

## CTCP SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)

### Dẫn ổn định trở lại với “chiếc áo GT mới”

| Chỉ tiêu (tỷ đồng)      | Q2FY25 | Q1-FY25 | +/- qoq | Q2-FY24 | +/- yoy |
|-------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần         | 16.725 | 12.935  | 29,3%   | 16.656  | 0,4%    |
| Lợi nhuận sau thuế      | 2.475  | 1.568   | 57,8%   | 2.670   | -7,3%   |
| LNTT & lãi vay          | 2.848  | 1.610   | 76,9%   | 3.037   | -6,2%   |
| LNTT & lãi vay/DT thuần | 17,0%  | 12,4%   | +458bps | 18,2%   | -120bps |

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

### Q2-FY25: KQKD hồi phục mạnh QoQ nhờ ổn định trở lại cấu trúc kênh GT

- KQKD VNM Q2-2025 hồi phục mạnh QoQ với doanh thu thuần 16.725 tỷ đồng (+29,3% QoQ, đi ngang YoY), LNST-Cty Mẹ đạt 12.475 tỷ đồng (+57,8% QoQ, -7,3% YoY) nhờ hệ thống GT ổn định trở lại sau quý 1 bất ổn tạm thời để tái cấu trúc đi kèm “điểm rơi tốt ngành sữa Q2-3” quay trở lại. Tuy nhiên, biên LN ròng vẫn ở mức thấp (14,8%, -124bps YoY) do đà tăng của cả giá bột sữa nguyên liệu (lên đỉnh 2 năm) & khoản chi chiết khấu bán hàng.

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

- Q3-2025, KQKD nội địa tiếp tục ổn định trở lại sau khi hoạt động tái cấu trúc kênh GT hoàn tất đi kèm nền thấp cùng kỳ (ảnh hưởng bão Yagi 2024). Cấu trúc chi phí không nhiều thay đổi so với Q2 do VNM đã chốt giá NVL và không tăng giá bán đầu ra tới cuối năm. Doanh thu thuần và LNST Cty Mẹ dự phóng quý này lần lượt đạt 15.985 tỷ đồng (+2,9% YoY), 2.435 tỷ đồng (+1,3% YoY).
- Trong năm 2025, các HĐ xuất khẩu/chi nhánh nước ngoài vẫn giữ mức tốt 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 dẫn 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 60.579 tỷ đồng (-1,9% YoY). LNST/EPS đạt 8.840 tỷ đồng (-6,2% YoY) và 4.133 đồng.

### Quan điểm và khuyến nghị

Chúng tôi nhận thấy VNM sử dụng chiến lược “phòng thủ” trong nước và “tấn công” nước ngoài. “Phòng thủ” thể hiện qua việc tăng chiết khấu bán hàng, lương nhân viên, tái cấu trúc kênh GT nhiều điểm chạm hơn nhằm duy trì thị phần mức cao thay vì mở rộng mạnh. “Tấn công” thể hiện qua đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường đang phát triển như Việt Nam, với sản phẩm sữa đặc, sữa bột đi trước và sữa nước, sữa chua theo sau, hiện đang phát huy hiệu quả, nhưng chưa đủ bù đắp sự “âm ỉm trong nước” để kéo VNM vào pha tăng trưởng trở lại.

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 **64.700 đồng/cổ phiếu**, tương ứng PE fwd 2025 15,8x. Đi kèm cổ tức tiền mặt 3.800 đồng/cổ phiếu, dựa trên giá đóng cửa ngày 16/09/2025, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho VNM.

## TÍCH LŨY

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| Giá thị trường (đồng) | 64.700 |
| Giá mục tiêu (đồng)   | 65.100 |

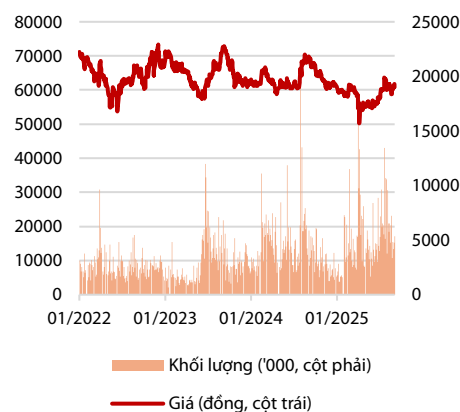
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 3.800

### Thông tin cổ phiếu

|                                   |                     |
|-----------------------------------|---------------------|
| Ngành                             | Thực phẩm & đồ uống |
| Vốn hóa (tỷ đồng)                 | 127.278             |
| 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 | 4.101    |
| Tăng trưởng EPS (%) | 5,8   | -2,2     |
| P/E                 | 13,6  | 14,9     |
| P/B                 | 3,5   | 4,0      |
| EV/EBITDA           | 9,7   | 12,0     |
| ROE (%)             | 26,0  | 26,5     |

### 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 (%)             | 51,3 |

### Nguyễn Bảo Hưng

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

[hung.nb@vdsc.com.vn](mailto:hung.nb@vdsc.com.vn)

**KQKD Q2-2025 hồi phục mạnh QoQ sau khi ổn định cấu trúc kênh GT (kênh truyền thống bán qua chợ, đại lý, tạp hóa nhỏ lẻ)**

**Doanh thu thuần đạt 16.725 tỷ đồng (+29,3% QoQ, đi ngang YoY), dưới kỳ vọng chuyên viên 5%** do mảng nội địa không cao như dự kiến. Cụ thể:

- **Doanh thu nội địa đạt 13.614 tỷ đồng (+36,0% QoQ, đi ngang YoY), dưới kỳ vọng chuyên viên 5%.**

KQKD nội địa đã dần ổn định trở lại sau khi hoạt động tái cấu trúc kênh GT hoàn tất. Ở quý trước, chúng tôi đề cập việc VNM chủ động tích trữ hàng tồn kho từ cuối Q1-2025 cho giai đoạn hậu tái cấu trúc (Q2-2025) (\*). Do đó, KQKD khả quan trong nước ở quý này cũng đến từ yếu tố chủ quan của VNM hơn là mở rộng thị phần khi mức tăng trưởng YoY của doanh thu nội địa VNM thấp hơn so với tăng trưởng giá trị ngành hàng tiêu dùng nhanh tại Việt Nam (2,0%). (\*) Số ngày tồn kho Q2 giảm về mức bình thường 60-65 ngày từ mức cao bất thường 81 ngày ở Q1.

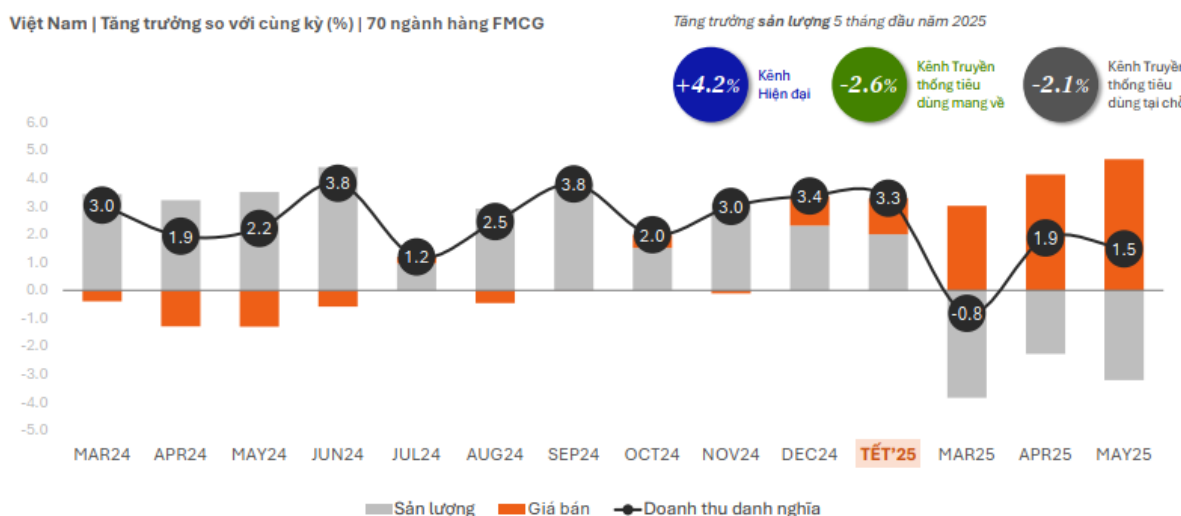
- **Doanh thu nước ngoài đạt 3.111 tỷ đồng (+6,4% QoQ, -0,4% YoY), phù hợp kỳ vọng chuyên viên,** chủ yếu nhờ tăng trưởng xuất khẩu tốt (+8,5% YoY) tại thị trường chủ lực – Trung Đông với dòng sữa bột, sữa đặc, và khai phá được một vài thị trường cao cấp mới (tăng trưởng 2 chữ số YoY). Hai chi nhánh Driftwood và AngkorMilk tăng trưởng doanh thu giảm tương đối do mức nền cao năm ngoái (-11,6% YoY).

**Bảng 1: KQKD Q2-2025 của VNM về doanh thu thuần**

| Đơn vị: Tỷ đồng             | Q2-2025       | Q1-2025       | +/- QoQ      | Q2-2024       | +/- YoY       | 6T-2025       | +/-YoY       |
|-----------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>      | <b>16.725</b> | <b>12.935</b> | <b>29,3%</b> | <b>16.656</b> | <b>0,4%</b>   | <b>29.659</b> | <b>-3,6%</b> |
| Nội địa                     | 13.614        | 10.010        | 36,0%        | 13.532        | 0,6%          | 23.624        | -5,6%        |
| Nước ngoài                  | 3.111         | 2.924         | 6,4%         | 3.124         | -0,4%         | 6.035         | 5,1%         |
| <i>Xuất khẩu</i>            | <i>1.887</i>  | <i>1.620</i>  | <i>16,5%</i> | <i>1.740</i>  | <i>8,5%</i>   | <i>3.507</i>  | <i>15,5%</i> |
| <i>Chi nhánh nước ngoài</i> | <i>1.223</i>  | <i>1.304</i>  | <i>-6,2%</i> | <i>1.384</i>  | <i>-11,6%</i> | <i>2.528</i>  | <i>-6,5%</i> |

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 1: Tăng trưởng YoY thị trường hàng tiêu dùng nhanh (bao gồm sữa) trong Q2-2025 (%), chủ yếu nhờ giá bán**



Nguồn: AC Nielsen, CTCK Rồng Việt

**LN gộp đạt 7.022 tỷ đồng (+34,8% QoQ, -0,6% YoY), tương đương biên LN gộp đạt 42,0% (+170bps QoQ, -45bps YoY),** nhìn chung đã có sự phục hồi QoQ tốt nhờ mở rộng quy mô doanh số bán hàng (tối ưu CPSX trên 1 sản phẩm hơn). Tuy nhiên, 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 25% (-288bps QoQ, +76bps YoY).** Mức giảm QoQ đến từ hiệu quả doanh thu tốt hơn, tuy nhiên, mức tăng YoY cho thấy VNM phải tăng cường chiết khấu hỗ trợ cho các nhà phân phối ở giai đoạn đầu làm lại thị trường nội địa đi kèm giai đoạn ra mắt nhiều sản phẩm mới (Chi phí khuyến mãi, trưng bày, quảng cáo tăng 4,5% YoY, tỷ trọng với doanh thu đạt 17,7%, +69bps YoY) và tăng lương nhân viên (+8,8% YoY) tương tự Q1. (\*)

(\*) “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 HĐQT Q1-2025.

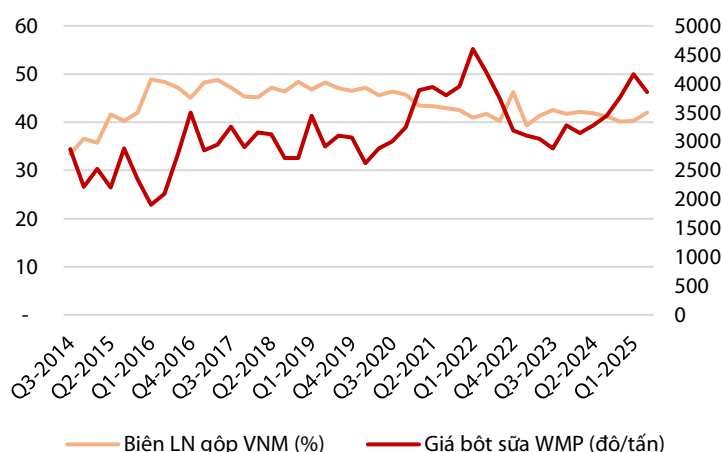
**Tổng hợp lại, LNST Cty Mẹ đạt 2.475 tỷ đồng (+57,8% QoQ, -7,3% YoY), thấp hơn 9% kỳ vọng chuyên viên,** tương đương biên LN ròng 14,8% (+267bps QoQ, -124bps YoY), chủ yếu do doanh thu nội địa không cao như dự báo trên như trình bày trên.

**Bảng 2: KQKD Q2-2025 của VNM về lợi nhuận và cấu trúc chi phí**

| Đơn vị: Tỷ đồng               | Q2-2025       | Q1-2025       | +/- QoQ      | Q2-2024       | +/- YoY      | 6T-2025       | +/-YoY       |
|-------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| <b>Lợi nhuận gộp</b>          | <b>7.022</b>  | <b>5.210</b>  | <b>34,8%</b> | <b>7.068</b>  | <b>-0,6%</b> | <b>12.232</b> | <b>-5,8%</b> |
| <b>CPBH&amp;QLDN</b>          | <b>-4.175</b> | <b>-3.600</b> | <b>16,0%</b> | <b>-4.031</b> | <b>3,6%</b>  | <b>-7.774</b> | <b>3,4%</b>  |
| Chi phí lương                 | -417          | -421          | -0,8%        | -383          | 8,8%         | -838          | 10,3%        |
| Chi phí chiết khấu, quảng cáo | -2.960        | -2.519        | 17,5%        | -2.832        | 4,5%         | -5.479        | 4,2%         |
| Khác                          | -798          | -660          | 20,8%        | -815          | -2,1%        | -1.458        | -3,0%        |
| Lợi nhuận từ CTLKLD           | 4             | 16            |              | 3             |              | 20            |              |
| Lợi nhuận tài chính ròng      | 267           | 325           |              | 286           |              | 591           |              |
| Lợi nhuận khác                | -23           | 1             |              | -17           |              | -22           |              |
| <b>LNST Cty Mẹ</b>            | <b>2.475</b>  | <b>1.568</b>  | <b>57,8%</b> | <b>2.670</b>  | <b>-7,3%</b> | <b>12.232</b> | <b>-5,8%</b> |
| Biên LN gộp (%)               | 42,0%         | 40,3%         | +170bps      | 42,4%         | -45bps       |               |              |
| CPBH&QLDN/D.thu thuần (%)     | 25,0%         | 27,8%         | -288bps      | 24,2%         | +76bps       |               |              |
| Biên LN ròng (%)              | 14,8%         | 12,1%         | +267bps      | 16,0%         | -124bps      |               |              |

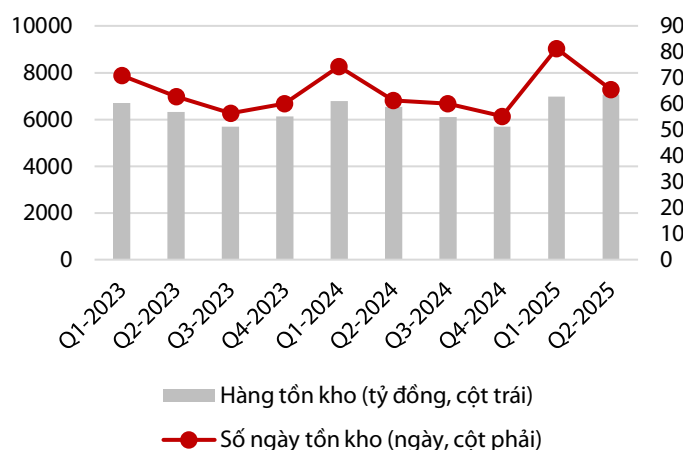
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Tương quan biên lợi nhuận VNM và giá bột sữa**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Tình hình tồn kho VNM (%)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

## Dự phóng Q3-2025: Dẫn ổn định trở lại với “chiếc áo GT mới”

**Bảng 3: Dự phóng KQKD Q3-2025 của VNM**

|                                 | Q3-2025       | +/-YoY      | +/-QoQ       | Giải định                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|---------------------------------|---------------|-------------|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>          | <b>15.985</b> | <b>2,9%</b> | <b>-4,4%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Vinamilk & Mocchau nội địa      | 12.505        | 1,3%        | -4,6%        | Ở quý này, VNM có lợi thế nền thấp cùng kỳ (bị ảnh hưởng từ bão Yagi gián đoạn HĐKD ở thị trường chủ lực miền Bắc), đi kèm hệ thống kênh phân phối GT đã dẫn ổn định (như đã thấy ở Q2), giúp tăng trưởng YoY dương.<br>Tuy nhiên, do nền cao Q2-2025 (đã đề cập) khiến tăng trưởng QoQ âm. Yếu tố thị trường cũng không hỗ trợ cho tăng trưởng QoQ do cả Q2-3 đều là mùa cao điểm hằng năm ngành sữa. |
| Công ty con nội địa khác        | 559           | -4,1%       | 10,2%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Xuất khẩu                       | 1.649         | 20,0%       | -12,6%       | 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 H1-2025.                                                                                                                                                                               |
| Chi nhánh nước ngoài            | 1.271         | 3,0%        | 3,9%         | 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.                                                                    |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>            | <b>6.698</b>  | <b>4,6%</b> | <b>-4,6%</b> | Biên LN gộp dự kiến duy trì ngang mức Q2-2025 (41,8-42,0%) nhờ tối ưu công suất sản xuất hơn giai đoạn thấp đột biến (Q1-2025) đi kèm việc VNM đã chốt giá bột sữa cho toàn năm 2025 ở Q2-2025 và không thực hiện tăng thêm giá bán cho H2-2025, như chia sẻ trong buổi họp HĐQT gần nhất.                                                                                                             |
| <b>CPBH&amp;QLDN</b>            | <b>-3.932</b> | <b>4,6%</b> | <b>-5,8%</b> | VNM phải tăng cường chiết khấu hỗ trợ cho các nhà phân phối ở giai đoạn đầu làm lại thị trường nội địa và phù hợp với xu hướng chung của ngành.                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>LN trước thuế và lãi vay</b> | <b>2.765</b>  | <b>4,6%</b> | <b>-2,9%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Lợi nhuận từ CTLKLD             | 4             | -179,1%     | 6,4%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Lợi nhuận tài chính ròng        | 299           | -10,2%      | 11,9%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Lợi nhuận khác                  | (23)          | -22,2%      | 0,0%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>     | <b>3.045</b>  | <b>3,5%</b> | <b>-1,6%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Thuế TNDN                       | (597)         | 10,8%       | -1,7%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)   | 14            | -3924,6%    | 0,0%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>LNST Cty Mẹ</b>              | <b>2.435</b>  | <b>1,3%</b> | <b>-1,6%</b> | Nhìn chung, tăng trưởng YoY 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                     | 41,9%         | +70bps      | -8bps        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| CPBH&QLDN/D.thu thuần           | 24,6%         | +41bps      | -36bps       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Biên LNNTT và lãi vay           | 17,3%         | +29bps      | +27bps       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Biên LN ròng                    | 15,2%         | -24bps      | +43bps       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

## Định giá

Với bối cảnh kinh doanh VNM và yếu tố nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam (tích cực cho cổ phiếu vốn hóa lớn và còn nhiều dư địa cho NĐT nước ngoài như VNM) không đổi, chúng tôi duy trì giá mục tiêu 65.100 đồng/cổ phiếu dựa trên hai phương pháp DCF trong dài hạn (phản ánh tiềm năng nội tại của VNM) và PE trong ngắn hạn (16,5x) với tỷ trọng 50:50.

**Bảng 4: 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: 10,2%, Exit EVEBITDA 10,5x) | 50%         | 62.004        |
| PE (EPS 2025F, PE 16,5x)                      | 50%         | 69.794        |
| <b>Tổng VNM</b>                               | <b>100%</b> | <b>65.100</b> |
| Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)     |             | <b>3.800</b>  |
| P/E mục tiêu 2025F                            |             | 15,8          |

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Bảng 5: 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   |
|      | 7,2%          | 57.037 | 60.983 | 64.930 | 68.876 | 72.822 | 76.769 | 80.715 |
|      | 8,2%          | 55.162 | 58.930 | 62.697 | 66.464 | 70.232 | 73.999 | 77.766 |
|      | 9,2%          | 53.382 | 56.980 | 60.578 | 64.176 | 67.774 | 71.372 | 74.970 |
|      | 10,2%         | 51.691 | 55.128 | 58.566 | 62.004 | 65.441 | 68.879 | 72.316 |
|      | 11,2%         | 50.083 | 53.369 | 56.655 | 59.940 | 63.226 | 66.512 | 69.798 |
|      | 12,2%         | 48.554 | 51.696 | 54.838 | 57.979 | 61.121 | 64.263 | 67.405 |
|      | 13,2%         | 47.098 | 50.104 | 53.109 | 56.115 | 59.121 | 62.126 | 65.132 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 6: Bảng độ nhạy giá trị VCSH VNM theo phương pháp PE (đồng/cổ phiếu)**

| EPS<br>(đồng) | P/E   |       |        |        |        |        |        |        |        |        |
|---------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|               |       | 12,5  | 13,5   | 14,5   | 15,5   | 16,5   | 17,5   | 18,5   | 19,5   | 20,5   |
|               | 2025F | 4.230 | 52.874 | 57.104 | 61.334 | 65.564 | 69.794 | 74.024 | 78.253 | 82.483 |
|               | 2026F | 4.332 | 54.152 | 58.484 | 62.817 | 67.149 | 71.481 | 75.813 | 80.145 | 84.478 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Chúng tôi lưu ý điểm nhấn liên quan tới tỷ lệ sở hữu hiện tại của Doanh nghiệp**, tính đến ngày 5-09-2025, VNM đang ở ngưỡng cửa trở thành doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài chiếm đa số nếu khối ngoại mua thêm khoảng 26,96 triệu cổ phiếu nâng tỷ lệ sở hữu lên trên 50% theo điều 23, luật đầu tư năm 2020. Điều này kết hợp với bất kỳ khoản thoái vốn lớn của SCIC (từ 36%) cho các tổ chức nước ngoài và khả năng chi phối HĐQT của các nhà đầu tư này có thể tác động tương đối đến bối cảnh kinh doanh của Vinamilk trong dài hạn.

## Phụ lục

Bảng 7: Kết quả kinh doanh Q2-2025

| Đơn vị: Tỷ đồng                 | Q2-2025       | Q1-2025       | +/-QoQ       | Q2-2024       | +/-YoY       | %Kế hoạch 2025 | %Dự phóng 2025 của VDS |
|---------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|----------------|------------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>          | <b>16.725</b> | <b>12.935</b> | <b>29,3%</b> | <b>16.656</b> | <b>0,4%</b>  | <b>25,5%</b>   | <b>27,6%</b>           |
| Vinamilk & Mocchau nội địa      | 13.107        | 9.396         | 39,5%        | 12.659        | 3,5%         |                | 28,1%                  |
| Công ty con nội địa khác        | 507           | 614           | -17,5%       | 873           | -41,9%       |                | 22,7%                  |
| Xuất khẩu                       | 1.887         | 1.620         | 16,5%        | 1.740         | 8,5%         |                | 28,6%                  |
| Chi nhánh nước ngoài            | 1.223         | 1.304         | -6,2%        | 1.384         | -11,6%       |                | 24,1%                  |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>            | <b>7.022</b>  | <b>5.210</b>  | <b>34,8%</b> | <b>7.068</b>  | <b>-0,6%</b> |                |                        |
| <b>CPBH&amp;QLDN</b>            | <b>-4.174</b> | <b>-3.601</b> | <b>15,9%</b> | <b>-4.031</b> | <b>3,5%</b>  |                |                        |
| <b>LN trước thuế và lãi vay</b> | <b>2.848</b>  | <b>1.610</b>  | <b>76,9%</b> | <b>3.037</b>  | <b>-6,2%</b> |                |                        |
| Lợi nhuận từ CTLKLD             | 4             | 16            | -76,8%       | 3             | 12,6%        |                |                        |
| Lợi nhuận tài chính ròng        | 267           | 325           | -17,8%       | 286           | -6,6%        |                |                        |
| Lợi nhuận khác                  | -23           | 1             | -3144,0%     | -17           | 31,4%        |                |                        |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>     | <b>3.096</b>  | <b>1.951</b>  | <b>58,7%</b> | <b>3.309</b>  | <b>-6,4%</b> |                |                        |
| Thuế TNDN                       | -608          | -364          | 66,9%        | -613          | -0,8%        |                |                        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)   | 14            | 19            | -25,5%       | 25            | -45,1%       |                |                        |
| <b>LNST Cty Mẹ</b>              | <b>2.475</b>  | <b>1.568</b>  | <b>57,8%</b> | <b>2.670</b>  | <b>-7,3%</b> | <b>25,6%</b>   | <b>28,1%</b>           |

Nguồn: VNM, CTCK Rông Việt

Bảng 8: Phân tích HĐKD Q2-2025 của VNM

| Chỉ tiêu                      | Q2-2025 | Q1-2025 | +/-QoQ  | Q2-2024 | +/-YoY  |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Chỉ tiêu sinh lợi</b>      |         |         |         |         |         |
| TS lợi nhuận gộp              | 42,0%   | 40,3%   | +170bps | 42,4%   | -45bps  |
| EBIT/Doanh thu                | 17,0%   | 12,4%   | +458bps | 18,2%   | -120bps |
| TS lợi nhuận ròng             | 14,8%   | 12,1%   | +267bps | 16,0%   | -124bps |
| <b>Hiệu quả hoạt động (x)</b> |         |         |         |         |         |
| - Số ngày tồn kho             | 65      | 81      |         | 61      |         |
| - Số ngày phải thu            | 24      | 29      |         | 28      |         |
| - Số ngày phải trả            | 44      | 47      |         | 36      |         |
| <b>Đòn bẩy (%)</b>            |         |         |         |         |         |
| Tổng nợ/Tổng Vốn CSH          | 55%     | 46%     |         | 41%     |         |

Nguồn: CTCK Rông Việt

| Tỷ đồng                  |        |        |        |        |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|
| KQ HKKD                  | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  |
| Doanh thu thuần          | 60.369 | 61.783 | 60.579 | 63.392 |
| Giá vốn                  | 35.824 | 36.192 | 35.421 | 37.197 |
| Lãi gộp                  | 24.545 | 25.590 | 25.158 | 26.195 |
| Chi phí bán hàng & QLDN  | 14.774 | 15.186 | 15.470 | 16.240 |
| Thu nhập từ HĐTC         | 1.716  | 1.586  | 1.607  | 1.681  |
| Chi phí tài chính        | 503    | 428    | 374    | 363    |
| Lợi nhuận khác           | 64     | 6      | 6      | 6      |
| Lợi nhuận trước thuế     | 10.968 | 11.600 | 10.918 | 11.180 |
| Thuế TNDN                | 1.949  | 2.147  | 2.017  | 2.066  |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 146    | 61     | 61     | 61     |
| Lợi nhuận sau thuế       | 8.874  | 9.392  | 8.840  | 9.054  |
| LNTT & lãi vay           | 9.622  | 10.256 | 9.539  | 9.806  |

| %                         |       |       |       |       |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH          | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
| Tăng trưởng (%)           |       |       |       |       |
| Doanh thu                 | 0,7   | 2,3   | -1,9  | 4,6   |
| LNTT và lãi vay           | 3,4   | 6,6   | -7,0  | 2,8   |
| Lợi nhuận sau thuế        | 4,2   | 5,8   | -6,2  | 2,4   |
| Tổng tài sản              | 8,6   | 4,5   | -2,2  | 1,0   |
| Vốn chủ sở hữu            | 6,7   | 3,3   | -0,2  | 2,2   |
| Khả năng sinh lợi (%)     |       |       |       |       |
| LN gộp/Doanh thu          | 40,7  | 41,4  | 41,5  | 41,3  |
| LNTT và lãi vay/DoanhThu  | 15,9  | 16,6  | 15,7  | 15,5  |
| LNST/Doanh thu            | 14,7  | 15,2  | 14,5  | 14,2  |
| ROA                       | 16,8  | 17,1  | 16,4  | 16,6  |
| ROE                       | 25,3  | 26,0  | 24,4  | 24,5  |
| Hiệu quả hoạt động (ngày) |       |       |       |       |
| Số ngày phải thu          | 39    | 37    | 38    | 39    |
| Số ngày tồn kho           | 62    | 57    | 60    | 60    |
| Số ngày phải trả          | 39    | 39    | 39    | 39    |
| Khả năng thanh toán (lần) |       |       |       |       |
| Hiện hành                 | 2,1   | 2,0   | 2,2   | 2,3   |
| Nhanh                     | 1,7   | 1,7   | 1,8   | 1,9   |
| Cấu trúc tài chính (%)    |       |       |       |       |
| Tổng Nợ / VCSH            | 50,4  | 52,2  | 49,1  | 47,3  |
| Vay ngắn hạn/VCSH         | 23,5  | 25,2  | 25,1  | 23,3  |
| Tổng vay/VCSH             | 24,1  | 25,6  | 25,5  | 23,7  |

| Tỷ đồng                  |        |        |        |        |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|
| BẢNG CĐKT                | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  |
| Tiền                     | 2.912  | 2.226  | 2.183  | 2.284  |
| Đầu tư ngắn hạn          | 20.137 | 23.260 | 22.807 | 23.866 |
| Khoản phải thu           | 6.530  | 6.234  | 6.318  | 6.743  |
| Hàng tồn kho             | 6.128  | 5.687  | 5.823  | 6.115  |
| Tài sản ngắn hạn khác    | 229    | 147    | 315    | 330    |
| Tài sản cố định hữu hình | 12.681 | 13.114 | 12.768 | 11.366 |
| Tài sản cố định vô hình  | 1.001  | 1.030  | 964    | 914    |
| Đầu tư dài hạn           | 831    | 1.373  | 850    | 850    |
| Tài sản dài hạn khác     | 2.224  | 1.978  | 1.817  | 1.902  |
| Tổng tài sản             | 52.673 | 55.049 | 53.845 | 54.369 |
| Khoản phải trả           | 3.806  | 3.874  | 3.792  | 3.982  |
| Vay và nợ ngắn hạn       | 8.218  | 9.115  | 7.951  | 7.497  |
| Vay và nợ dài hạn        | 238    | 158    | 158    | 158    |
| Vay và nợ khác           | 4.543  | 4.790  | 3.790  | 3.790  |
| Quỹ khen thưởng phúc lợi | 572    | 680    | 680    | 680    |
| Quỹ khoa học công nghệ   | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Tổng nợ                  | 17.648 | 18.875 | 16.628 | 16.363 |
| Vốn đầu tư của CSH       | 20.900 | 20.900 | 20.900 | 20.900 |
| Cổ phiếu quỹ             | 499    | 499    | 499    | 499    |
| Lợi nhuận giữ lại        | 3.926  | 3.471  | 11.183 | 11.911 |
| Thu nhập khác            | 707    | 829    | 1.099  | 1.099  |
| Quỹ đầu tư và phát triển | 6.164  | 7.079  | 79     | 79     |
| Tổng vốn                 | 35.026 | 36.174 | 37.216 | 38.006 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 3.329  | 3.896  | 3.956  | 4.017  |

| CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ    | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (đồng)         | 4.246  | 4.494  | 4.332  | 4.407  |
| P/E (x)            | 14,6   | 13,6   | 15,7   | 15,4   |
| BV (đồng)          | 16.759 | 17.309 | 17.807 | 18.185 |
| P/B (x)            | 3,7    | 3,5    | 3,7    | 3,6    |
| DPS (đồng/cp)      | 2.950  | 3.850  | 3.800  | 3.886  |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 3,9    | 5,6    | 6,0    | 7,1    |

| MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ    | Giá    | Tỷ trọng | Bình quân |
|---------------------|--------|----------|-----------|
| DCF                 | 62.000 | 50%      | 31.000    |
| PE                  | 69.800 | 50%      | 34.100    |
| Giá mục tiêu (đồng) |        | 100%     | 65.100    |

| LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ | GIÁ    | KHUYẾN NGHỊ | THỜI HẠN |
|------------------|--------|-------------|----------|
| 09/2025          | 65.100 | TÍCH LŨY    | 1 năm    |

## 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.tt@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.**