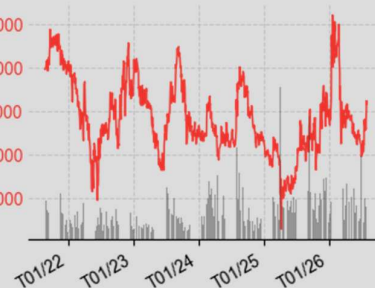


CTCP SỮA VIỆT NAM (HOSE: VNM)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	TÀI CHÍNH	FY2023	FY2024	FY2025	DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU
Ngành	Thực phẩm và đồ uống	Doanh thu (tỷ đồng)	60,369	61,783	63,646
Mã cổ phiếu	VNM	Tăng trưởng (%yoy)	0.7	2.3	3.0
Vốn hóa (tỷ đồng)	127,905	Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	24,545	25,590	26,209
SLCPDLH (triệu cp)	2,090	Biên LN gộp (%)	40.7	41.4	41.2
KLGDTB 20 phiên ('000 cp)	4,379	LNST (tỷ đồng)	9,019	9,453	9,414
Free Float (%)	40.0	ROE (%)	28.8	29.4	29.9
Giá cao nhất 52W	73,104	ROA (%)	17.5	17.4	17.4
Giá thấp nhất 52W	53,255	Tổng tài sản (tỷ đồng)	52,673	55,049	53,312
Giá hiện tại (đồng)	60,800	VCSH (tỷ đồng)	35,026	36,174	34,483



[VDSCResearch] – VNM – KQKD Q2-2026

Ngày 30/07/2026, VNM công bố KQKD Q2-2026, cụ thể:

Doanh thu thuần đạt 18.847 tỷ đồng (+16,7% svqt, +12,7% svck) cao hơn 6% kỳ vọng chuyên viên nhờ mảng xuất khẩu hoạt động hiệu quả hơn dự phóng, trong đó:

- Mảng nội địa**, đạt 14.516 tỷ đồng (+20,2% svqt, +6,6% svck) phù hợp kỳ vọng chuyên viên & có khả năng vượt trung bình ngành sữa ở quý này theo quan điểm chúng tôi (cập nhật sau). Ở quý này, chúng tôi tiếp tục cho rằng VNM có cải thiện tăng trưởng svck ở thị trường nội địa nhờ mở rộng thị phần nhờ làm mới hệ thống cửa hàng tự doanh, đẩy mạnh kênh MT/TMĐT (đang là xu hướng) đi kèm làm mới danh mục sản phẩm (về bộ nhận diện và ra mắt các dòng sữa cao cấp mới như Vinamilk Greenfarm/ Optimum A2 Pro+, Mộc Châu Creamery) ở cả VNM và MCM. Trong khi kênh GT (sau tái cấu trúc) duy trì doanh số ổn định tương tự cùng kỳ. Hiệu ứng tăng giá bán (tăng 3-4% ở Q1-2026) tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng doanh thu quý này tương tự Q1-2026. Lưu ý, mùa vụ tiêu thụ sữa cao Q2-3 trở lại, hỗ trợ tăng trưởng QoQ tốt.
- Mảng xuất khẩu**, đạt 2.664 tỷ đồng (+14,5% svqt, +41,2% svck), vượt kỳ vọng chuyên viên 18%. Sau khi linh hoạt chuyển đổi đường vận chuyển vào khu vực chủ lực Trung Đông (chiếm 70-80% tỷ trọng doanh thu thuần) giữa eo biển Hormuz & Jordan, VNM giữ tăng trưởng tích cực cho khu vực này, đặc biệt nhu cầu tích trữ sản phẩm thiết yếu như sữa vẫn cao khi chiến sự vẫn leo thang, theo quan điểm chúng tôi. Trong khi nhiều thị trường khác như Campuchia, Philippines, Hàn Quốc, Nhật Bản, Canada và Hoa Kỳ ghi nhận tăng trưởng tốt, góp phần đa dạng hóa cơ cấu doanh thu xuất khẩu của Công ty.
- Mảng Công ty nước ngoài**, đạt 1.667 tỷ đồng (-4,3% svqt, +36,3% svck), vượt nhẹ 5% kỳ vọng chuyên viên nhờ Angkor Milk khả năng duy trì tăng trưởng mạnh (sẽ cập nhật sau). Angkormilk duy trì thị phần cao tại thị trường Campuchia khi “niềm tin thương hiệu” của người tiêu dùng tại Campuchia cho VNM đã gia tăng đáng kể trong các quý qua, theo quan điểm chúng tôi.

LNST Cty Mẹ đạt 3.167 tỷ đồng (+30,4% svqt, +28,0% svck), vượt kỳ vọng chuyên viên 16%, tương ứng biên LN ròng đạt 16,8% (+176bps svqt, +201bps svck) nhờ vào tăng trưởng doanh thu cao đã đề cập, chi phí đầu vào nhiều thuận lợi. Cụ thể:

- Biên LN gộp**, đạt 43,5% (+83bps svqt, +154bps svck), cao hơn mức 42,9% dự phóng chúng tôi nhờ vào giá bột sữa nguyên liệu thuận lợi hơn (-20,8% svck, theo ước tính chúng tôi dựa trên mức giá cuối năm ngoái – thời điểm VNM chốt giá nguyên liệu cho nửa đầu 2026) & chi phí sản xuất trên mỗi đơn vị giảm đi khi sản lượng tiêu thụ gia tăng mạnh hơn kỳ vọng như đã đề cập. Hiệu ứng tăng giá bán cũng phản ánh rõ nét hơn lên biên lợi nhuận kỳ này hơn.
- CPBH&QLDN/D.thu thuần**, đạt 24,5% (-138bps svqt, -42bps svck) thấp hơn kỳ vọng ban đầu của chúng tôi (25,3%). Hiệu quả đầu ra cao hơn như đã đề cập giúp tỷ lệ này được tiết giảm svck. VNM đạt mức chi cho quảng cáo, khuyến mãi, trưng bày cao nhất lịch sử hoạt động một quý, đạt 3.131 tỷ đồng (16,6% trên doanh thu thuần) nhưng đem lại hiệu quả ROI tốt, đặc biệt trong bối cảnh ngành sữa còn ảm đạm.
- Điểm ngược pha quý này đến từ **lợi nhuận tài chính thuần** ghi nhận tăng trưởng âm 42,6% svck, đạt 279 tỷ đồng do bối cảnh lãi suất vay kém thuận lợi (đạt 5,0%, +155bps svck).

Quan điểm chúng tôi: Sau KQKD Q2-2026, VNM hiện giao dịch với PE trượt 11,6x và PE dự phóng 2026 11-12x, thấp hơn đáng kể 16,0x – mức trung bình giai đoạn 2021-25 khi VNM bước vào pha giảm tốc tăng trưởng doanh thu với CAGR 1,1%/năm sv 7,2%/năm ở giai đoạn 2016-20. Với kịch bản nâng hạng thị trường, 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. Với tăng trưởng hồi phục trở lại hai chữ số năm nay và là cổ phiếu VNM hở room ngoại lớn, VNM phù hợp với chiến lược đầu tư cổ tức (tỷ suất cổ tức 7,4%/năm) hoặc đón sóng nâng hạng thị trường khi PE công ty được tái định giá theo VNIndex.

Sau khi cổ phiếu tăng 12% trong một tháng qua, chúng tôi chuyển khuyến nghị từ MUA sang **TÍCH LŨY** cho VNM với giá mục tiêu 66.500 tỷ đồng và tỷ suất cổ tức 7,4%/năm. Chúng tôi sẽ cập nhật dự phóng và giá mục tiêu mới cho VNM ở các báo cáo sau.

Rủi ro đầu tư: (1) Nếu nhìn vào giao dịch khối ngoại của VNM trong các năm trở lại đây, hoạt động bán ròng chiếm ưu thế và tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại VNM cũng giảm nhanh chóng từ 56,1% ở 2021 xuống 49,0% ở cuối Q1-2026. Xu hướng này phản ánh sự thận trọng kéo dài của dòng vốn quốc tế đối với các thị trường mới nổi trong bối cảnh đồng USD duy trì sức mạnh và các rủi ro địa chính trị vẫn chưa được giải quyết hoàn toàn. Do đó, việc được tái định giá của VNM theo dòng vốn ngoại trong kỳ nâng hạng sắp tới sẽ không thành hiện thực nếu bối cảnh vĩ mô còn biến động; (2) VNM có thể chốt giá bột sữa cho nửa sau 2026 cao hơn nửa đầu khi diễn biến giá bột sữa không còn thuận lợi như lần chốt gần nhất (Q4-2025); (3) rủi ro địa chính trị tại biển đỏ & eo biển Hormuz dâng cao khiến việc vận tải hàng vào Trung Đông tắt nghẽn trở lại.

[VDSCResearch] – VNM – Q2-2026 Results

On July 30th 2026, VNM released its 2Q2026 earnings results, as follows:

- Net revenue reached VND 18,847 bn (+16.7% QoQ, +12.7% YoY), 6% above our expectation, driven by stronger-than-projected export performance. Breakdown:

- **Domestic segment**, reached VND 14,516 bn (+20.2% QoQ, +6.6% YoY), in line with our expectation and, in our view, likely to have outperformed the dairy industry average this quarter (to be updated). In this quarter, we continue to believe that VNM delivered improved YoY growth in the domestic market, driven by market share expansion through the refresh of its self-operated store network, stronger push into the MT/E-commerce channels (which remain the prevailing trend), alongside the product portfolio renewal (brand identity refresh and launches of new premium dairy lines such as Vinamilk Greenfarm / Optimum A2 Pro+, MocChau Creamery) at both VNM and MCM. Meanwhile, the GT channel (post-restructuring) maintained stable sales similar to the same period last year. The selling-price increase effect (3–4% in 1Q2026) continued to support revenue growth this quarter, in line with Q1-2026. Notably, the peak dairy consumption season in Q2–Q3 has returned, supporting solid QoQ growth.
- **Export segment**, recorded VND 2,664 bn (+14.5% QoQ, +41.2% YoY), 18% above our expectation. After flexibly shifting shipping routes into the key Middle East region (accounting for 70–80% of net revenue) between the Strait of Hormuz and Jordan, VNM sustained positive growth in this market. In our view, demand for stockpiling essential products such as dairy remains elevated amid ongoing escalation of conflicts. Meanwhile, other markets including Cambodia, the Philippines, South Korea, Japan, Canada and the United States also recorded solid growth, contributing to the diversification of the Company's export revenue structure.
- **Overseas subsidiaries**, gained VND 1,667 bn (–4.3% QoQ, +36.3% YoY), slightly above our expectation by 5%, supported by Angkor Milk's continued strong growth (to be updated). Angkor Milk maintained a high market share in Cambodia as consumer "brand trust" in VNM has increased significantly over recent quarters, in our view.

NPAT-MI reached VND 3,167 bn (+30.4% QoQ, +28.0% YoY), 16% above our expectation, corresponding to a net margin of 16.8% (+176 bps QoQ, +201 bps YoY). This was driven by the strong revenue growth mentioned above and favorable input costs. Specifically:

- **Gross margin**, reached 43.5% (+83 bps QoQ, +154 bps YoY), above our projected 42.9%, thanks to more favorable raw milk powder prices (–20.8% YoY, based on our estimates using year-end prices — the period when VNM locked in input costs for H1-2026) and lower production costs per unit as sales volumes rose more strongly than expected. The selling-price increase effect was also more clearly reflected in margins this quarter.
- **Selling & G&A expenses / net revenue**, stood at 24.5% (–138 bps QoQ, –42 bps YoY), lower than our initial expectation of 25.3%. Higher output efficiency as noted above helped reduce this ratio YoY. VNM recorded its highest-ever quarterly spending on advertising, promotions and displays at VND 3,131 bn (16.6% of net revenue), yet delivered strong ROI, particularly against the still subdued backdrop of the dairy industry.
- **The main drag this quarter came from net financial income**, which declined 42.6% YoY to VND 279 bn, amid less favorable borrowing rates (5.0%, +155 bps YoY).

Our view: Following Q2-2026 results, VNM is currently trading at a trailing P/E of 11.6x and a 2026F forward P/E of 11–12x — significantly below the 16.0x average for 2021–25, a period when VNM entered a decelerating growth phase with revenue CAGR of only 1.1% p.a. versus 7.2% p.a. in 2016–20. In a market upgrade scenario, VNM could see increased allocation by foreign funds given its position as a large-cap consumer staple leader with high liquidity. With double-digit growth recovery this year and substantial remaining foreign room, VNM suits a dividend investment strategy (dividend yield of 7.4% p.a.) or a play on market upgrade re-rating as the Company's P/E is revalued in line with the VNIndex.

After the surge of stock price by 12% in Jul-2026, we make a change in our recommendation for VNM from BUY to **ACCUMULATE** with a target price of **VND 66,500/share** and a dividend yield of 7.4% p.a. We will update our forecasts and target price for VNM in subsequent reports.

Investment risks: (1) Looking at foreign trading in VNM in recent years, net selling has predominated and the foreign ownership ratio has declined rapidly from 56.1% in 2021 to 49.0% at end-1Q2026. This trend reflects prolonged caution among international capital flows toward emerging markets amid a strong USD and unresolved geopolitical risks. Therefore, any re-rating of VNM via foreign inflows in the upcoming upgrade cycle may not materialize if the macro environment remains volatile; (2) VNM may lock in higher milk powder prices for H2-2026 than in H1 if milk powder price trends are less favorable than the previous lock-in (Q4-2025); (3) Escalating geopolitical risks in the Red Sea and the Strait of Hormuz could again disrupt shipping into the Middle East.

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

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	NĂM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

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

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Trưởng phòng cao cấp

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Ngân hàng

Đỗ Thạch Lam

Trưởng phòng cao cấp

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

Trưởng phòng cao cấp

hung.ltq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Chiến lược Thị trường
- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Bảo Hưng

Trưởng phòng

hung.nb@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Ô tô & Phụ tùng
- Tiêu dùng

Trần Thị Ngọc Hà

Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên cao cấp

huong.lh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Dầu khí

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên cao cấp

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Hàng không
- Dệt may

Lê Ngọc Hiền

Chuyên viên cao cấp

hien.ln@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Thủy sản
- Phân bón

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên cao cấp

toan.vnv@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Kinh tế vĩ mô

Phan Thị Phương Thảo

Chuyên viên Vận hành

thao.ptp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên cao cấp

chinh1.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Tiện ích công cộng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên cao cấp

giao.ntq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- BĐS dân dụng
- BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang

Chuyên viên cao cấp

trang.th@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Ngân hàng

Bùi Duy Khoa

Chuyên viên cao cấp

khoa.bd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên

anh.tnl@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Bán lẻ

Trần Thái Dương

Chuyên viên

duong.tt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Vật liệu xây dựng

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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, 2026.**

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỢI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn **MST** 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thẳng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

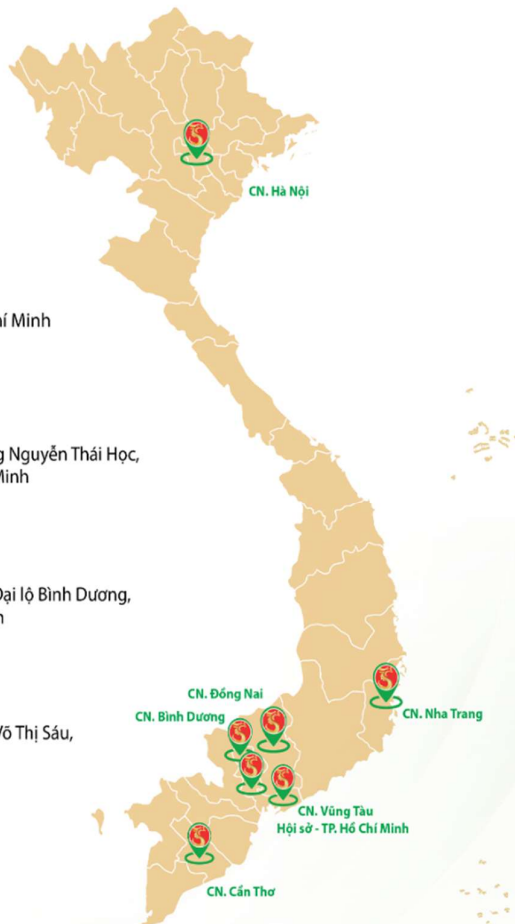
Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trần Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



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