

CTCP SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)

Trông chờ vào “chiếc áo GT mới” hỗ trợ khôi phục thị phần

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY25	Q4-FY24	+/- qoq	Q1-FY24	+/- yoy
Doanh thu thuần	12.935	15.477	-16,4%	14.112	-8,3%
Lợi nhuận sau thuế	1.568	2.124	-26,1%	2.195	-28,5%
LNTT & lãi vay	1.610	2.304	-30,1%	2.420	-33,5%
LNTT & lãi vay/DT thuần	12,4%	14,9%	-244bps	17,2%	-470bps

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Q1-FY25: KQKD dưới kỳ vọng do ảnh hưởng từ hoạt động tái cấu trúc kênh GT (kênh truyền thống bán qua chợ, đại lý, tạp hóa nhỏ lẻ)

- KQKD VNM Q1-2025 dưới kỳ vọng chuyên viên với doanh thu thuần 12.935 tỷ đồng (-8,3% YoY), LNST-Cty Mẹ đạt 1.569 tỷ đồng (-28,5% YoY), do ảnh hưởng kép từ sụt giảm doanh thu nội địa mạnh (tác động ngắn hạn của câu chuyện tái cấu trúc kênh GT) và thu hẹp biên lợi nhuận (xu hướng tăng của giá bột sữa nguyên liệu lên đỉnh 2 năm & khoản chi chiết khấu bán hàng vẫn giữ nguyên dù doanh thu sụt giảm).

Triển vọng FY25: Kỳ vọng sự ổn định trở lại về KQKD sau khi hoàn tất “chiến dịch tái cấu trúc kênh GT” ở các quý tới, nhưng không đủ bù đắp cho tăng trưởng YoY dương của LNST toàn năm.

- Q2-2025, KQKD nội địa dần ổn định trở lại sau khi hoạt động tái cấu trúc kênh GT hoàn tất. Một điểm lưu ý về hàng tồn cao bất thường cuối Q1, sẽ được giải quyết trong Q2 để trở về trạng thái cân bằng, hỗ trợ tăng trưởng doanh thu QoQ tốt. Qua đó, LNST Cty Mẹ ước đạt 2.727 tỷ đồng (+24,3% QoQ, +2,1% YoY).
- Trong năm 2025, các HĐ xuất khẩu/chi nhánh nước ngoài vẫn giữ mức cao kỷ lục tương tự 2024 nhờ thành quả gia tăng thị phần từ năm 2024. Tuy nhiên, khả năng tái cấu trúc thành công kênh GT ở thị trường nội địa, chiếm trên 80% tổng doanh thu của VNM, sẽ là yếu tố quyết định tăng trưởng lợi nhuận cả năm cho Công ty.
- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng KQKD các quý sau của VNM sẽ dần ổn định so với mức thấp kỷ lục của Q1, nhưng khó kỳ vọng tăng trưởng cao cho doanh thu khi VNM chưa có nhiều đột phá về cốt lõi sản phẩm. Cộng hưởng yếu tố bất lợi cho biên LN, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của VNM đạt 61.783 tỷ đồng (-1,2% YoY). LNST/EPS đạt 8.638 tỷ đồng (-8,0% YoY) và 4.133 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

Chúng tôi nhận thấy VNM đã chứng lại nhịp tăng trưởng KQKD từ sau Covid-19 khi thị phần sụt giảm trong bức tranh ảm đạm của thị trường sữa nội địa. Các nỗ lực thay đổi dài sản phẩm & tăng chi chiết khấu, hy sinh biên lợi nhuận chưa đem lại hiệu quả lớn. Hiệu quả của chiến dịch tái cấu trúc kênh GT vẫn cần theo dõi thêm về phản ứng của các nhà phân phối và đại lý trong thời gian tới – cũng được xem là yếu tố tiên quyết đến triển vọng kinh doanh trung hạn của VNM.

Chúng tôi thực hiện định giá bằng phương pháp so sánh P/E ngắn hạn và chiết khấu dòng tiền (DCF) dài hạn với tỷ trọng 50:50 cho VNM. Giá cổ phiếu xác định một năm tới của VNM ở mức **65.100 đồng/cổ phiếu**, tương ứng PE fwd 2025 15,8x. Dựa trên giá đóng cửa ngày 24/06/2025, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho VNM.

TÍCH LŨY

Giá thị trường (đồng)	56.400
Giá mục tiêu (đồng)	65.100

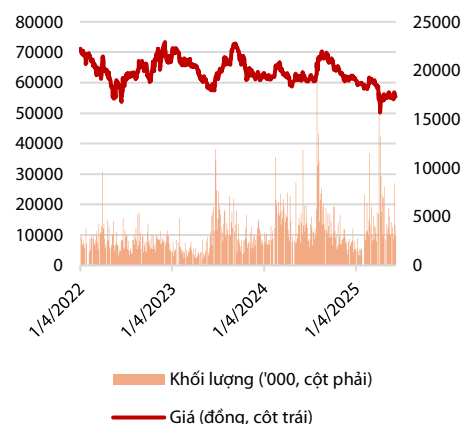
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 3.800

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm & đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	115.575
SLCPDLH (triệu CP)	2.090
KLGD bình quân 20 phiên ('000 CP)	3.736
Free Float (%)	33,0
Giá cao nhất 52 tuần	70.400
Giá thấp nhất 52 tuần	50.300
Beta	0,7

	FY24	Hiện tại
EPS	4.494	4.194
Tăng trưởng EPS (%)	5,8	-4,8
P/E	13,6	13,9
P/B	3,5	3,2
EV/EBITDA	9,7	9,8
ROE (%)	26,0	23,3

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Tổng Công ty Đầu tư & kinh doanh vốn Nhà nước	36,0
F&N Dairy Investment PTE LTD	17,7
Platinum Victory PTE LTD	10,6
Bà Mai Kiều Liên - TVHĐQT	0,3
Khác	35,4
Giới hạn sở hữu NGTNN còn lại (%)	51,6

Nguyễn Bảo Hưng

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

hung.nb@vdsc.com.vn

KQKD Q1-2025 dưới kỳ vọng do ảnh hưởng từ tái cấu trúc kênh GT (kênh truyền thống bán qua chợ, đại lý, tạp hóa nhỏ lẻ)

Doanh thu thuần đạt 12.935 tỷ đồng (-16,4% QoQ, -8,3% YoY), dưới kỳ vọng chuyên viên 9% chủ yếu do mảng nội địa suy yếu hơn dự tính. Cụ thể:

- Doanh thu nội địa đạt 10.010 tỷ đồng (-22,1% QoQ, -12,9% YoY), dưới kỳ vọng chuyên viên 13%.** Việc tái cấu trúc toàn diện kênh GT (*) khiến VNM mất tính ổn định về doanh thu thị trường này (trên 11.000 tỷ đồng như thường lệ). Tăng trưởng này kém khả quan hơn so với trung bình ngành, theo ước tính chúng tôi.

Quan sát năng lực quản trị vốn lưu động của VNM cuối Q1-2025, chúng tôi nhận thấy VNM tích trữ hàng tồn kho cho giai đoạn hậu tái cấu trúc từ Q2-2025 sau khi ổn định hệ thống phân phối/đại lý B2B của mình. Do đó, chúng tôi cho rằng KQKD kém khả quan trong nước ở quý này cũng đến từ yếu tố chủ quan của VNM.

(*) "Q1-2025, Vinamilk đã tiến hành cải tổ hệ thống phân phối, đặc biệt là phân phối truyền thống, thông qua sắp xếp, đánh giá lại các nhà phân phối; đánh giá lại đội ngũ kinh doanh từ giám đốc, trưởng bán hàng vùng, giám sát và nhân viên. Ước tính tháng 4 năm nay tăng trưởng doanh số hai chữ số so với cùng kỳ." Bà Mai Kiều Liên – TGD Vinamilk chia sẻ trong ĐHĐCĐ 2025.

- Doanh thu nước ngoài đạt 2.924 tỷ đồng (+11,0% QoQ, +11,8% YoY), trên kỳ vọng chuyên viên 5%,** chủ yếu nhờ tăng trưởng xuất khẩu tốt tại thị trường chủ lực Iraq với dòng sữa bột và sữa đặc (+24,9% YoY). Hai chi nhánh Driftwood và AngkorMilk tăng trưởng doanh thu đi ngang (-1,1% YoY) trong quý này.

LNST Cty Mẹ đạt 1.569 tỷ đồng (-26,1% QoQ, -28,5% YoY), thấp hơn 26% kỳ vọng chuyên viên, tương đương biên LN ròng 12,1% (-159bps QoQ, -342bps YoY), chủ yếu do doanh thu nội địa sụt giảm mạnh như trình bày trên. Cấu trúc chi phí không sai lệch nhiều so với nhận định chuyên viên trước đó, cụ thể:

- Biên LN gộp đạt 40,3% (đi ngang QoQ, -161bps YoY)** do bột sữa nguyên liệu duy trì vùng giá cao từ Q4-2024 tới nay (*) kết hợp việc đẩy mạnh hơn các dòng sữa tươi thuần 100% từ bò như 100% Organic, Greenfarm có biên LN gộp thấp hơn các loại sữa phổ thông trước đó của VNM.

(*) "Riêng trong quý I, giá nguyên vật liệu tăng khoảng 4,5% nhưng Vinamilk mới tăng giá bán khoảng 2,6%. Dự kiến tăng giá bán trong cả năm khoảng 3,4%. Cố gắng bù đắp phần tăng giá để không ảnh hưởng trực tiếp tới người tiêu dùng." Bà Mai Kiều Liên – TGD Vinamilk chia sẻ trong ĐHĐCĐ 2025.

- CPBH&QLDN/Doanh thu thuần đạt 24,5% (-185bps QoQ, -157bps YoY),** các chi phí bán hàng như khuyến mãi, quảng cáo duy trì không đổi YoY, lương nhân viên gia tăng nhẹ +7,2% YoY (*) nhưng doanh thu sụt giảm mạnh khiến tỷ lệ này tăng cao.

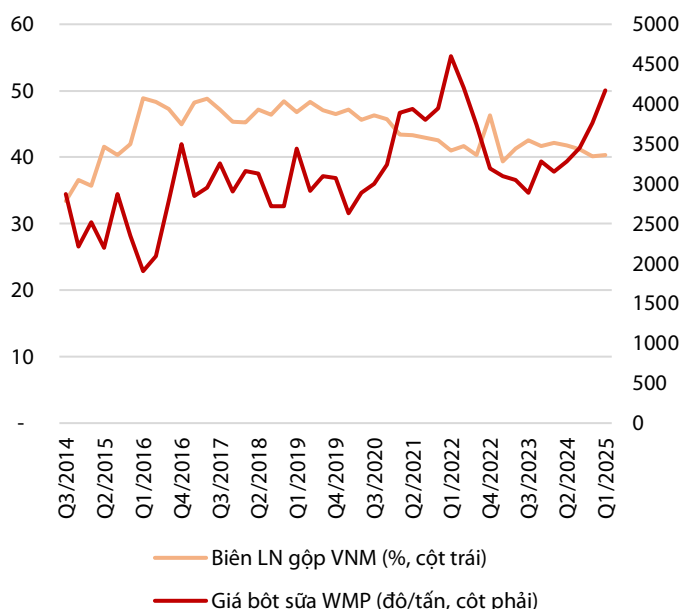
(*) "Theo đánh giá trong nhiều năm, mặc dù các kết quả đạt được tốt nhưng mức thu nhập của cán bộ nhân viên còn thấp hơn khi so sánh với các công ty cùng ngành cùng quy mô, nên VNM thực hiện tăng lương theo kế hoạch HĐQT đã phê duyệt hằng năm ở mức vừa phải, cân đối kết quả đạt được." Ông Lê Thành Liêm – Giám đốc Tài chính Vinamilk chia sẻ trong cuộc họp NĐT Q1-2025.

Bảng 1: KQKD của VNM ở Q1-2025 (tỷ đồng)

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1-2025	Q4-2024	+/- QoQ	Q1-2024	+/- YoY	% Q1 sv 2025F của VDS
Doanh thu thuần	12.935	15.477	-16,4%	14.112	-8,3%	21,2%
Nội địa	10.010	12.843	-22,1%	11.497	-12,9%	19,2%
Nước ngoài	2.924	2.635	11,0%	2.616	11,8%	24,2%
Xuất khẩu	1.620	1.253	29,3%	1.297	24,9%	25,5%
Chi nhánh nước ngoài	1.304	1.382	-5,6%	1.319	-1,1%	22,7%
LNST Cty Mẹ	1.568	2.124	-26,1%	2195	-28,5%	18,2%
Biên LN gộp (%)	40,3%	40,1%	+20bps	41,9%	-160bps	
CPBH&QLDN/D.thu thuần (%)	27,8%	25,2%	+260bps	24,7%	+310bps	
Biên LN ròng (%)	12,1%	13,7%	-160bps	15,6%	-350bps	

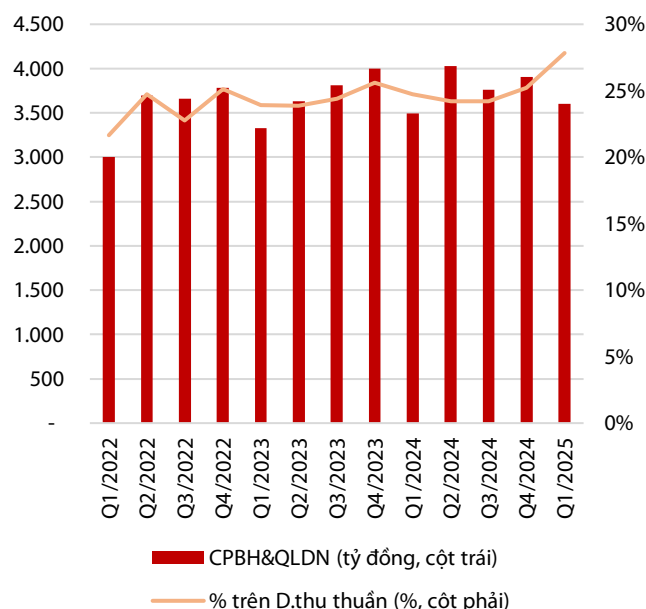
Nguồn: VNM, CTCK Rong Viet

Hình 1: Tương quan biên lợi nhuận VNM và giá bột sữa



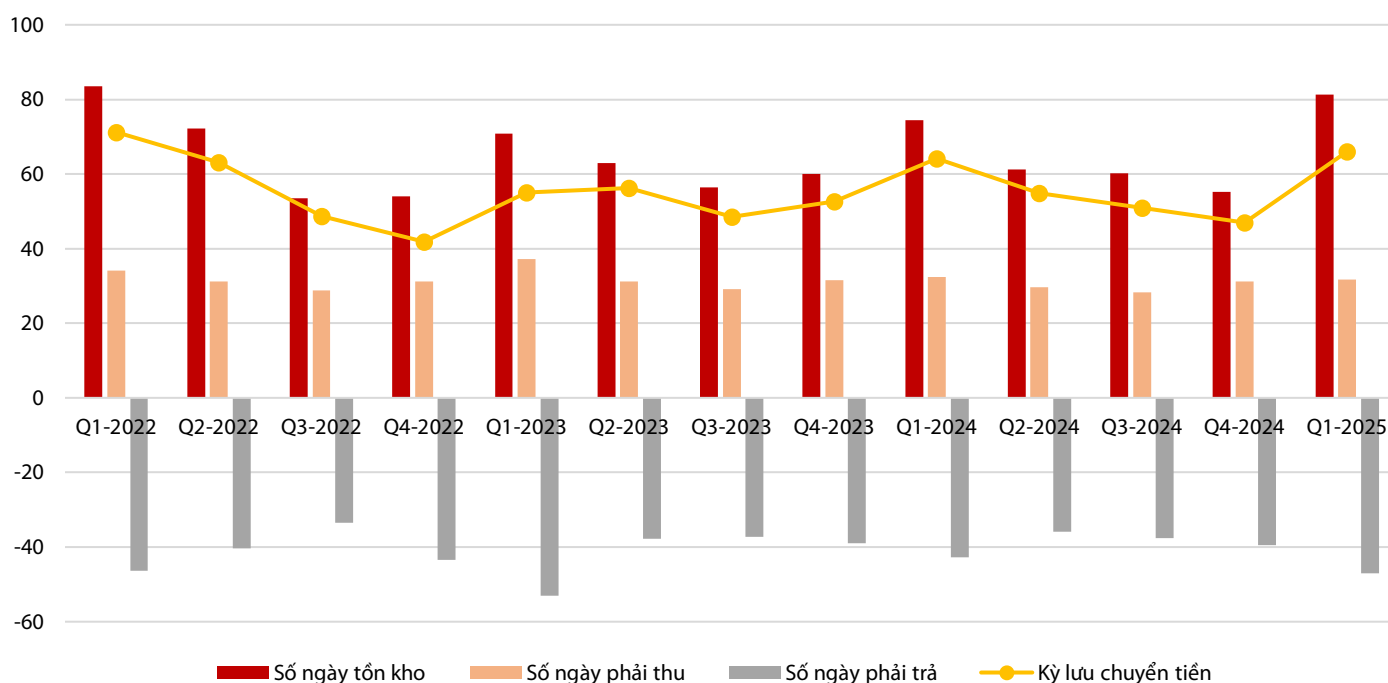
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Hình 2: CPBH&QLDN/D.thu thuần VNM (%)



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Năng lực quản trị vốn lưu động của VNM (ngày)



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Dự phóng Q2-2025: Hồi phục trở lại sau khi hoàn tất chiến dịch tái cấu trúc kênh GT

Bảng 2: Dự phóng KQKD Q2-2025 của VNM

	Q2-2025	+/-YoY	+/-QoQ	Giải định
Doanh thu thuần	17.469	4,9%	23,8%	
Vinamilk & Mocchau nội địa	13.460	6,3%	24,6%	KQKD nội địa dần ổn định trở lại sau khi hoạt động tái cấu trúc kênh GT hoàn tất. Một điểm lưu ý về hàng tồn cao bất thường cuối Q1 (đã đề cập), sẽ được giải quyết trong Q2 để trở về trạng thái cân bằng, hỗ trợ tăng trưởng doanh thu QoQ tốt.
Công ty con nội địa khác	856	-1,9%	23,9%	
Xuất khẩu	1.715	-1,4%	32,3%	Mặc dù không còn yếu tố đột biến từ việc các nước Trung Đông trữ hàng như năm ngoái, VNM dự kiến vẫn đạt doanh thu xuất khẩu ở mức cao khi thị phần sữa đặc, sữa bột tại khu vực này gia tăng tốt hơn, tương tự Q1-2025.
Chi nhánh nước ngoài	1.437	3,9%	9,0%	Mùa vụ tiêu thụ sữa cao Q2-3 trở lại, hỗ trợ tăng trưởng QoQ tốt nhưng khó đột biến do VNM chưa đẩy mạnh HĐKD ở các khu vực này vì đang tập trung ổn định HĐ trong nước. Ngoài ra, thị phần cao ở Campuchia (trên 25%) và thị trường cạnh tranh lớn như Mỹ, hàm ý cho một triển vọng tăng trưởng không cao của VNM tại các nơi này.
Lợi nhuận gộp	7.037	-0,4%	19,0%	Tương tự Q1-2025, giá bột sữa nguyên liệu vẫn neo ở mức cao ảnh hưởng xấu đến xu hướng biên LN gộp. Khả năng VNM tăng giá bán để bảo vệ biên LN không cao do cạnh tranh ngành sữa trong nước cao và Cty đã tăng giá bán 2,6% trong quý trước.
CPBH&QLDN	-3.925	-2,6%	12,4%	VNM phải tăng cường chiết khấu hỗ trợ cho các nhà phân phối ở giai đoạn đầu làm lại thị trường nội địa.
LN trước thuế và lãi vay	3.112	2,5%	28,6%	
Lợi nhuận từ CTLKLD	5			
Lợi nhuận tài chính ròng	325			
Lợi nhuận khác	1			
Lợi nhuận trước thuế	3.443	4,0%	27,2%	
Thuế TNDN	-689			
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	27			
LNST Cty Mẹ	2.727	2,1%	24,3%	Nhìn chung, tăng trưởng YoY cao của doanh thu hỗ trợ tốt cho tăng trưởng LNST VNM ở quý này khi cấu trúc chi phí dự kiến vẫn gặp bất lợi như đã đề cập trên.
Biên LN gộp	40,3%	-215bps	0bps	
CPBH&QLDN/D.thu thuần	22,5%	-173bps	-537bps	
Biên LNTT và lãi vay	17,8%	-42bps	+537bps	
Biên LN ròng	15,6%	-42bps	+348bps	

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi nhìn nhận về một năm 2025 thách thức của VNM trước khi thấy được hiệu quả từ đổi mới kênh GT và quản trị chi phí. Cụ thể như sau:

- **Việc thay đổi mạnh mẽ kênh GT khiến doanh thu nội địa đang tạm thời bị ảnh hưởng.** Mặc dù VNM kỳ vọng tăng trưởng doanh thu sẽ ở mức hai chữ số từ đầu T4-2025 (*), chúng tôi nghi ngờ về tính khả thi cho Q2-2025 khi thị trường sữa/tiêu dùng nội địa vẫn chưa khởi sắc, đặc biệt trong bối cảnh bất định thuế quan đi kèm hiệu quả hoạt động của đội ngũ phân phối/kinh doanh mới hoàn toàn ở kênh chủ lực GT của VNM so với đội ngũ cũ (**) vẫn chưa được kiểm chứng trong khoảng thời gian đủ dài (3-6 tháng) (***).

(*) Doanh thu nội địa trong T4-2025 tăng trưởng trên 10% YoY và 41% so với bình quân tháng ở Q1-2025, chủ yếu đến từ kênh truyền thống GT. Lượng hàng tồn kho cao đột biến ở Q1-2025 được xem là bước chuẩn bị cho KQKD tốt ở T4-2025 của VNM.

(**) Khác biệt ở kênh GT sau khi tái cấu trúc: Độ phủ tăng nhiều hơn do tăng số lượng nhà phân phối và đội ngũ kinh doanh đáng kể, tăng số lần nhân viên bán hàng thăm một điểm bán hàng, tồn kho ở 1 điểm hàng giảm đáng kể.

(***) Tầm quan trọng của kênh GT được thể hiện qua tỷ trọng doanh thu toàn ngành bách hóa nói chung và ngành sữa nói riêng, đạt ~75-85% tại Việt Nam, theo Euromonitor.

Chúng tôi cũng lưu ý một rủi ro khác cho VNM đến từ các nhà phân phối/ kinh doanh cũ của VNM sẽ hợp tác sâu hơn với các hãng sữa đối thủ như THTrue milk, Dutchlady, IDP...

- **Xu hướng tăng giá bột sữa nguyên liệu (WMP) trong trung hạn** (Hình 1) (*) ([Tham khảo NKCV: Hiểu về định nghĩa bột sữa và dự đoán xu hướng giá bột sữa nguyên liệu cho 2025](#)) cùng việc phải **tăng cường chiết khấu** hỗ trợ cho các nhà phân phối ở giai đoạn đầu làm lại thị trường (Hình 2), khiến biên LN ròng của VNM khó phục hồi nhanh.

VNM có thể tăng giá bán để hạn chế rủi ro tăng giá NVL đầu vào, nhưng lại đánh đổi bởi nặng lực cạnh tranh với các hãng sữa khác, vốn duy trì giá bán thấp/chính sách chiết khấu cao (IDP, Nutifood, Dutchlady) hoặc không phụ thuộc vào bột sữa nguyên liệu trong sản xuất (THTrue milk, Dalatmilk, Lothamilk sử dụng 100% sữa tươi từ bò).

(*) Chúng tôi quan sát thấy xu hướng sụt giảm nguồn cung giao dịch bột sữa thế giới (đặc biệt WMP) dần theo thời gian do:

- Trung Quốc liên tục giảm giao dịch bột sữa từ New Zealand trong 3 năm qua khi khuyến khích tăng năng lực sản xuất trong nước từ sau 2018. Do đó, New Zealand cũng giảm dần việc sản xuất qua thời gian nhằm cân bằng cung – cầu hơn, nhưng tương ứng giảm nguồn cung bột sữa toàn thế giới.
- Xu hướng các nhà sản xuất sữa lớn chuyển dịch sản xuất từ bột sữa WMP sang các thành phẩm sữa khác như bơ, phô mát có biên lợi nhuận ổn định hơn trong dài hạn. Trong khi đó, nguồn cầu năm 2025 dự kiến sẽ hồi phục tốt trở lại cho sản phẩm bột sữa.
- Trung Quốc có thể quay lại tăng nhập khẩu bột sữa WMP năm nay (*) khi tình trạng các nông dân tại đây giảm sản xuất sữa nguyên liệu do không có lợi nhuận tốt từ năm 2024. Theo báo cáo mới từ Rabobank, khối lượng nhập khẩu sữa của Trung Quốc có thể tăng 2% theo năm vào năm 2025, đảo ngược đà giảm trong ba năm.
- Khu vực Đông Nam Á – nơi tiêu thụ bột sữa lớn thứ hai thế giới (đặc biệt SMP), dự kiến tăng nhập khẩu sản phẩm này vào năm 2025 nhờ sức cầu phục hồi đi kèm đẩy mạnh các chương trình bữa ăn dinh dưỡng miễn phí/sữa học đường (ví dụ, Indonesia, Philippines).

Chương trình bữa ăn miễn phí – Makan Bergizi Gratis (MBG) bắt đầu từ ngày 02/01/2025. Đây là một trong những ưu tiên của Tổng thống Prabowo Subianto. Giai đoạn đầu tiên, diễn ra từ tháng 1 đến tháng 3 năm 2025, nhằm mục đích hỗ trợ 3 triệu người nhận. Giai đoạn thứ hai, từ tháng 4 đến tháng 6 năm 2025, sẽ hướng đến 6 triệu người nhận, với mục tiêu đạt được 15 đến 17 triệu người thụ hưởng vào cuối năm. MBG là chương trình Chính phủ cung cấp các bữa ăn miễn phí cho người nhận với một bữa ăn mỗi ngày, đáp ứng một phần ba nhu cầu calo hàng ngày cho trẻ em.

Việc cung bột sữa trên đà giảm dài hạn và cầu bột sữa có khả năng phục hồi sẽ khiến giá bột sữa nguyên liệu neo ở mức cao, ảnh hưởng biên lợi nhuận các Công ty ngành sữa niêm yết như VNM, IDP trong năm 2025.

Vì những yếu tố bất định trên, chúng tôi hướng đến kịch bản KQKD các quý sắp tới tăng trưởng không đủ cao để bù đắp mức giảm ở Q1, khiến tổng LN ST Cty Mẹ năm 2025 giảm 8,0% YoY theo dự phóng của chúng tôi.

Triển vọng tăng giá của cổ phiếu VNM liên quan đến khả năng TTCK Việt Nam được nâng hạng. VNM có thể là cổ phiếu được tăng tỷ trọng nắm giữ bởi các quỹ ngoại nhờ vị thế là doanh nghiệp lớn đầu ngành của nhóm hàng tiêu dùng và thanh khoản cao. Hệ số PE của VNM có thể được đánh giá lại cao hơn mức 14-15x khoảng 10-15%, tương đương mức PE mới 16,0-17,0x, phù hợp với các công ty sữa ở những thị trường tương đương. **Điều này giúp tăng định giá VNM được mô tả chi tiết trong [Báo cáo Công ty: VNM – Thuyền to nỗ lực vượt sóng lớn](#).**

Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn (phản ánh tiềm năng nội tại của VNM) và PE trong ngắn hạn (14,5x ngang VNIndex) với tỷ trọng 50:50, **giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của VNM ở mức 65.100 đồng/cổ phiếu.**

Bảng 3: Tóm tắt định giá VNM

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VNM (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF (5 năm, WACC: 9,8%, Exit EVEBITDA 10,5x)	50%	62.023
PE (EPS 2025F, PE 16,5x)	50%	68.195
Tổng VNM	100%	65.100
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		3.800
P/E mục tiêu 2025F		15,8

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Bảng độ nhạy giá trị VCSH VNM theo EVEBITDA trong phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) (đồng/cổ phiếu)

WACC	Exit EVEBITDA							
		7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	12,5	13,5
	6,8%	57.237	61.112	64.987	68.863	72.738	76.613	80.488
	7,8%	55.366	59.065	62.763	66.462	70.161	73.860	77.558
	8,8%	53.589	57.121	60.653	64.185	67.717	71.248	74.780
	9,8%	51.901	55.275	58.649	62.023	65.397	68.771	72.144
	10,8%	50.297	53.521	56.745	59.970	63.194	66.418	69.642
	11,8%	48.771	51.853	54.936	58.018	61.101	64.184	67.266
	12,8%	47.318	50.267	53.215	56.163	59.112	62.060	65.008

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Bảng độ nhạy giá trị VCSH VNM theo phương pháp PE (đồng/cổ phiếu)

EPS (đồng)	P/E									
		12,5	13,5	14,5	15,5	16,5	17,5	18,5	19,5	20,5
	2025F	4.133	51.663	55.796	59.929	64.062	68.195	72.328	76.461	80.594
	2026F	4.226	52.824	57.050	61.276	65.502	69.728	73.954	78.180	82.405

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Phụ lục

Bảng 6: Kết quả kinh doanh Q1-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1-2025	Q4-2024	+/-QoQ	Q1-2024	+/-YoY	%Kế hoạch 2025	%Dự phóng 2025 của VDS
Doanh thu thuần	12.935	15.477	-16,4%	14.112	-8,3%	19,7%	21,2%
Vinamilk & Mocchau nội địa	9.396	12.119	-22,5%	10.806	-13,1%		19,2%
Công ty con nội địa khác	614	723	-15,0%	691	-11,1%		19,4%
Xuất khẩu	1.620	1.253	29,3%	1.297	24,9%		25,5%
Chi nhánh nước ngoài	1.304	1.382	-5,6%	1.319	-1,1%		22,7%
Lợi nhuận gộp	5.210	6.210	-16,1%	5.912	-11,9%		21,3%
CPBH&QLDN	-3.601	-3.906	-7,8%	-3.491	3,1%		23,8%
LN trước thuế và lãi vay	1.610	2.304	-30,1%	2.420	-33,5%		17,2%
Lợi nhuận từ CTLKLD (chủ yếu TCB)	16	23	-30,8%	10	56,8%		50,6%
Lợi nhuận tài chính ròng	325	255	27,5%	285	13,9%		24,2%
Lợi nhuận khác	1	61	-98,8%	-10	-107,6%		13,0%
Lợi nhuận trước thuế	1.951	2.643	-26,2%	2.706	-27,9%		18,3%
Thuế TNDN	-364	-497	-26,7%	-499	-27,0%		-18,4%
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	19	23	-18,8%	12	52,6%		31,0%
LNST Cty Mẹ	1.568	2.124	-26,1%	2.195	-28,5%	16,2%	18,2%

Nguồn: VNM, CTCK Rông Việt

Bảng 7: Phân tích HĐKD Q1-2025 của VNM

Chỉ tiêu	Q1-2025	Q4-2024	+/-QoQ	Q1-2024	+/-YoY
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	40,3%	40,1%	+16bps	41,9%	-161bps
EBITDA/Doanh thu	16,4%	18,1%	-173bps	20,7%	-432bps
EBIT/Doanh thu	12,4%	14,9%	-244bps	17,2%	-470bps
TS lợi nhuận ròng	12,1%	13,7%	-159bps	15,6%	-342bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
- Số ngày tồn kho	81	55		74	
- Số ngày phải thu	32	31		32	
- Số ngày phải trả	47	39		43	
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	46%	52%		44%	

Nguồn: CTCK Rông Việt

BLOOMBERG VDSC <GO> 8

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng Manager

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng

Đỗ Thạch Lam Manager

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Lê Tự Quốc Hưng Manager

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thị Hà My Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân Analyst

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Cao Ngọc Quân Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiền Analyst

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng Analyst

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn Analyst

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương Analyst

duong.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao Analyst

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang Analyst

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương Analyst

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính Analyst

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh Analyst

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo Assistant

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn 📠 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2025.**