

## Vài nét về doanh nghiệp

VNM là đơn vị dẫn đầu thị trường sữa uống tại Việt Nam với thị phần chiếm hơn 40%. Với 80% tổng doanh thu đến từ thị trường nội địa và 20% xuất khẩu sang thị trường Trung Đông, Trung Quốc và các nước Đông Nam Á. Sản phẩm của VNM tập trung vào 04 phân khúc chính là sữa nước, sữa bột, sữa đặc và sữa chua.

### Khuyến nghị

**MUA**

Giá mục tiêu	<b>78.000</b>
Tiềm năng tăng giá	24%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	6%
Tỷ suất sinh lời	30%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đồ uống
Thị giá (19/11/2024)	63.000
Biến động 1 năm	61.4 – 73.5
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	3.711.710
Vốn hóa (Tỷ đồng)	132.503
P/E	13,77x
P/B	3,75x
%NN sở hữu	51,8%

### Diễn biến giá



	3T	6T	12T
VNM	-16,1%	-5,7%	-9,7%
VNindex	-5,2%	-5,0%	10,5%

### Tỷ lệ sở hữu

SCIC	36,00%
F&N Dairy Investment Pte, Ltd	17,69%
Platinum Victory Pte, Ltd	10,62%
Khác	35,69%

## Chuyên viên phân tích

Giang Đặng Ánh Phương

[gdaphuong@vcbs.com.vn](mailto:gdaphuong@vcbs.com.vn)

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

## TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG CÙNG BIÊN LỢI NHUẬN KỶ VỌNG ỔN ĐỊNH

### ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** theo [Báo cáo cập nhật ngày 07/08/2024](#) với giá mục tiêu **78.000 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 15,9x dựa trên kỳ vọng ngành tiêu dùng sẽ hồi phục cùng với biên lợi nhuận của VNM kỳ vọng ổn định.

### CẬP NHẬT KQKD:

Lũy kế 9T.2024, DTT và LNST đạt lần lượt 46.306 tỷ đồng (+3,5% yoy) và 7.306 tỷ đồng (+9,6 yoy) trong đó doanh thu nội địa tăng 1,1% svck, doanh thu xuất khẩu tăng 15,7% svck. Biên lợi nhuận gộp đạt 41,9%, cải thiện 1,4% svck, nhờ nền giá bột sữa nhập khẩu ở mức thấp. Tuy nhiên, tính riêng Q3.2024, DTT cùng LNST ghi nhận giảm lần lượt -0,6% và -5,1% svck. Nguyên nhân đến từ ảnh hưởng của bão Yagi đến khu vực miền Bắc đã tác động đến tâm lý của người tiêu dùng.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Tiêu dùng được kỳ vọng sẽ cải thiện trong thời gian tới:** Tăng trưởng GDP đạt gần 7% yoy trong 9 tháng đầu năm, doanh số bán lẻ cũng được cải thiện 1,1%. Ngành tiêu dùng tăng trưởng trở lại, chi tiêu kỳ vọng sẽ hồi phục theo đà tăng trưởng của nền kinh tế.

**Biên lợi nhuận kỳ vọng ổn định:** Biên LNG của VNM được dự báo sẽ cải thiện khoảng 2,3% trong năm 2024 với việc nguyên vật liệu đầu vào giảm giá. Bước sang 2025, biên LNG kỳ vọng ổn định dù giá nguyên vật liệu đã tăng trở lại do doanh nghiệp có thể chuyển chi phí vào giá bán.

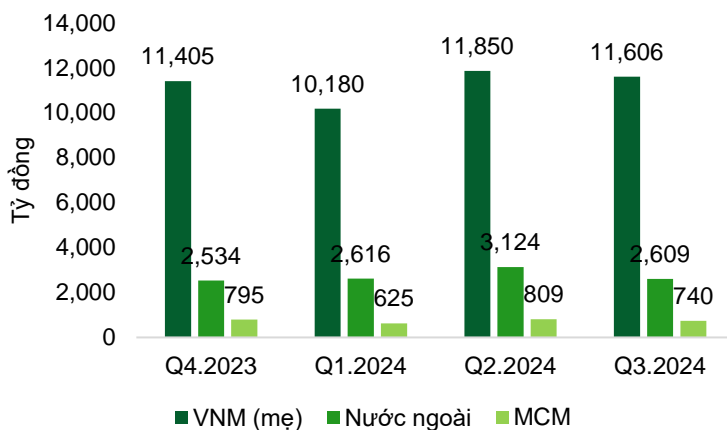
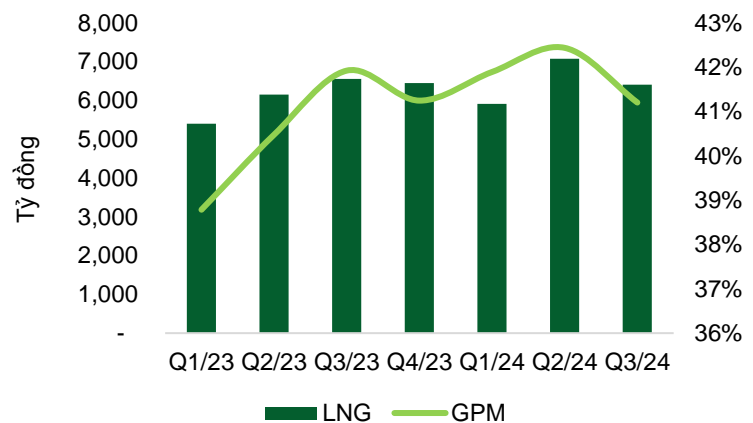
**Chiến dịch bán hàng của VNM sẽ giúp doanh thu cải thiện:** Doanh thu thị trường nội địa và xuất khẩu của VNM dự kiến sẽ tăng trưởng lần lượt là 1,5% và 15% yoy trong năm 2024 và 4% và 12% trong năm 2025.

**Tiềm năng từ mảng thịt bò:** Sản phẩm thịt bò dự kiến ra mắt cuối năm 2024, sản phẩm chạy thử đã nhận được phản ứng tích cực, kỳ vọng đem về doanh thu khoảng 1.000 tỷ đồng trong năm 2025 và khoảng 3.000 tỷ đồng trong năm 2029, với biên lợi nhuận gộp cho mảng thịt bò sẽ đạt khoảng 15% ở năm 2029.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng DT	-1,6%	0,7%	3,7%	7,1%
Tăng trưởng LNST	-19,3%	5,2%	8,9%	6,5%
Nợ/TTS (%)	10,2%	16,1%	9,4%	7,6%
TS LN gộp (%)	39,9%	40,7%	42,5%	41,9%
ROE – TTM (%)	26,1%	25,8%	26,3%	26,6%
EPS - TTM (đồng)	3.632	3.796	4.622	4.921
P/E	13,8x	15,9x	16,8x	15,9x

**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024**
**Tóm tắt biến động kinh doanh 9T2024**

Tiêu chí	Q3.2023	Q3.2024	% YOY	Lũy kế 9T2023	Lũy kế 9T2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	15.637	15.537	-0,6%	44.750	46.306	+3,5%	Doanh thu Q3.2024 giảm nhẹ svck do ảnh hưởng của bão Yagi tới khu vực miền Bắc đã tác động tới tâm lý của người tiêu dùng. Doanh thu của VNM trải dài 3 miền Bắc – Trung – Nam nên tác động của bão tới doanh thu của VNM trong quý 3 khá lớn, giảm khoảng 300 tỷ đồng so với kỳ vọng. Bên cạnh đó, thị trường sữa Việt Nam vẫn chưa phục hồi với mức sinh giảm.
- Nội địa	13.253	12.928	-2,4%	37.532	37.957	+1,1%	
- Nước ngoài	2.384	2.609	+9,42%	7.218	8.349	+15,7%	Doanh thu xuất khẩu duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số do (1) Mở rộng danh mục sản phẩm theo nhu cầu tiêu thụ của các thị trường chính (2) Với thị trường cao cấp, phục vụ cộng đồng người Việt với nhu cầu sữa đặc và sữa chua.
Xuất khẩu	1.247	1.375	+10,3%	3.742	4.412	+17,9%	
CN nước ngoài	1.137	1.234	+8,5%	3.476	3.937	+13,3%	Doanh thu tại 2 chi nhánh nước ngoài được cải thiện nhờ (1) Angkormilk ra mắt nhiều loại sữa chua uống mới (2) Driftwood thúc đẩy sự thâm nhập vào kênh HORECA và giới thiệu sản phẩm tới cộng đồng người Việt tại Mỹ.
LNST	2.533	2.403	-5,1%	6.669	7.306	+9,6%	LNST quý 3 giảm svck chủ yếu đến từ sự sụt giảm của doanh thu. Ngoài ra, doanh thu tài chính giảm 11% svck do lãi suất tiền gửi thấp hơn. Tuy nhiên, lũy kế 9T.2024, LNST vẫn được cải thiện nhờ chi phí lãi vay giảm 17,3% svck.
Biên gộp	41,9%	41,2%	-0,7%	40,5%	41,9%	+1,4%	Biên lợi nhuận gộp quý 3 giảm nhẹ dù giá sữa bột SMP và WMP nhập vào duy trì ở mức tốt trong năm 2024 do doanh thu sụt giảm, trong khi đó VNM có những chi phí cố định, điều này gây ảnh hưởng tới biên lợi nhuận gộp.

**Hình 1: KQKD của VNM**

**Hình 2: Lợi nhuận gộp theo quý của VNM**


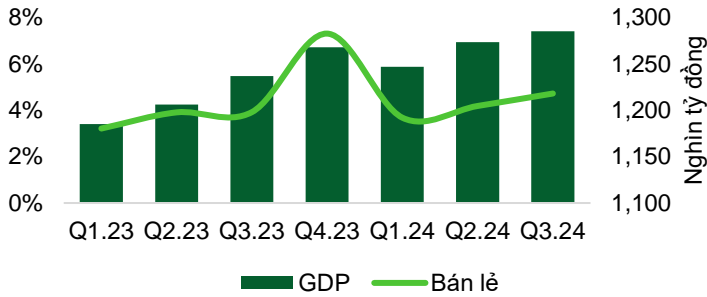
Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**
**Tiêu dùng được kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện trong thời gian tới**

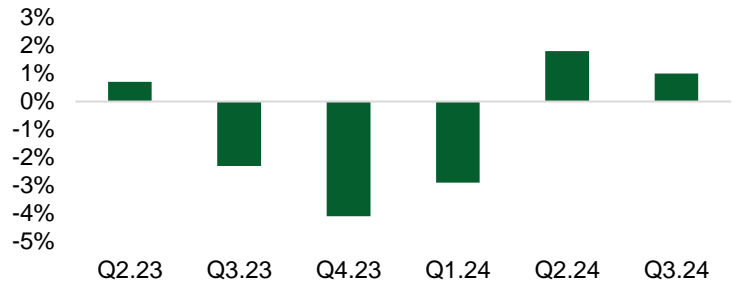
 Trong 3 quý đầu năm GDP Việt Nam tăng trưởng từ 5,9-6,9%-7,4% yoy, xu hướng tăng trưởng của GDP cho thấy **thu nhập của người dân đang được cải thiện tốt**. Doanh số bán lẻ của Việt Nam trong 9T.2024 đạt 3.615 nghìn tỷ đồng (tăng 1,1% yoy), với nhóm ngành tiêu dùng nhanh tăng trưởng dương khoảng 1% trong

Q3.2024. Thị trường sữa Việt Nam tuy chưa phục hồi, nhưng trong quá khứ, sự phục hồi của nền kinh tế sẽ kéo theo sự cải thiện trong mức chi tiêu của người tiêu dùng dù có độ trễ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng **tiêu dùng thực phẩm và đồ uống ở Việt Nam sẽ tiếp tục được cải thiện, tăng khoảng 1,8% trong năm 2025** theo mô hình tương quan giữa tăng trưởng GDP và tăng trưởng ngành FMCG với độ trễ là 2 quý.

**Hình 3: Tăng trưởng GDP và doanh số bán lẻ Việt Nam**



**Hình 4: Tăng trưởng ngành FMCG Việt Nam**



Nguồn: FinnPro, AC Nielsen

Sau khi tăng khá mạnh vào cuối 2024, chúng tôi kỳ vọng giá WMP có thể hạ nhiệt trong năm sau, ngược lại, SMP vẫn sẽ duy trì ở mức cao.

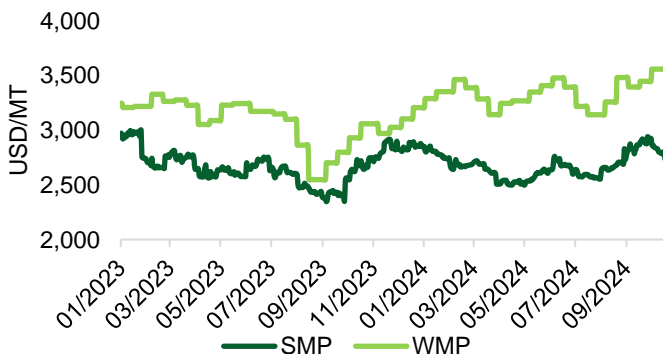
Biên lợi nhuận gộp được dự báo không biến động mạnh nhờ VNM còn nhiều dư địa cho việc điều chỉnh giá bán

Chúng tôi kỳ vọng **giá sữa bột WMP sẽ điều chỉnh giảm trong thời gian tới** do nhu cầu sữa ở Trung Quốc vẫn ở mức thấp với tỷ lệ sinh giảm mạnh, trong khi đó sản lượng sữa tại New Zealand đã tăng gần đây nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn. Tuy nhiên, **giá sữa bột SMP có thể sẽ tiếp tục giữ ở mức cao** do nhu cầu lớn của thị trường với các sản phẩm tốt cho sức khỏe, đặc biệt từ thị trường Đông Nam Á, trong bối cảnh sản lượng sữa bột SMP tại EU đang trong xu hướng giảm.

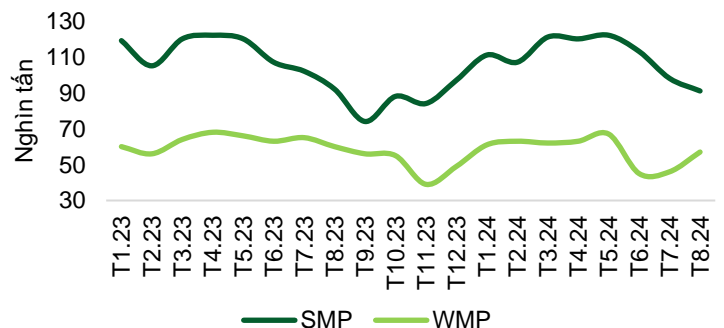
**Biên lợi nhuận gộp được dự báo chỉ giảm nhẹ nhờ dư địa tăng giá sản phẩm vẫn còn.** Đầu tiên, theo chia sẻ từ ban lãnh đạo công ty, VNM có thể chuyển 1 phần chi phí tăng vào giá bán với mức tăng tối đa 5% để không ảnh hưởng quá nhiều tới tâm lý tiêu dùng. Thêm vào đó, VNM chưa tăng giá bán trong 2 – 3 năm gần đây trong khi các đối thủ đã thực hiện tăng giá. Theo đó, Công ty còn nhiều dư địa để điều chỉnh giá bán trong trường hợp giá nguyên vật liệu tăng mạnh mà vẫn giữ được tính cạnh tranh. Tuy nhiên, việc giá sữa bột tăng mạnh trong cuối năm có thể sẽ tác động lên biên lợi nhuận nửa đầu năm sau của VNM.

**Biên lợi nhuận của VNM được dự báo cải thiện 2,3% yoy trong năm 2024, nhưng có thể giảm nhẹ 0,6% trong năm 2025.**

**Hình 5: Giá sữa bột SMP và WMP**



**Hình 6: Sản lượng sữa bột tại EU**



Nguồn: Bloomberg, CLAL

**Tiềm năng từ mảng thịt bò**

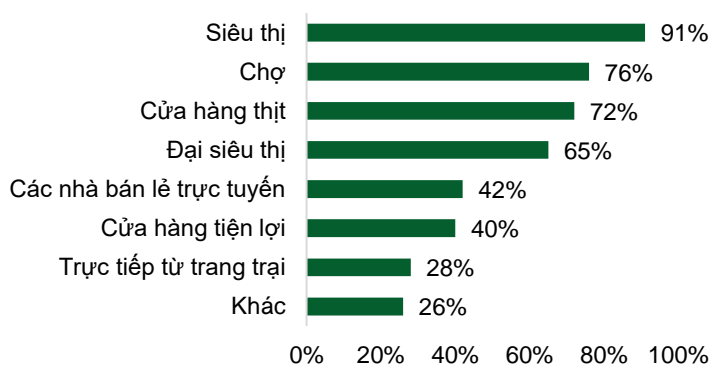
Dự án “**Tổ hợp chăn nuôi và chế biến thịt bò Vinabeef**” với trang trại 10.000 con bò và tổng công suất nhà máy chế biến là 10.000 tấn/năm đã xây dựng xong nhà máy và dự kiến sẽ chạy thương mại vào cuối năm nay hoặc đầu năm sau. Trong tháng 10, nhà máy đã được chạy thử, sản phẩm bò thịt đã được bán tại Aeon vào một số ngày trong tuần và nhận lại được phản ứng tích cực do có chất lượng tốt với giá thành khá cạnh tranh (thấp hơn khoảng 10% - 20% so với mặt hàng khác).

**Bảng 1: So sánh giá thịt bò Vinabeef với các loại thịt bò khác**

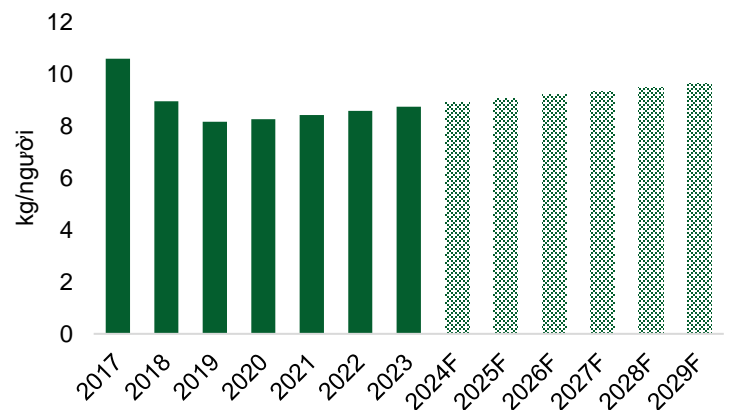
Sản phẩm	Vinabeef	Bò Mỹ	Chênh lệch
Vai bò	145.000đ/300gr	170.000đ/300gr	-14,7%
Nạm bò	135.000đ/300gr	145.000đ/300gr	-6.9%
Thăn bò	78.000đ/100gr	100.000đ/100gr	-22%

Nguồn: VCBS tổng hợp, giá tại Aeon

Theo Statista, tiêu thụ thịt bò ở Việt Nam đạt 8,73 kg/người trong năm 2023 và có tốc độ tăng trưởng kép CAGR đạt 1,6% trong giai đoạn 2023 – 2029. Nhu cầu thịt bò chất lượng cao của Việt Nam đang tăng dần dần với khối lượng nhập khẩu từ Úc, Canada và Hoa Kỳ đã tăng hơn 6 lần trong thập kỷ vừa qua. Bên cạnh đó, quá trình đô thị hoá cùng đại dịch Covid-19 đã thay đổi thói quen của người tiêu dùng, thúc đẩy nhu cầu các sản phẩm bò đông lạnh tại các siêu thị, giảm phụ thuộc vào các chợ truyền thống. Xu hướng tiêu dùng của thị trường thịt bò tại Việt Nam khá phù hợp với tập khách hàng Vinabeef đang hướng tới với nhu cầu về các sản phẩm chất lượng, sạch và an toàn.

**Hình 7: Nơi mua thịt bò của các khách hàng tiêu thụ thường xuyên**


Nguồn: MLA

**Hình 8: Tiêu thụ thịt bò ở Việt Nam**


Nguồn: Statista

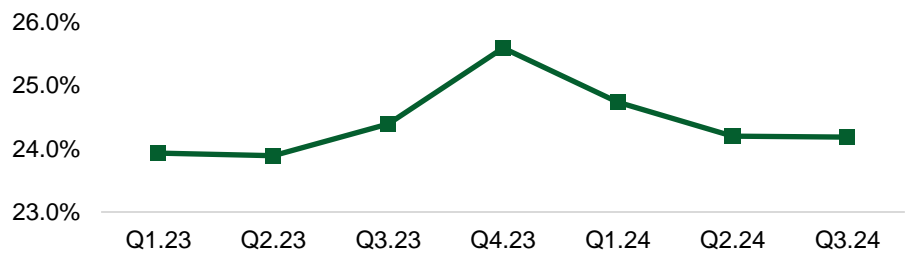
Theo kế hoạch, mảng thịt bò dự kiến sẽ đem về doanh thu khoảng 1.000 tỷ đồng trong năm 2025 và khoảng 3.000 tỷ đồng trong năm 2029, với biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 15% ở năm 2029.

**Chiến lược marketing mang lại hiệu quả khi doanh số các sản phẩm tăng khá mạnh sau khi thay đổi bao bì mới cùng tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu khá ổn định**

Các chiến dịch marketing mới của VNM như thay đổi nhận diện thương hiệu và đẩy mạnh các kênh truyền thông, quảng cáo đang cho thấy hiệu quả khi doanh số các sản phẩm của VNM ghi nhận tăng trưởng tích cực svck. Với Sữa chua uống Probi, doanh thu 9T.2024 tăng gần 30% svck sau khi thay đổi bao bì từ T6.2024. Với Sữa hạt, doanh thu đã tăng gấp đôi svck và VNM đã đứng đầu thị phần về sữa hạt (không bao gồm sữa đậu nành). Với Sữa tươi Green Farm, doanh thu 9T.2024 tăng 16% svck nhờ các chiến dịch marketing hiệu quả, tăng nhận diện thương hiệu.

Bên cạnh đó, tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu khá ổn định qua các quý dù VNM đã thực hiện nhiều chiến dịch marketing mới cho thấy VNM quản lý chi phí khá tốt. Các chiến dịch marketing mới giúp VNM tăng trưởng doanh thu nhưng không khiến tỷ lệ chi phí/doanh thu tăng cao.

**Hình 9: Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu của VNM**

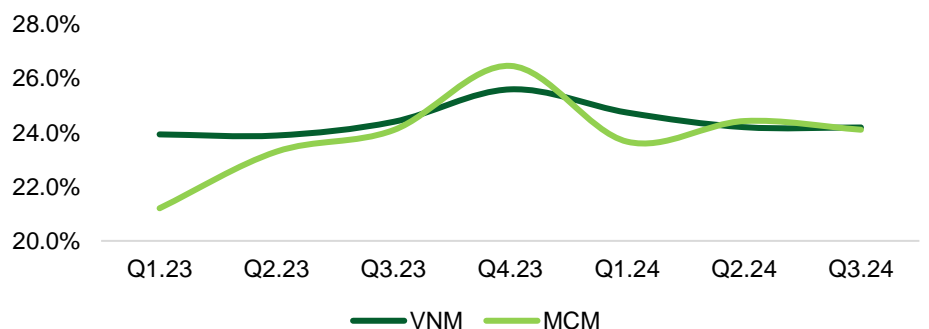


Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

Trong quý cuối năm nay, VNM sẽ hoàn thiện nhận diện hình ảnh cho các sản phẩm còn lại để chuẩn bị cho năm 2025. Bên cạnh đó, trong Q3.2024, VNM đã cho ra mắt các sản phẩm mới như Sữa tươi 100% vị dứa, các sản phẩm Sữa chua cao cấp ít đường vị việt quất, lựu đỏ, nha đam. Theo nghiên cứu của AGLOBAL, người tiêu dùng Việt Nam đang có xu hướng tiêu thụ các sản phẩm sữa có hương vị đặc biệt, theo đó cho thấy định hướng của VNM trong việc phát triển các sản phẩm nhiều hương vị khá phù hợp với thị hiếu người tiêu dùng.

VNM cũng có kế hoạch tái định hình hình ảnh của MCM để thu hút khách hàng. Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu của MCM đang ở mức 24,1%, tương đương với VNM, cho thấy cấu trúc chi phí của MCM đang tiến gần về với công ty mẹ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng kế hoạch tái định hình không làm phát sinh nhiều chi phí bán hàng mới trong tương lai, biên chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp kỳ vọng sẽ ổn định.

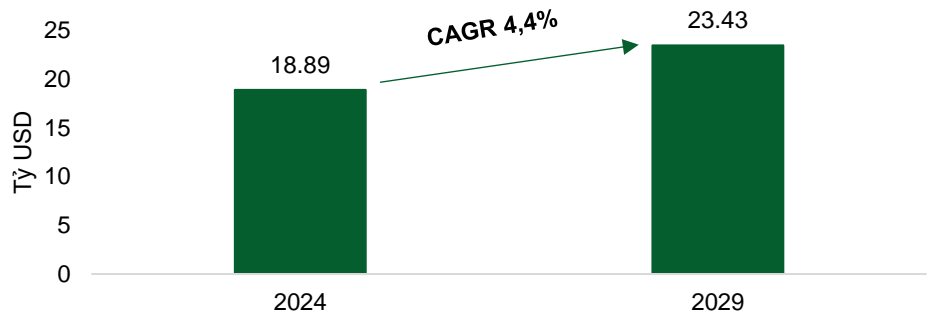
**Hình 10: Biên Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của VNM và MCM**



Nguồn: VNM, MCM, VCBS tổng hợp

**Doanh thu tại thị trường nước ngoài được kỳ vọng tiếp tục là điểm sáng**

Doanh thu thị trường nước ngoài đã tăng trưởng hai chữ số quý thứ 5 liên tiếp. Kết quả ấn tượng này đến từ việc (1) VNM đã tăng cường hỗ trợ thương mại và mở rộng danh mục hàng xuất khẩu tại các thị trường chính (2) Với thị trường cao cấp, VNM ghi nhận tín hiệu tích cực từ cộng đồng người Việt có nhu cầu với các sản phẩm như sữa đặc hoặc sữa chua. Bên cạnh đó, sản phẩm sữa đặc đã bắt đầu thâm nhập thị trường Nam Mỹ và Chile, nơi sữa đặc có đường là một trong những nguyên liệu phổ biến trong ẩm thực. Doanh thu thị trường xuất khẩu kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực trong thời gian tới nhờ động lực đến từ thị trường xuất khẩu chính Trung Đông, nơi thị trường sữa được dự báo tiếp tục mở rộng với tốc độ tăng trưởng kép CAGR 4,4% trong giai đoạn 2024 – 2029.

**Hình 11: Thị trường sữa tại Trung Đông**


Nguồn: Mondor Intelligence

Đối với các chi nhánh nước ngoài, tại Campuchia, Angkormilk đã ra mắt một số sản phẩm sữa chua uống nhằm thu hút khách hàng. Đối tượng khách hàng Angkormilk hướng tới là trẻ em với các sản phẩm sữa lỏng và người trẻ với các sản phẩm sữa chua. Với thị trường Mỹ, Driftwood đẩy mạnh thâm nhập vào kênh HORECA và giới thiệu sản phẩm đến cộng đồng người Việt tại Mỹ. Gần đây, nhu cầu sữa đặc từ cộng đồng người Việt đang tăng nhờ thói quen uống cà phê với sữa đặc.

**Chúng tôi dự báo doanh thu nội địa và xuất khẩu của VNM đạt lần lượt là 51.377 tỷ đồng (+1,5% yoy) và 11.214 tỷ đồng (+15% yoy) trong năm 2024. Biên lợi nhuận gộp của 2 thị trường này dự phóng sẽ tăng lần lượt là 1,5% và 6,1% yoy.**

**DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ**
**Một số giả định chính trong dự báo KQKD**

Tiêu chí	%yoy 23/24	%yoy 24/25	Nguyên nhân
Giá bán	0%	0% - 5%	VNM công bố sẽ không tăng giá bán các sản phẩm sữa trong năm 2024, nhưng có thể tăng tối đa 5% trong năm 2025 nếu giá nguyên vật liệu tăng mạnh.
Thị phần	+100 bps	+100 bps	Kỳ vọng thị phần của VNM sẽ tiếp tục cải thiện thêm nhờ danh mục sản phẩm đa dạng hơn so với các đối thủ, phù hợp với nhiều phân khúc khách hàng.
Tăng trưởng ngành	+2-4%	+8%	Kỳ vọng ngành sữa sẽ hồi phục với tăng trưởng GDP được cải thiện.
<b>Chi phí nguyên vật liệu</b>			
Sữa bột	-2%	+5%	Ước tính trung bình sữa bột nhập trong năm 2024 sẽ giảm 2% nhờ nền giá thấp từ 2H23 đến hết 2024, nhưng tăng khoảng 5% trong năm 2025 do giá sữa bột đang tăng trở lại.

Sữa tươi từ nông trại	0%	0%	VNM đã xác định giá nhập không thay đổi cho cả năm 2024, kỳ vọng không biến động trong năm 2025.
Đường	-0,5%	0%	Giá đường duy trì đà giảm trong 3 quý đầu năm 2024 nhưng có dấu hiệu tăng nhẹ trở lại gần đây, dự báo giá đường bình quân năm 2025 không thay đổi so với năm 2024.
Bao bì và chi phí chung khác	+2,3%	+2,3%	Ước tính mức độ tăng giá trung bình qua các năm.

Chúng tôi dự báo DTT của VNM trong năm 2024 và 2025 lần lượt đạt **62.591 tỷ đồng** và **67.009 tỷ đồng**, LNST lần lượt đạt **9.818 tỷ đồng** và **10.454 tỷ đồng** (chi tiết tham khảo Phụ lục 2).

### Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **78.000 đồng/CP**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 15,9x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 50/50.

### Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 8,99% theo CAPM ( $R_f = 2,1\%$ , Risk premium = 9%, beta = 0,79)

### Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	12.217.750	12.915.248	13.571.964	14.353.052	15.090.730
Thuế	(2.170.592)	(2.294.509)	(2.411.181)	(2.549.948)	(2.681.003)
Khấu hao	2.384.787	2.553.111	2.702.324	2.866.782	3.044.242
Thay đổi vốn lưu động	554.806	(198.700)	(150.590)	(168.202)	(186.232)
Đầu tư TSCĐ	(2.100.000)	(3.000.000)	(3.000.000)	(3.000.000)	(3.000.000)
<b>FCFF</b>	<b>10.809.056</b>	<b>9.088.294</b>	<b>8.956.286</b>	<b>8.824.118</b>	<b>8.636.700</b>
<b>NPV giai đoạn 2024-2028F</b>					<b>46.314.453</b>
<b>NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 2,5%)</b>					<b>136.721.808</b>
<b>Giá trị VCSH</b>					<b>160.622.793</b>
<b>Số lượng CPLH</b>					2.089.955.445
<b>Định giá</b>					<b>76.855</b>

### Thông số tính toán: P/E

(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

### Định giá bằng phương pháp so sánh P/E

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)	10.286
P/E áp dụng (trung bình)	16,1x
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	165.605
Số lượng CPLH (tr.cp)	2.090
<b>Định giá</b>	<b>79.235</b>

---

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

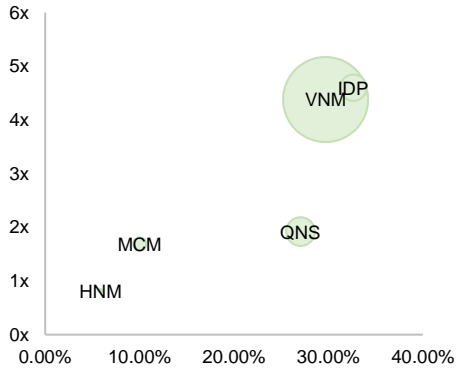
---

- Sữa bột của VNM chủ yếu được nhập khẩu từ nước ngoài nên giá sữa bột đầu vào tăng mạnh hơn kỳ vọng có thể ảnh hưởng trọng yếu đến biên lợi nhuận gộp của VNM.
- Tiêu dùng trong và ngoài nước kém hơn kỳ vọng sẽ ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ của VNM.

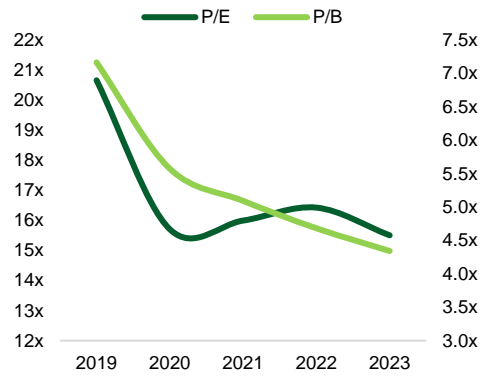


**ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI**

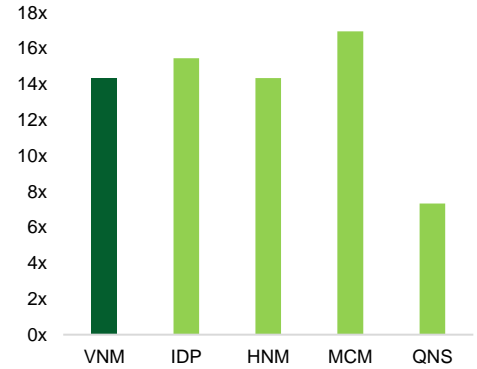
**Tương quan P/B và ROE**



**Lịch sử định giá**

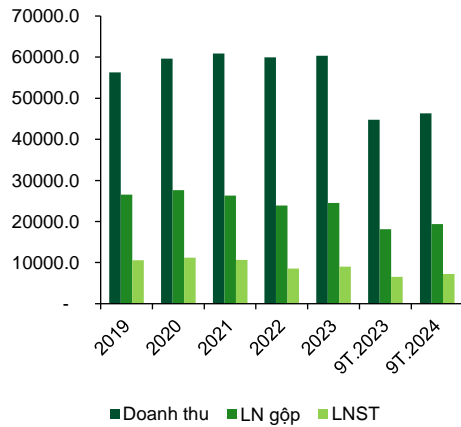


**P/E ngành**

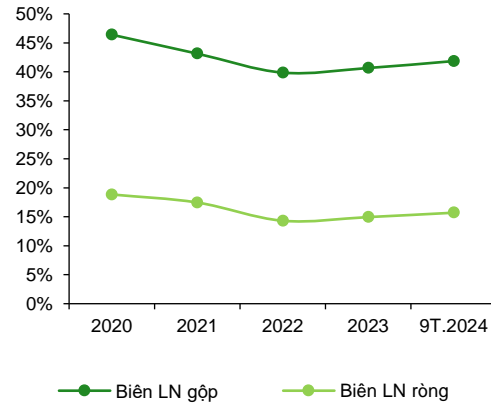


**KẾT QUẢ KINH DOANH**

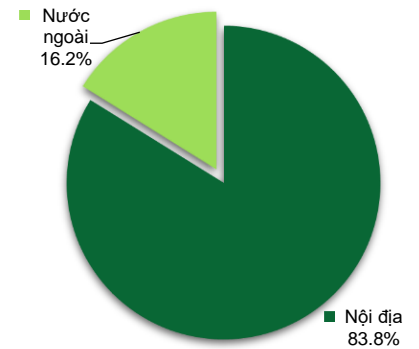
**Doanh thu và Lợi nhuận**



**Biên lợi nhuận**

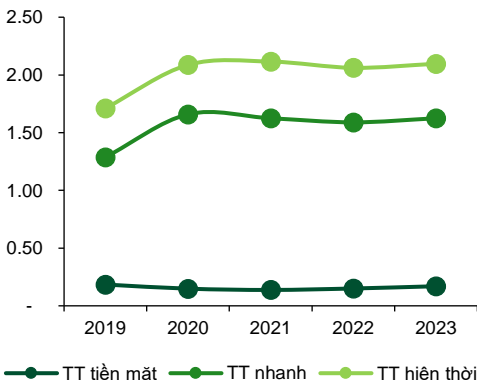


**Cơ cấu doanh thu**

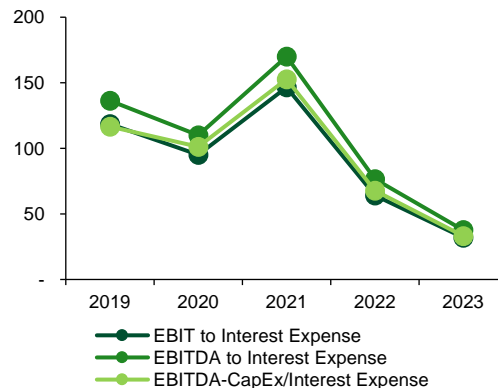


**SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH**

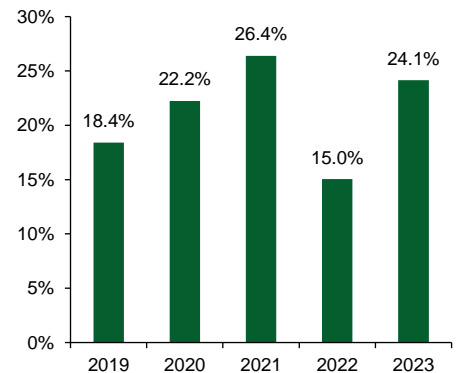
**Khả năng thanh toán**



**Thanh toán lãi vay**



**Nợ/VCSH**



**BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng**

Kết quả kinh doanh	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	60.368.916	62.590.897	67.008.711	70.924.943	75.241.293
- Giá vốn hàng bán	35.824.184	35.997.931	37.696.203	38.689.670	39.829.267
Lợi nhuận gộp	24.544.732	26.592.965	28.099.977	29.669.439	31.461.125
- Chi phí bán hàng	13.018.093	13.497.246	14.449.914	15.294.419	16.225.207
- Chi phí quản lí DN	1.755.619	1.820.238	1.948.714	2.062.604	2.188.130
Lợi nhuận HDKD	9.771.019	11.275.481	11.701.348	12.312.415	13.047.788
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-10.010	-10.378	-11.111	-11.760	-12.476
- Lợi nhuận khác	-1.540.965	-931.890	-1.202.789	-1.247.789	-1.292.789
EBIT	11.321.994	12.217.750	12.915.248	13.571.964	14.353.052
- Chi phí lãi vay	354.095	278.857	202.391	151.887	68.876
LNTT	10.967.899	11.938.893	12.712.856	13.420.077	14.284.176
- Thuế TNDN	1.948.545	2.121.051	2.258.552	2.384.197	2.537.711
LNST	9.019.354	9.817.842	10.454.304	11.035.881	11.746.465
- Lợi ích CĐTS	145.542	158.427	168.697	178.082	189.548
LNST CD CT Mẹ	8.873.812	9.659.416	10.285.607	10.857.799	11.556.917
EPS (đ)	3.796	4.622	4.921	5.195	5.530
EBITDA	14.602.537	15.468.359	16.274.288	17.219.834	18.134.972
<b>Tăng trưởng</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Doanh thu	0,7%	3,7%	7,1%	5,8%	6,1%
LN HDKD	0,2%	15,4%	3,8%	5,2%	6,0%
LN Hợp nhất	5,2%	8,9%	6,5%	5,6%	6,4%
LNST	4,2%	8,9%	6,5%	5,6%	6,4%
EBIT	6,2%	7,9%	5,7%	5,1%	5,8%
EPS	4,5%	21,8%	6,5%	5,6%	6,4%
Tổng tài sản	8,6%	10,8%	4,6%	3,7%	3,5%
Nợ vay	71,4%	-35,1%	-15,6%	-36,1%	-83,7%
VCSH	6,7%	6,7%	5,2%	6,4%	7,6%
<b>Khả năng sinh lời</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Tỷ suất LNG	40,7%	42,5%	41,9%	41,8%	41,8%
Tỷ suất LNST	14,9%	15,7%	15,6%	15,6%	15,6%
ROE DuPont	26,6%	27,1%	27,3%	27,2%	27,1%
ROA DuPont	17,8%	17,7%	17,5%	17,8%	18,2%
Tỷ suất EBIT	18,8%	19,5%	19,3%	19,1%	19,1%
LNTT / LNST	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%
LNTT / EBIT	96,9%	97,7%	98,4%	98,9%	99,5%
Vòng quay TTS	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2
Đòn bẩy tài chính	1,5	1,5	1,6	1,5	1,5
ROIC	22,2%	22,7%	24,1%	24,9%	26,0%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Số ngày tồn kho	28,5	28,2	27,5	27,7	27,6
Số ngày phải thu	59,4	60,8	58,1	58,7	58,6
Số ngày phải trả	41,2	39,9	40,3	40,7	40,6
Luân chuyển tiền	46,7	49,1	45,3	45,7	45,6
COGS/Hàng tồn kho	6,1	6,0	6,3	6,2	6,2
<b>An toàn tài chính</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
TT hiện hành	2,10	2,85	3,03	3,44	4,19
TT nhanh	1,62	2,31	2,46	2,79	3,40
TT tiền mặt	0,17	0,21	0,22	0,26	0,32
Nợ / Tài sản	0,16	0,09	0,08	0,05	0,01
Nợ / Vốn sử dụng	0,19	0,13	0,11	0,07	0,01
Nợ / Vốn CSH	0,24	0,15	0,12	0,07	0,01
Khả năng TT lãi vay	31,97	43,81	63,81	89,36	208,39

Cân đối kế toán	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Tài sản</b>					
+ Tiền	2.912.027	3.019.210	3.232.313	3.421.221	3.629.429
+ ĐTTT ngắn hạn	20.137.244	26.000.000	27.000.000	28.000.000	29.000.000
+ Phải thu	4.793.282	4.880.135	5.224.586	5.529.930	5.866.471
+ Hàng tồn kho	6.128.082	5.861.112	6.137.621	6.299.375	6.484.922
+ Khác	1.965.244	2.037.578	2.181.396	2.308.884	2.449.398
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>35.935.880</b>	<b>41.798.034</b>	<b>43.775.915</b>	<b>45.559.410</b>	<b>47.430.220</b>
+ Tài sản dài hạn	32.869.724	34.969.724	37.969.724	40.969.724	43.969.724
+ Khấu hao lũy kế	19.548.051	21.932.838	24.485.949	27.188.273	30.055.055
+ Tài sản dài hạn	13.321.673	13.036.886	13.483.775	13.781.451	13.914.669
+ ĐTTT dài hạn	228.637	228.637	228.637	228.637	228.637
+ Khác	3.187.182	3.304.491	3.537.730	3.744.488	3.972.370
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>16.737.491</b>	<b>16.570.014</b>	<b>17.250.142</b>	<b>17.754.576</b>	<b>18.115.675</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>52.673.371</b>	<b>58.368.048</b>	<b>61.026.057</b>	<b>63.313.986</b>	<b>65.545.896</b>
<b>Nợ &amp; VCSH</b>					
+ Phải trả (ngắn)	3.805.885	4.064.640	4.256.397	4.368.573	4.497.248
+ Vay ngắn hạn	8.217.757	5.295.824	4.489.873	2.865.976	434.750
+ Khác	5.115.047	5.303.315	5.677.636	6.009.458	6.375.181
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>17.138.690</b>	<b>14.663.780</b>	<b>14.423.906</b>	<b>13.244.007</b>	<b>11.307.180</b>
+ Vay dài hạn	238.476	190.781	143.086	95.390	47.695
+ Phải trả dài hạn	270.461	280.416	300.209	317.754	337.092
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>508.937</b>	<b>471.197</b>	<b>443.294</b>	<b>413.144</b>	<b>384.787</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>17.647.627</b>	<b>15.134.977</b>	<b>14.867.200</b>	<b>13.657.151</b>	<b>11.691.966</b>
+ Vốn điều lệ	20.899.554	20.899.554	20.899.554	20.899.554	20.899.554
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	34.111	34.111	34.111	34.111	34.111
+ LN giữ lại	10.763.150	13.107.721	15.033.507	17.531.484	20.728.579
+ Lợi ích CĐTS	3.328.929	3.328.929	3.328.929	3.328.929	3.328.929
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>35.025.744</b>	<b>37.370.316</b>	<b>39.296.101</b>	<b>41.794.078</b>	<b>44.991.173</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>52.673.371</b>	<b>52.505.292</b>	<b>54.163.301</b>	<b>55.451.229</b>	<b>56.683.139</b>
<b>Lưu chuyển tiền</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>2.299.944</b>	<b>2.912.027</b>	<b>3.019.210</b>	<b>3.232.313</b>	<b>3.421.221</b>
<b>LNST</b>	<b>8.873.812</b>	<b>9.659.416</b>	<b>10.285.607</b>	<b>10.857.799</b>	<b>11.556.917</b>
+ Khấu hao lũy kế	2.300.127	2.384.787	2.553.111	2.702.324	2.866.782
+ Điều chỉnh	586.448	-107.355	-213.446	-189.212	-208.544
+ Thay đổi VLD	-2.505.252	554.806	-198.700	-150.590	-168.202
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>9.255.135</b>	<b>12.491.654</b>	<b>12.426.572</b>	<b>13.220.321</b>	<b>14.046.952</b>
+ Thanh lý TSCĐ	104.881	0	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-1.579.637	-2.100.000	-3.000.000	-3.000.000	-3.000.000
+ Đầu tư ròng	#N/A N/A	0	0	0	0
+ Khác	-2.881.504	0	0	0	0
<b>Tiền từ HĐĐT</b>	<b>-4.356.260</b>	<b>-2.100.000</b>	<b>-3.000.000</b>	<b>-3.000.000</b>	<b>-3.000.000</b>
+ Cổ tức đã trả	-8.046.328	-7.314.844	-8.359.822	-8.359.822	-8.359.822
+ Tăng (giảm) vốn	489.787	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	11.788.417	-2.921.933	-805.952	-1.623.896	-2.431.227
+ Nợ dài hạn	-8.276.833	-47.695	-47.695	-47.695	-47.695
+ Khác	-99.285	0	0	0	0
<b>Tiền từ HĐTC</b>	<b>-4.286.791</b>	<b>-10.284.472</b>	<b>-9.213.469</b>	<b>-10.031.413</b>	<b>-10.838.744</b>
Lưu chuyển tiền	612.084	107.182	213.103	188.908	208.209
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>2.912.027</b>	<b>3.019.210</b>	<b>3.232.313</b>	<b>3.421.221</b>	<b>3.629.429</b>

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

### Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)

### Giang Đặng Ánh Phương

Chuyên viên Phân tích

[gdaphuong@vcbs.com.vn](mailto:gdaphuong@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>