các thị trường cần thời gian để gia tăng đóng góp.

Chi phí nguyên liệu tăng hạn chế tăng trưởng lợi nhuận nhưng được bù trừ bởi các khoản lợi nhuận khác. Tăng trưởng mạnh LNST trong Q3 được thúc đẩy bởi lợi nhuận tài chính tăng 47% svck và đóng góp của các công ty liên doanh, liên kết chuyển từ lỗ sang lãi. Tuy nhiên, biên lợi nhuận hoạt động có phần thu hẹp, với tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu cùng biên lợi nhuận gộp đều ảnh hưởng tiêu cực nhẹ đến hiệu quả kinh doanh. Biên lợi nhuận gộp gần như tương tự cùng kỳ năm trước nhưng đã giảm theo quý - từ 43,5% trong Q2 và 42,7% trong Q1 xuống 41,4% trong Q3 – do chi phí nguyên liệu tăng.

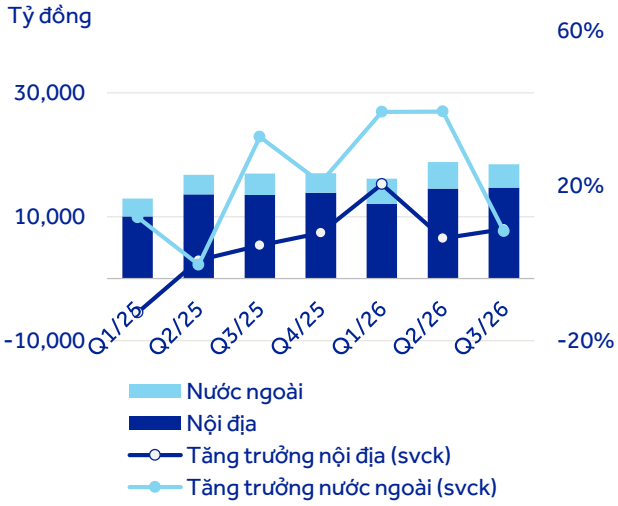
Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của công ty đạt 77.145 tỷ đồng (+7% svck) và LNST đạt 12.008 tỷ đồng (+5,2% svck) trong năm 2027. Các nỗ lực đổi mới được kỳ vọng sẽ tiếp tục giúp công ty làm mới tăng trưởng kể cả sau cột mốc kỷ niệm 50 năm thành lập 2026. Dù vậy, việc trở lại giai đoạn tăng trưởng hai chữ số là khó xảy ra. Bên cạnh đó, chi phí nguyên liệu đang trong xu hướng tăng có thể hạn chế đà tăng trưởng lợi nhuận, dù công ty đã chốt giá một số nguyên liệu cho những tháng tới. Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức TTM P/E 10,8x và P/E dự phóng năm 2027 là 10,2x, thấp hơn so với ngưỡng -2STD (11,3x) và trung vị 3 năm (15,3x).

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
DT Thuần (tỷ đồng)	61.783	63.646	72.074	77.145	83.405
Tăng trưởng	*2,3%*	*3,0%*	*13,2%*	*7,0%*	*8,1%*
LNST (tỷ đồng)	9.453	9.414	11.419	12.008	13.108
Tăng trưởng	*4,8%*	*-0,4%*	*21,3%*	*5,2%*	*9,2%*
EPS (hiệu chỉnh; VND)	4.030	4.040	4.877	5.129	5.601
Tăng trưởng	*6,0%*	*0,3%*	*20,7%*	*5,2%*	*9,2%*
ROE	29,4%	29,9%	35,7%	34,7%	34,5%
P/E (lần)	13,0	13,0	10,8	10,2	9,4
Cổ tức (VND)	4.350	4.350	4.350	4.350	4.350
Suất sinh lợi cổ tức	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%

Doanh thu thuần và LNST giảm tốc sau 6T26 vượt trội



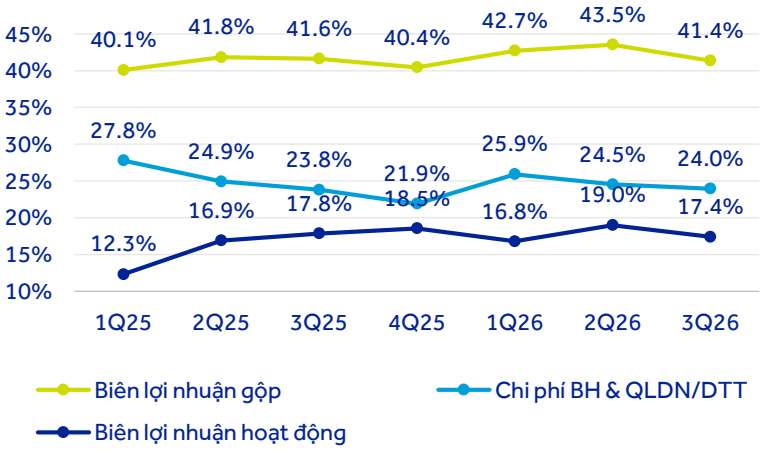
Tăng trưởng doanh thu đến từ cả thị trường nội địa và nước ngoài



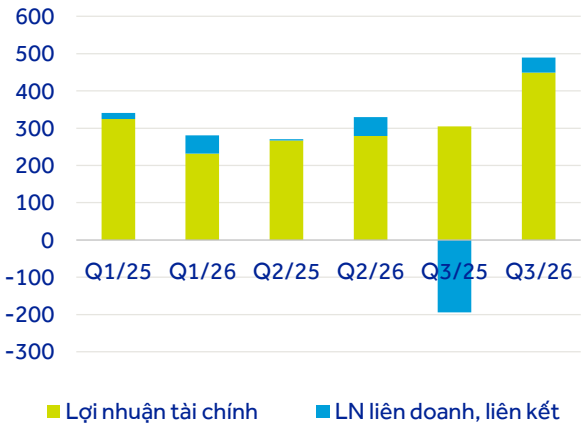
Nguồn: VNM; ACBS tổng hợp

Tăng trưởng doanh thu từ cả thị trường trong nước và nước ngoài trong Q3/2026 chậm lại khi không còn hưởng lợi từ nền so sánh thấp như trong nửa đầu năm 2026. Thị trường trong nước là nguồn đóng góp doanh thu chính, tăng trưởng 8,8% svck và tốt hơn so với các năm trước.

Biên lợi nhuận hoạt động giảm nhẹ svck trong Q3/2026...



...tuy nhiên LNST được hỗ trợ bởi các khoản lợi nhuận khác



Nguồn: VNM; ACBS tổng hợp

Tăng trưởng mạnh LNST trong Q3 được thúc đẩy bởi lợi nhuận tài chính tăng 47% svck cùng với đóng góp của các công ty liên doanh, liên kết chuyển từ lỗ 194 tỷ đồng trong cùng kỳ sang lãi 41 tỷ đồng. Kết quả này bù đắp cho sự gia tăng nhẹ của tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu (+0,2 điểm phần trăm svck; mức tăng lớn bao gồm chi phí khuyến mãi/hỗ trợ bán hàng, vận chuyển và dịch vụ thuê ngoài) và biên lợi nhuận gộp thu hẹp (-0,2 điểm phần trăm svck).

Dự phóng và định giá

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của công ty đạt 77.145 tỷ đồng (+7% svck) và LNST đạt 12.008 tỷ đồng (+5,2% svck) trong năm 2027. Mặc dù tăng trưởng khiêm tốn

hơn so với 2026, công ty được kỳ vọng có thể duy trì các mức tăng trưởng mới phần nào cho thấy sự cải thiện so với trước đây, không chỉ trong dịp kỷ niệm 50 thành lập mà còn trong những năm tiếp theo. Tuy nhiên, triển vọng trở lại giai đoạn tăng trưởng hai chữ số có thể khó diễn ra. Bên cạnh đó, chi phí nguyên liệu đang trong xu hướng tăng có thể hạn chế đà tăng trưởng lợi nhuận, dù công ty đã chốt giá một số nguyên liệu cho những tháng tới.

Kết hợp phương pháp định giá DCF và PE, giá mục tiêu của chúng tôi đến cuối 2027 là 74.700 đồng/cổ phiếu.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VNM	Giá hiện tại (đồng:	52.500	Giá mục tiêu (đồng):	74.700	Vốn hóa (tỷ đồng):	109.723
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	**2024**	**2025**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
Doanh thu thuần	**61.783**	**63.646**	**72.074**	**77.145**	**83.405**
Tăng trưởng	*2,3%*	*3,0%*	*13,2%*	*7,0%*	*8,1%*
GVHB trừ khấu hao	34.251	35.488	39.654	43.377	46.669
Chi phí bán hàng	13.299	13.581	15.603	16.473	17.968
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.487	1.551	1.694	1.838	2.010
Doanh thu tài chính trừ lãi tiền gửi	196	126	256	264	274
Chi phí tài chính trừ lãi vay	149	24	132	143	153
EBITDA	**12.793**	**13.129**	**15.247**	**15.579**	**16.879**
Tỷ suất EBITDA	*20,7%*	*20,6%*	*21,2%*	*20,2%*	*20,2%*
Khấu hao	2.341	2.363	2.392	2.410	2.521
Lợi nhuận từ HĐKD	**10.452**	**10.766**	**12.855**	**13.169**	**14.358**
Biên LN HĐKD	*16,9%*	*16,9%*	*17,8%*	*17,1%*	*17,2%*
Lợi nhuận/Lỗ khác	6	(10)	2	2	2
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	32	(151)	193	205	216
Chi phí lãi vay ròng	(1.111)	(1.045)	(1.091)	(1.497)	(1.664)
Lãi suất trung bình	*7,0%*	*6,6%*	*7,1%*	*8,7%*	*8,3%*
Hệ số thanh toán lãi vay (x)	*-9,4*	*-10,3*	*-11,8*	*-8,8*	*-8,6*
Thuế	2.147	2.236	2.723	2.865	3.132
Thuế suất thực tế	*18,6%*	*18,9%*	*19,5%*	*19,5%*	*19,5%*
Lợi ích CĐKKS	61	3	61	64	67
Lợi nhuận ròng sau CĐKKS	**9.392**	**9.410**	**11.359**	**11.945**	**13.042**
Tiền mặt từ hoạt động kinh doanh	11.733	11.773	13.751	14.354	15.562
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)	**4.030**	**4.040**	**4.877**	**5.129**	**5.601**
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
EPS hiệu chỉnh (VND)	**4.030**	**4.040**	**4.877**	**5.129**	**5.601**
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh	*6,0%*	*0,3%*	*20,7%*	*5,2%*	*9,2%*

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Thay đổi vốn lưu động	-1.160	317	359	197	228
Capex	1.628	1.644	1.644	1.644	1.644
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	20	-111	170	181	193
Các khoản mục dòng tiền khác	-1.050	-945	-998	-971	-985
Dòng tiền tự do	**10.196**	**8.978**	**10.580**	**11.360**	**12.513**
Phát hành cp	-	-	-	-	-
Cổ tức	8.046	11.265	9.091	9.091	9.091
Thay đổi nợ ròng	-2.150	2.286	-1.489	-2.269	-3.421
Nợ ròng cuối năm	**-16.892**	**-14.606**	**-16.095**	**-18.364**	**-21.785**
Vốn CSH	**32.279**	**30.685**	**32.953**	**35.806**	**39.756**
Giá trị sổ sách/cp (VND)	15.445	14.682	15.767	17.132	19.023
Nợ ròng / VCSH	*-52,3%*	*-47,6%*	*-48,8%*	*-51,3%*	*-54,8%*
Nợ ròng / EBITDA (x)	*-1,3*	*-1,1*	*-1,1*	*-1,2*	*-1,3*
Tổng tài sản	**55.049**	**53.312**	**54.091**	**54.676**	**55.204**

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2024	2025	2026F	2027F	2028F
ROE	*29,4%*	*29,9%*	*35,7%*	*34,7%*	*34,5%*
ROA	*18,7%*	*18,7%*	*22,8%*	*23,7%*	*25,6%*
ROIC	*52,6%*	*54,5%*	*63,7%*	*62,7%*	*66,1%*
WACC	*12,7%*	*12,7%*	*12,7%*	*12,7%*	*12,7%*
EVA	*39,9%*	*41,8%*	*50,9%*	*49,9%*	*53,4%*
P/E (x)	*13,0*	*13,0*	*10,8*	*10,2*	*9,4*
EV/EBITDA (x)	*7,4*	*7,2*	*6,2*	*6,1*	*5,6*
EV/FCF (x)	*9,3*	*10,6*	*9,0*	*8,4*	*7,6*
P/B (x)	*3,4*	*3,6*	*3,3*	*3,1*	*2,8*
P/S (x)	*1,8*	*1,7*	*1,5*	*1,4*	*1,3*
EV/Doanh thu (x)	*1,5*	*1,5*	*1,3*	*1,2*	*1,1*
PEG	*1,5*	*1,5*	*0,9*	*1,3*	*1,1*
Suất sinh lợi cổ tức	*8,3%*	*8,3%*	*8,3%*	*8,3%*	*8,3%*

LIÊN HỆ

Trụ sở chính
Tầng 3, Tòa nhà Léman Luxury, 117 Nguyễn Đình Chiểu,
Phường Xuân Hoà, TP. HCM
Tel: (+84 28) 7300 7000

Chi nhánh Hà Nội
Số 10 Phan Chu Trinh, Phường Cửa Nam, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9396

PHÒNG PHÂN TÍCH & CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

Email: research.gr@acbs.com.vn
trangdm@acbs.com.vn

KHỐI 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

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.

KHUYẾN CÁO

Vui lòng nhấp vào đây để xem toàn văn Khuyến cáo, bao gồm: Xác nhận của chuyên viên phân tích, Công bố thông tin quan trọng, Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm.

Trường hợp liên kết phía trên không hoạt động, vui lòng truy cập trực tiếp tại:
https://acbs.com.vn/acbsmedia/2026/07/KhuyenCao_VI.pdf