

Vinamilk (VNM)

Kết quả kinh doanh dần cải thiện

Vào 6/8, chúng tôi đã tham dự buổi họp nhà đầu tư của VNM để nghe trình bày về kết quả kinh doanh 2Q25. Dưới đây là một số cập nhật đáng chú ý.

Doanh thu đi ngang trong 2Q25

- Trong 2Q25, VNM ghi nhận doanh thu thuần đạt 16.7 nghìn tỷ đồng (+0.4% svck). Nhìn chung, chúng tôi cho rằng đây là một kết quả tích cực, đặc biệt khi so với mức cơ sở cao của 2Q24 (+9.6% n/n). Cụ thể:
 - o **Nội địa:** Doanh thu đạt 13.6 nghìn tỷ đồng (+0.7% n/n). Trong 6T25, VNM đã tung ra và tái ra mắt hơn 70 sản phẩm (thuộc chiến lược tái định vị thương hiệu bắt đầu từ 3Q23), đặc biệt là các sản phẩm ở phân khúc cao cấp trong bối cảnh các đối thủ gia tăng cạnh tranh về giá. Ngoài ra, VNM cho biết việc các cơ quan nhà nước tăng cường thanh tra thuế và hóa đơn điện tử sẽ có tác động trong ngắn hạn, nhưng các cửa hàng bán lẻ nhỏ có thể sẽ phải thích nghi, từ đó giảm thiểu tác động đến doanh thu.
 - o **Nước ngoài:** Doanh thu hợp nhất (xuất khẩu từ Việt Nam và công ty con ở nước ngoài) đạt 3.1 nghìn tỷ đồng, -0.1% n/n. Trong đó, doanh thu xuất khẩu tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực, +9.0% n/n, nhờ nhu cầu ổn định từ Trung Đông. Ngược lại, doanh thu từ công ty con giảm (-11.5% n/n) do mức cơ sở cao trong 2Q24. VNM chia sẻ rằng Angkormilk vẫn đang đối mặt với nhiều khó khăn nhưng công ty sẽ cố gắng gia tăng nguồn cung sang Thái Lan (khi Thái Lan phải tìm nguồn cung mới do chuỗi cung ứng bị gián đoạn bởi cuộc chiến Thái Lan - Campuchia).

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
Doanh thu (tỷ đồng)	59,723	61,012	60,075	60,479	61,783
Tăng trưởng (% n/n)	5.9	2.2	-1.5	0.7	2.3
LN hoạt động (tỷ đồng)	13,539	12,728	10,491	10,904	11,594
LN ròng (tỷ đồng)	11,236	10,633	8,578	9,019	9,453
EPS (đồng)	5,311	5,040	4,075	4,246	4,494.02
Tăng trưởng (% n/n)	-3.0	-5.1	-19.1	4.2	5.8
EBITDA (tỷ đồng)	14,493	13,903	11,872	11,847	12,499
PE (x)	15.70	15.99	16.42	14.65	13.53
EV/EBITDA (x)	12.4	12.8	12.3	11.74	11.04
PB (x)	5.6	5.1	4.7	4.1	3.94
ROE (%)	37.8	33.0	27.1	28.84	29.4
Doanh thu (tỷ đồng)	4.9	4.8	5.8	6.2	6.6

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Khuyến nghị **Nắm giữ**

Giá mục tiêu

Lợi nhuận

Thông kê

VNIndex (08/08, điểm)	1,585
Giá cp (08/08, đồng)	60,800
Vốn hóa (tỷ đồng)	128,741
SLCP lưu hành (triệu)	2,090
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	70,385/50,223
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	278
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	35.3/49.0

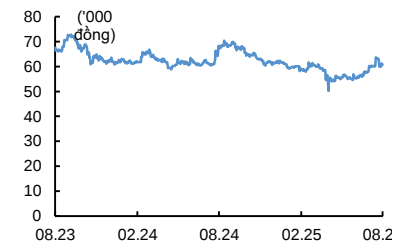
Cổ đông lớn (%)

SCIC	36.0
F&N Dairy Investment	17.7
Platinum Victory	10.6

Biến động giá cổ phiếu

	1M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	3.1	5.8	(9.2)
Tương đối với VNI (%p)	(9.0)	(21.7)	(42.4)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng Phân Tích

Researchdept@kisvn.vn

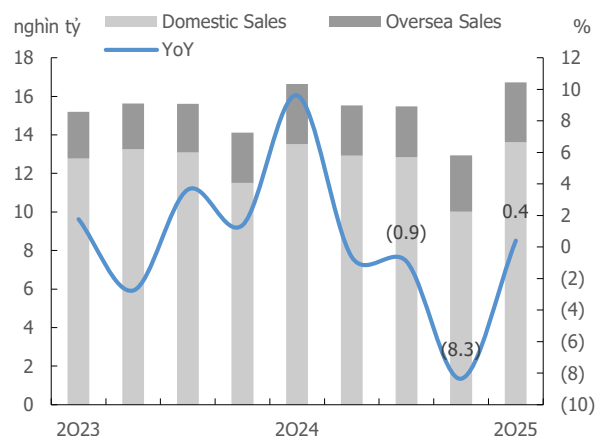
LNST giảm nhưng cho thấy sự cải thiện

- Trong 2Q25, biên lợi nhuận gộp (đạt 42.0%) giảm 0.4 đpt n/n (do giá sữa bột nhập khẩu tăng) nhưng đã cải thiện 1.7 đpt q/q (do doanh thu 2Q25 cao hơn trong mùa cao điểm và tỷ trọng sản phẩm cao cấp cũng tăng lên như đã đề cập).
- Ngoài ra, VNM cho biết việc giá đường tăng gần đây (chiếm khoảng ~10% chi phí nguyên liệu) không ảnh hưởng nhiều đến VNM vì giá đường trong nước đã được bảo hộ và xu hướng tiêu thụ các sản phẩm ít đường trên thị trường quốc tế cũng đang tăng lên.
- Mặc dù LNST vẫn giảm 7.6% n/n (xuống còn 2.5 nghìn tỷ đồng), nhưng đã cải thiện đáng kể so với quý trước (-28.1% n/n), chủ yếu do giá sữa bột nhập khẩu cao hơn so với năm ngoái.

KQKD trong 2H25 dự kiến sẽ cải thiện hơn 1H25

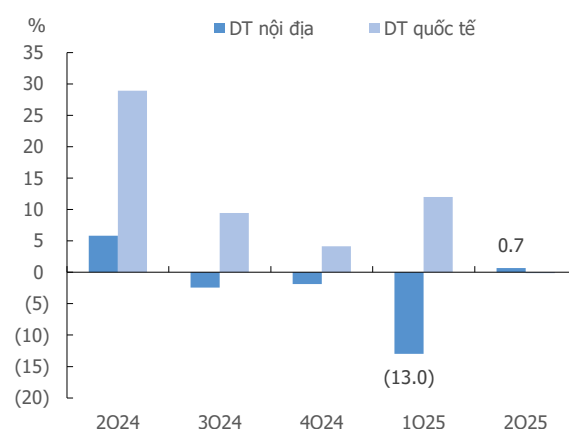
- Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh 2H25 của VNM sẽ tốt hơn 1H25. Cụ thể:
 - o Doanh thu sẽ tăng trưởng ở mức một con số thấp nhờ nhu cầu tiêu dùng được cải thiện. VNM cũng cho biết họ đã ghi nhận tăng trưởng doanh thu tích cực trong tháng 7 và sẽ tiếp tục ra mắt các sản phẩm mới trong 2H25. Trong năm nay, VNM sẽ mở 600-800 cửa hàng mới; và con số này có thể sẽ cao hơn trong các năm sau.
 - o Lợi nhuận ròng sẽ quay trở lại tăng trưởng dương, được thúc đẩy bởi biên lợi nhuận gộp cao hơn nhờ (1) giá sữa bột nhập khẩu thấp hơn và (2) tỷ trọng sản phẩm cao cấp tăng lên.

Hình 1. Doanh thu của VNM đã cải thiện so với các quý trước nhờ vào sự phục hồi của doanh số nội địa...



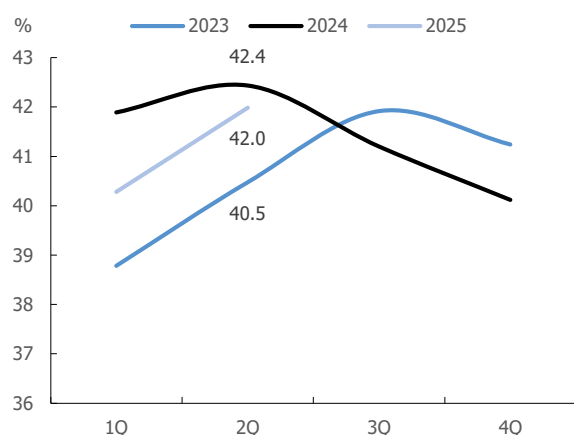
Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Hình 2. ... và chúng tôi kì vọng doanh số tiếp tục tăng trưởng nhẹ trong nửa cuối năm 2025.



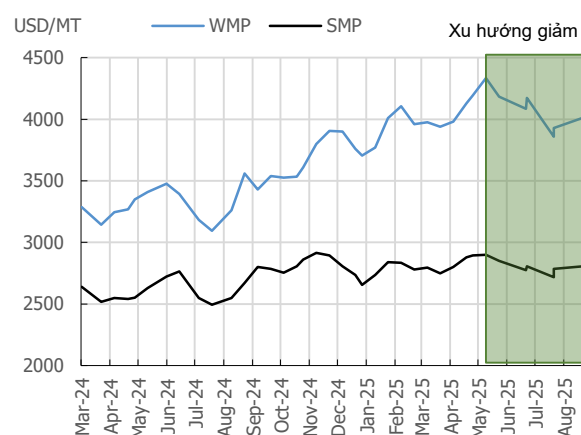
Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Hình 3. Chúng tôi kì vọng biên lợi nhuận gộp của VNM sẽ tốt hơn so với các năm trước...



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Hình 4. ... nhờ giá sữa bột nguyên liệu nhập khẩu (SMP và WMP) hạ nhiệt.



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 8/08/2025.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 8/08/2025.

Prepared by: Phòng Phân Tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2025 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp.