

VNM – KQKD Q2-2026 ấn tượng nhờ vượt vũ môn “Hormus” thành công

Hưng Nguyễn – hung.nb@vdsc.com.vn

KQKD Q2-2026 và các điểm nhấn chính

Doanh thu thuần đạt 18.847 tỷ đồng (+16,7% svqt, +12,5% 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, +6,5% 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, +170bps 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 hơn.

Cập nhật khác

Quản lý vốn vay, tiền gửi và tối ưu nguồn vốn: Công ty không có chủ trương dùng vốn vay để đầu tư chứng chỉ tiền gửi; chỉ vay tạm thời cho mục đích cụ thể như trả cổ tức tiền mặt hoặc chi phí bất thường, sau đó cân bằng lại.

Tỷ trọng nhà đầu tư nước ngoài và diễn biến thị trường chứng khoán: Dòng vốn ngoại rút khỏi thị trường Việt Nam rõ rệt, khiến nhiều cổ phiếu (kể cả VNM nếu loại trừ một số mã danh mục) giảm so với cùng kỳ và cuối năm 2025. Công ty tập trung vào sản xuất kinh doanh và gia tăng giá trị cho cổ đông. Khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài giảm được xem là cơ hội; với kỳ vọng GDP tăng trưởng hai chữ số và khả năng nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam, nhà đầu tư ngoại có thể quay lại theo đánh giá của công ty.

Chính sách cổ tức và cổ phiếu quỹ: Năm 2026 vẫn chỉ trả cổ tức không thấp hơn 50% lợi nhuận sau thuế theo nghị quyết ĐHĐCĐ, cố gắng giữ mức lợi ích cổ đông tương đương năm 2025. Công ty sẽ thông báo về tạm ứng cổ tức đợt 1/2026 cụ thể sau (dự kiến trong Q3 hoặc Q4). Hiện chưa có kế hoạch mua lại cổ phiếu quỹ; biến động giá cổ phiếu do nhiều yếu tố và chưa cân nhắc dùng cổ phiếu quỹ để củng cố niềm tin nhà đầu tư.

Doanh thu nội địa: Tăng trưởng svck chủ yếu từ sản lượng (hai chữ số) đi kèm chính sách thay đổi giá bán niêm yết (3-4%) và thay đổi cơ cấu sản phẩm (mix cao cấp). Trong 3 năm qua công ty tiên phong nhiều sản phẩm mới theo xu hướng: cao đậm (ứng

dụng công nghệ siêu vi lọc từ Thụy Điển), sữa thực vật cao đậm, sữa A2 tự nhiên từ bò A2, và dòng kem cao cấp. Tỷ trọng sản phẩm cao cấp đã vượt hai chữ số trong doanh thu ở năm 2026 từ mức tiệm cận hai chữ số ở năm 2025.

Greenfarm tăng trưởng doanh thu ba chữ số svck, Optimum Pro+ đóng góp đáng kể trong tỷ trọng doanh thu sữa bột; Mộc Châu Creamery (thương hiệu cao cấp mới) được đưa vào hệ thống siêu thị và ghi nhận tín hiệu tích cực.

Công ty chưa có kế hoạch tăng giá bán trong phần còn lại của năm 2026.

Kênh phân phối: Kênh truyền thống vẫn chiếm khoảng ~65%, kênh hiện đại ~19%, B2C (tự doanh + TMĐT) ~15-16%. Công ty hiện có khoảng 950 cửa hàng tự doanh, hướng tới 1.000 cửa hàng cuối năm nay.

Doanh thu xuất khẩu: Dù có gián đoạn do tình hình Hormuz/biển Đỏ (đỉnh điểm quý 2), xuất khẩu vẫn duy trì; gần đây tình hình lắng dịu, giá nhiên liệu ổn định trở lại. Mục tiêu quý 3 không thay đổi. Tăng trưởng xuất khẩu ổn định, duy trì tốt ở thị trường cũ và mở rộng thị trường mới (đã xuất khẩu tới khoảng 60 quốc gia, gồm châu Phi, Đông Bắc Á, Philippines, Hàn Quốc, Nhật Bản, Nga...).

Trong T7-2026, Công ty vẫn ghi nhận tăng trưởng hai chữ số svck ở mảng xuất khẩu. Hình thức xuất khẩu linh hoạt (CIF/FOB) tùy thị trường để bảo vệ biên lợi nhuận.

Thị trường Campuchia (Angkormilk) và thị phần: Lợi nhuận Angkormilk tăng trưởng hai chữ số svck trong Q2- 2026, bước sang nửa cuối năm, tỷ lệ này sẽ khó cao sv Q1, 2 năm 2026 vì nền cao ở nửa cuối năm 2025 nhưng vẫn có thể duy trì doanh số bằng Q2 ở Q3-4 năm 2026.

Biên lợi nhuận gộp, nguyên vật liệu và chi phí: Công ty đã chốt giá nguyên vật liệu đến khoảng T11-2026 (cao hơn sv nửa đầu năm 2026 liên quan đến giá bột sữa nguyên liệu), một số khác đã chốt đến hết năm 2026 (nhìn chung cao hơn giai đoạn đầu năm ngoại trừ giá đường), tuy nhiên, Công ty nỗ lực giữ biên lợi nhuận gộp nửa cuối 2026 ổn định hoặc chỉ biến động nhỏ so với nửa đầu năm nhờ mix sản phẩm tốt hơn.

Mộc Châu Milk (MCM), Driftwood và mảng thịt bò: Doanh thu MCM quý 2 giảm svck chủ yếu ở phần cung cấp nguyên liệu, trong khi thành phẩm tăng gần hai chữ số svck; thương hiệu Creamery tăng trưởng nhanh dù đóng góp còn nhỏ. Driftwood đạt mục tiêu sản lượng, doanh thu tăng nhẹ so với cùng kỳ, biên lợi nhuận cải thiện mạnh nhờ giá nguyên vật liệu và chi phí vận chuyển/bao bì thuận lợi hơn. Mảng thịt bò sau hai năm hoạt động ghi nhận doanh thu 6 tháng đầu năm tăng mạnh, tiếp tục mở rộng kênh nhà hàng, khách sạn, siêu thị và kỳ vọng đột biến hơn ở nửa cuối 2026.

Chính sách chi quảng cáo: Năm 2026 kỷ niệm 50 năm thành lập nên chi phí khuyến mãi, quảng cáo tăng cao ở nửa đầu năm nhưng đã được dự phòng nên không ảnh hưởng lớn tới kế hoạch năm.

Nguồn sữa tươi, trang trại và đầu tư TSCĐ (CAPEX): Nguồn sữa tươi trong nước đủ và dư để phát triển Greenfarm cũng như các sản phẩm sữa tươi đến 2027-28. Công ty tiếp tục mở rộng đàn bò (Tây Ninh 1 đang có, Tây Ninh 2 và Bình Định sắp mở rộng, mỗi trang trại khoảng 8.000 con). Tỷ trọng mua từ trang trại tăng, từ hộ tập thể giảm. CAPEX dự kiến 2.500-3.000 tỷ đồng/năm trong 2026-2027, chủ yếu cho máy móc thiết bị (trang trại ít tốn kém hơn, chủ yếu là đàn bò).

Nhận định chuyên viên

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 năng 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 năng 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 năng 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.

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, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 E info@vpsc.com.vn
W www.vpsc.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

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

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, 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 Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+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

T (+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

T (+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

T (+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. Rong Viet 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 Rong Viet 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 Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2026.**