

CTCP SỮA VIỆT NAM – HSX: VNM

| KHUYẾN NGHỊ: MUA

| Giá mục tiêu: 75,700

| Upside: +18%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Ở thời điểm hiện tại, **BSC** đưa ra khuyến nghị MUA đối với VNM với giá mục tiêu 75,700 VNĐ/CP (+18% so với giá ngày 21/08/2026, giảm -3% so với báo cáo trước đó) dựa trên quan điểm sau:

- So với báo cáo trước đó, BSC sử dụng mức P/E mục tiêu = 15 lần thay vì 17.5 lần do (1) chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng của VNM trong 2026 sẽ không được duy trì trong 2027 (NĐT tham khảo slide sau) (2) phản ánh môi trường lãi suất cao và thanh khoản thị trường suy giảm (3) ngoài ra, trong bối cảnh lãi suất tiền gửi tại một số ngân hàng đã chạm mức 9% ở kỳ hạn 12 tháng cao hơn mức cổ tức tiền mặt/mệnh giá của VNM = 7% cũng sẽ ảnh hưởng lên khả năng tăng giá của cổ phiếu.
- Tuy nhiên, VNM lại đang được giao dịch ở một mức định giá PE FW 2026 = 12 lần thấp hơn mức -2 lần độ lệch chuẩn của trung bình 5 năm = 13.7 lần, ngoài ra, BSC cũng lưu ý ngay cả trong giai đoạn KQKD suy giảm VNM cũng được giao dịch với mức PE trung bình = 16.5 lần.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q2.2026: DTT và LNST-CDTS ghi nhận lần lượt 18,847 tỷ đồng (+13% yoy) và 3,167 tỷ đồng (+28% yoy)

- Tăng trưởng DTT được dẫn dắt chính bởi (1) thị trường nội địa = 14,516 tỷ đồng (+7% yoy) nhờ sự hồi phục của nhu cầu tiêu dùng và thị phần được bảo vệ sau khi hoàn thành chiến lược tái định vị (2) mức nền thấp trong cùng kỳ ở thị trường xuất khẩu = 2,664 tỷ đồng (+41% yoy) và công ty con = 1,667 tỷ đồng (+36% yoy).
- LNST-CDTS +28% yoy cao hơn đáng kể so với mức tăng trưởng doanh thu nhờ (1) biên lợi nhuận gộp = 43.5% cải thiện 1.5 điểm % so với cùng kỳ nhờ chốt được giá nguyên liệu ở vùng tốt (đã được BSC đề cập trong các báo cáo cập nhật trước đó) (2) tỷ lệ SG&A/DTT tiết giảm nhẹ -0.4 điểm % so với cùng kỳ.

Đánh giá của BSC: So với báo cáo gần nhất, KQKD của VNM là cao hơn 9% so với dự phóng của chúng tôi chủ yếu do doanh thu tại các thị trường nước ngoài và công ty con ghi nhận hồi phục tốt hơn kỳ vọng. Lũy kế 1H.2026, VNM ghi nhận DTT và LNST-CDTS lần lượt đạt 34,996 tỷ đồng (+18% yoy) và 5,596 tỷ đồng (+38% yoy) hoàn thành lần lượt 51%/54% dự phóng của chúng tôi.

KQKD	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	61,783	63,646	72,036	75,638
Lợi nhuận gộp	25,590	26,209	31,069	32,434
LNST-CDTS	9,392	9,410	11,795	12,249
EPS	4,022	4,030	5,051	5,245

BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/08/2026 – HSX: VNM

Trung tâm phân tích Chứng khoán BIDV

Trần Lâm Tùng

(Chuyên viên phân tích)

Tungtl@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	64,000
Cổ phiếu LH (Triệu):	2,089
Vốn hoá (Tỷ VND):	128,741
Thanh khoản 30n (Triệu):	3.5
Sở hữu nước ngoài:	48.82%

PHỤ LỤC: BẢNG TÓM TẮT KẾT QUẢ KINH DOANH

VNM_Tỷ VNĐ	Q2.2025	Q2.2026	% YoY	1H.2025	1H.2026	% YoY
Doanh thu thuần	16,725	18,847	13%	29,659	34,996	18%
Nội địa	13,614	14,516	7%	23,624	26,596	13%
Xuất khẩu	1,887	2,664	41%	3,507	4,990	42%
Công ty con	1,223	1,667	36%	2,528	3,410	35%
Giá vốn hàng bán	(9,703)	(10,643)	10%	(17,427)	(19,896)	14%
Lãi gộp	7,022	8,204	17%	12,232	15,100	23%
Thu nhập tài chính	376	426	13%	743	813	9%
Chi phí tài chính	(110)	(147)	35%	(151)	(302)	100%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(85)	(116)	36%	(160)	(234)	46%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	4	51		20	99	396%
Chi phí bán hàng	(3,711)	(4,104)	11%	(6,881)	(7,829)	14%
CP QLDN	(462)	(521)	13%	(893)	(980)	10%
Lãi từ HĐKD	3,119	3,909	25%	5,069	6,901	36%
Thu nhập khác, ròng	(23)	(10)	-57%	(22)	13	-159%
Lợi nhuận trước thuế	3,096	3,899	26%	5,047	6,914	37%
Thuế TNDN	(614)	(741)	21%	(941)	(1,249)	33%
Lợi nhuận sau thuế	2,489	3,184	28%	4,076	5,643	38%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	14	17	24%	33	47	43%
LNST - CĐTS	2,475	3,167	28%	4,043	5,596	38%
Chỉ số						
Biên LNG	42.0%	43.5%	1.5%	41.2%	43.1%	1.9%
Biên LNR	14.9%	16.9%	2%	13.7%	16.1%	2.4%
SG&A/DT	24.9%	24.5%	-0.4%	26.2%	25.1%	-1.0%

BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/08/2026 – HSX: VNM

KHUYẾN NGHỊ: MUA
Giá mục tiêu: 75,700
Upside: +22%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 64,000
Cổ phiếu LH (Triệu): 2,089
Vốn hoá (Tỷ VND): 128,741
Thanh khoản 30n (Triệu): 3.5
Sở hữu nước ngoài: 48.82%

TRIỂN VỌNG 2026

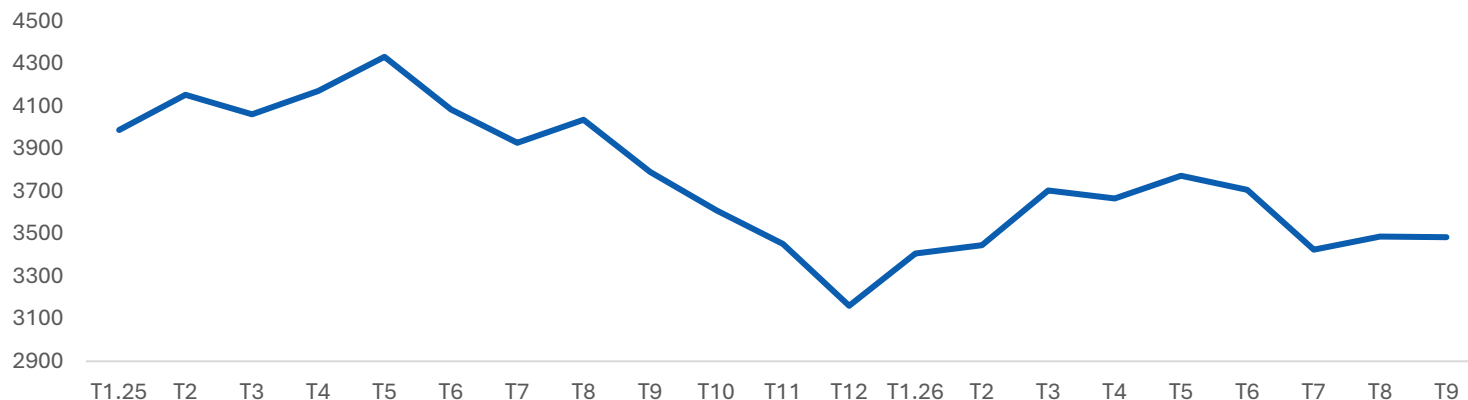
1. So với báo cáo trước đó, BSC dự phóng DTT 2026 = 71,158 tỷ đồng (+12% yoy, +5% so với dự phóng cũ), **LNST-CĐTS = 11,795** (+25% yoy, +13% so với dự phóng cũ) dựa trên các quan điểm chính sau đây:

- DT Nội địa = 55,303 tỷ đồng (+8.5% yoy, +2% so với dự phóng cũ) do (1) KQKD 1H.2026 cao hơn 5% so với kỳ vọng của BSC (2) lũy kế 6T.2026, bán lẻ, hàng hóa, dịch vụ và tiêu dùng ghi nhận +7% yoy (đã loại bỏ các yếu tố tăng giá) trong đó, tiêu dùng thiết yếu là một trong những nhóm dẫn dắt, chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ được duy trì trong 2H.2026 (3) tái cấu trúc các chính sách bán hàng, chiết khấu tại cả 2 kênh bán hàng truyền thống (GT) và hiện đại (MT) trong Q1.2026 giúp tăng tính thống nhất, giảm sự chồng chéo giữa các kênh bán hàng (4) ngoài ra, 2 kênh MT và TMĐT được đặt mục tiêu đẩy mạnh trong giai đoạn tới nhằm duy trì tăng trưởng tại thị trường nội địa trong bối cảnh kênh GT đã đạt đỉnh với hơn 50% thị phần.
- DT Xuất khẩu = 9,826 tỷ đồng (+38% yoy, +26% so với dự phóng cũ) do (1) KQKD 1H.2026 cao hơn 29% so với kỳ vọng (2) thị trường Trung Đông dẫn dắt tăng trưởng nhờ VNM đảm bảo được nguồn cung cho đối tác trong bối cảnh Eo biển Hozmus chưa được khơi thông trở lại (3) thị phần tại các thị trường hiện hữu cải thiện (4) ngoài ra, ban lãnh đạo đặt kỳ vọng doanh thu Q3.2026 ít nhất tương đương với Q2.2026 (2,664 tỷ đồng).
- DT tại các công ty con = 6,907 tỷ đồng (+23% yoy, +13% so với dự phóng cũ) do (1) KQKD 1H.2026 cao hơn 13% so với kỳ vọng khi thị trường Campuchia hồi phục tốt hơn dự kiến (2) tuy nhiên, mức tăng trưởng trong 1H.2026 (+34% yoy) sẽ không được duy trì trong 2H.2026 do mức nền trong cùng kỳ đã cao.

2. Biên lợi nhuận gộp = 43% tăng 0.5 điểm % so với báo cáo trước đó do (1) biên lợi 1H.2026 cao hơn 0.5 điểm % so với chúng tôi kỳ vọng (2) giá sữa bột đầu vào chốt cho giai đoạn cuối năm đi ngang so với đầu năm.

Đối với triển vọng 2027: BSC cho rằng VNM khó duy trì được tăng trưởng của 2026 do (1) thị trường nội địa đã bão hòa, VNM chỉ tập trung bảo vệ thị phần (2) mức nền cao của thị trường xuất khẩu và các công ty con (3) tăng trưởng lợi nhuận của 2026 phần lớn đến từ giảm giá của nguyên vật liệu đầu vào, trong khi giá WMP hiện tại đã ở vùng cân bằng 5 năm, nên chúng tôi cho rằng trong 2027 VNM sẽ không còn được hỗ trợ bởi giá nguyên liệu đầu vào thấp nữa.

Hình 1: Giá sữa bột giao dịch ở vùng tương đương đầu năm 2026



Nguồn: Global Trade Diary

BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/08/2026 – HSX: VNM

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	75,700
Upside:	+22%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	64,000
Cổ phiếu LH (Triệu):	2,089
Vốn hoá (Tỷ VND):	128,741
Thanh khoản 30n (Triệu):	3.5
Sở hữu nước ngoài:	48.82%

BSC DỰ PHÒNG

Năm 2026, BSC dự phóng VNM sẽ ghi nhận DTT và LNST – CĐTTS lần lượt đạt 72,036 tỷ đồng (+13% yoy) và 11,795 tỷ đồng (+25% yoy), thay đổi lần lượt +6%/+13% so với dự phóng cũ, tương đương EPS FW 2026 = 5,051 VNĐ/CP, PE FW 2026 = 12 lần (chi tiết về thay đổi dự phóng của BSC, NĐT xem tại slide trước).

Bảng tóm tắt giả định của BSC

	2024	2025	2026 cũ	2026 mới	2027	% yoy 2026	%yoy 2027
Doanh thu	61,783	63,646	67,963	72,036	75,638	13%	5%
Nội Địa	50,799	50,964	54,013	55,303	58,068	9%	5%
Xuất khẩu	5,663	7,105	7,816	9,826	10,317	38%	5%
Công ty con	5,320	5,576	6,134	6,907	7,253	24%	5%
GVHB	(36,192)	(37,436)	(39,197)	(40,967)	(43,204)	9%	5%
Lợi nhuận gộp	25,590	26,209	28,765	31,069	32,434	19%	4%
Thu nhập tài chính	1,586	1,497	1,360	1,620	1,740	8%	7%
Chi phí tài chính	(428)	(350)	(406)	(614)	(657)	75%	7%
Trong đó: Chi phí	(279)	(326)	(293)	(496)	(532)	52%	7%
lãi vay							
Lãi/(lỗ) từ CTLK	32	(151)	(151)	99	99	n/a	0%
Chi phí BH	(13,358)	(13,642)	(14,567)	(15,440)	(16,212)	13%	5%
Chi phí QLDN	(1,828)	(1,904)	(2,033)	(2,155)	(2,263)	13%	5%
Lãi từ HĐKD	11,594	11,660	12,969	14,579	15,142	25%	4%
Thu nhập khác, ròng	6	(10)	(10)	12	12	n/a	0%
LNTT	11,600	11,650	12,959	14,591	15,154	25%	4%
Thuế TNDN	(2,241)	(2,273)	(2,525)	(2,792)	(2,900)	23%	4%
LNST	9,453	9,414	10,434	11,799	12,253	25%	4%
Lợi ích CĐTTS	61	3	4	4	4	25%	4%
LNST Công ty mẹ	9,392	9,410	10,430	11,795	12,249	25%	4%
EPS	4,022	4,030	4,466	5,051	5,245	25%	4%

BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/08/2026 – HSX: VNM

KHUYẾN NGHỊ:

MUA

Giá mục tiêu:

75,700

Upside:

+22%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 64,000

Cổ phiếu LH (Triệu): 2,089

Vốn hoá (Tỷ VND): 128,741

Thanh khoản 30n (Triệu): 3.5

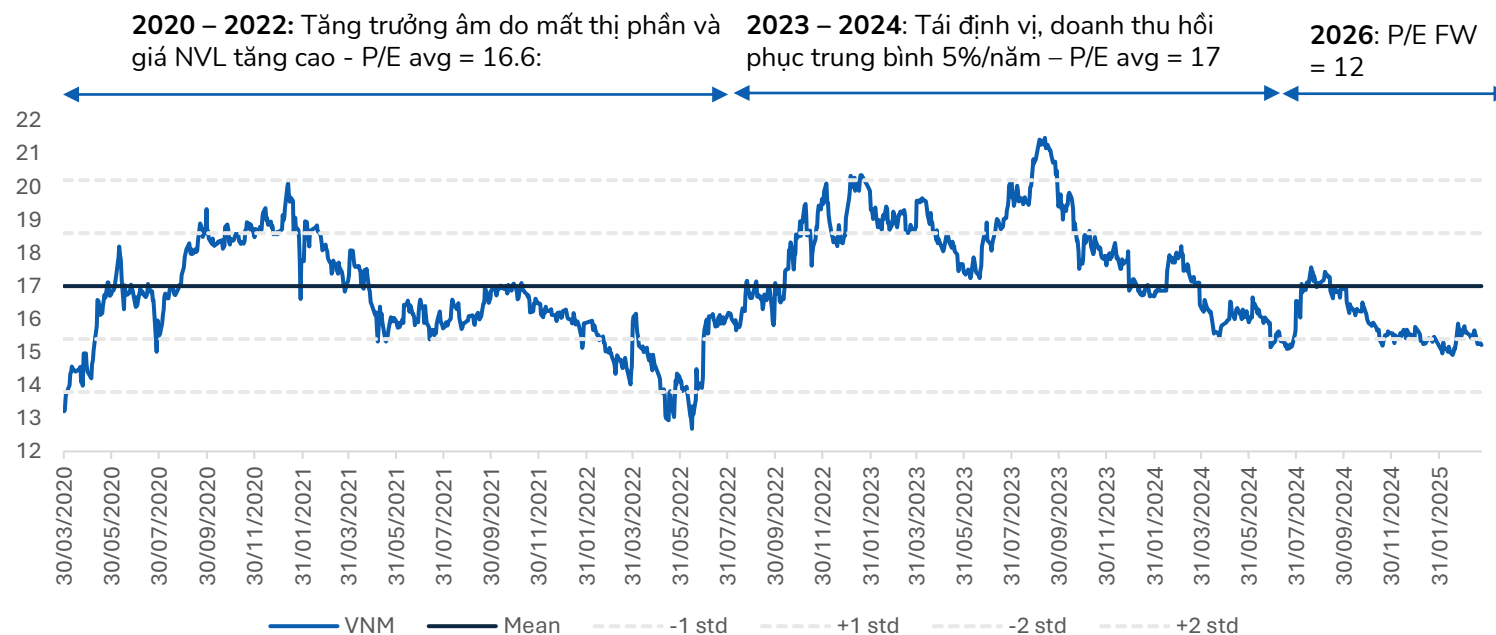
Sở hữu nước ngoài: 48.82%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

Ở thời điểm hiện tại, **BSC** đưa ra khuyến nghị MUA đối với VNM với giá mục tiêu 75,700 VNĐ/CP (+18% so với giá ngày 21/08/2026, giảm -3% so với báo cáo trước đó) dựa trên quan điểm sau:

- So với báo cáo trước đó, BSC sử dụng mức P/E mục tiêu = 15 lần thay vì 17.5 lần do (1) chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng của VNM trong 2026 sẽ không được duy trì trong 2027 (NĐT tham khảo slide trước đó) (2) phản ánh môi trường lãi suất cao và thanh khoản thị trường suy giảm (3) ngoài ra, trong bối cảnh lãi suất tiền gửi tại một số ngân hàng đã chạm mức 9% ở kỳ hạn 12 tháng cao hơn mức cổ tức tiền mặt/mệnh giá của VNM = 7% cũng sẽ ảnh hưởng lên khả năng tăng giá của cổ phiếu.
- Tuy nhiên, VNM lại đang được giao dịch ở một mức định giá PE FW 2026 = 12 lần thấp hơn mức -2 lần độ lệch chuẩn của trung bình 5 năm = 13.7 lần, ngoài ra, BSC cũng lưu ý ngay cả trong giai đoạn KQKD suy giảm VNM cũng được giao dịch với mức PE trung bình = 16.5 lần.

Hình: VNM đang giao dịch ở mức P/E FW 2026 = 12 lần thấp hơn 2 lần độ lệch chuẩn



BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/08/2026 – HSX: VNM

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	75,700
Upside:	+22%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	64,000
Cổ phiếu LH (Triệu):	2,089
Vốn hoá (Tỷ VND):	128,741
Thanh khoản 30n (Triệu):	3.5
Sở hữu nước ngoài:	48.82%

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Phan Quốc Bửu

Quyền phụ trách Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Buupq@bsc.com.vn

Bùi Nguyễn Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Vĩ mô – Thị Trường
Khoabn@bsc.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Quyền phụ trách Nhóm Ngành và Doanh nghiệp
Tuntc@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích
Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bất Động Sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpm@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp
Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích
Duyrch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Lưu Thuỳ Linh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Linhlt2@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích
Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích
Huytnt@bsc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2019 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

